

信用评级公告

联合〔2021〕6975号

联合资信评估股份有限公司通过对“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定维持“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 宇培 ABN001 优先”的信用等级为 AA^{+}_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期 资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	未偿金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
19 宇培 ABN001 优先	5.78	5.79	89.20	89.22	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
19 宇培 ABN001 次	0.70	0.70	10.80	10.78	NR	NR
总计	6.48	6.49	100.00	100.00	--	--

注：1.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；2.NR-未予评级

跟踪评级有关信息

抵押物跟踪评估基准日：2020 年 12 月 31 日

资产跟踪基准日：2021 年 6 月 30 日

证券跟踪基准日：2021 年 6 月 24 日

跟踪期间：2020 年 7 月 1 日—2021 年 6 月 30 日

基础资产：上海宇培（集团）有限公司为设立财产信托而根据《财产信托合同》信托予平安信托有限责任公司的单一资金信托受益权

发起机构/资金信托委托人/差额支付承诺人/宇培集团：上海宇培（集团）有限公司

差额支付承诺人二/中国物流资产：中国物流资产控股有限公司

标的物业：标的物业一和标的物业二的统称，标的物业一/苏州宇臻物流园指基础债务人所有的位于文昌路 7 号的物业；标的物业二/沈阳宇航物流园指基础债务人所有的位于沈北新区宏业街 10 号，10-1 号-10-6 号的物业

法定到期日：2040 年 6 月 25 日

跟踪评级时间

2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
商业地产业资产证券化（单一借款人）评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法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”）对上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据（以下简称“本交易”）所涉及的标的物业信用表现、交易结构稳健性、参与机构信用状况及履职情况状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易项下“19 宇培 ABN001 优先”的信用等级为 AA⁺_{sf}，这表明“19 宇培 ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 跟踪期内，抵押物价值对优先级资产支持票据本金的保障力度略有增加。受评估值上升及“19 宇培 ABN001 优先”本金摊还的影响，“19 宇培 ABN001 优先”未偿本金对抵押物估值的抵押率下降至 38.64%，抵押担保措施对“19 宇培 ABN001 优先”的偿付仍具有较好的保障作用。
2. 中国物流资产行业地位突出，项目质量较好。中国物流资产行业地位突出，物流地产开发经验丰富，在运营项目规模较大且区域布局合理，出租率较高，租金收入保持增长，整体项目质量较好。

关注

1. 跟踪期内，标的物业出租率有所下降，运营净收入实现情况不及预期。跟踪期内，标的物业一出租率有所下降，标的物业二出租率大幅下降，标的物业运营净收入实

分析师：

姜 荣 高北辰

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

PICC 大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

现情况不及预期，未来标的物业运营净收入或将持续低于预测值。

2. 需关注差额支付承诺人二中国物流资产的经营风险。中国物流资产债务规模持续增长，债务负担较重；其他收益和投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大。同时，中国物流资产投资物业受限比例仍处于很高水平。

差额支付承诺人二主要财务指标：

中国物流资产控股有限公司（合并口径）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	28.64	13.25	13.33
资产总额（亿元）	215.85	229.62	237.85
所有者权益（亿元）	114.14	117.39	115.85
短期债务（亿元）	19.94	21.40	8.90
长期债务（亿元）	56.73	52.44	62.11
全部债务（亿元）	113.47	104.87	124.22
收入（亿元）	5.82	7.13	7.99
税前利润（亿元）	8.48	7.15	3.55
EBITDA（亿元）	13.96	12.55	8.61
经营活动产生的现金净额（亿元）	2.61	6.18	5.75
营业利润率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	4.85	3.60	3.27
资产负债率（%）	47.12	48.88	51.29
全部债务资本化比率（%）	40.18	42.54	45.36
流动比率（%）	118.07	57.71	123.04
经营现金流动负债比（%）	11.39	23.66	43.93
现金短期债务比（倍）	1.28	0.61	1.47
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	1.89	1.37
全部债务/EBITDA（倍）	5.49	6.93	11.17

资料来源：中国物流资产年度报告

声 明

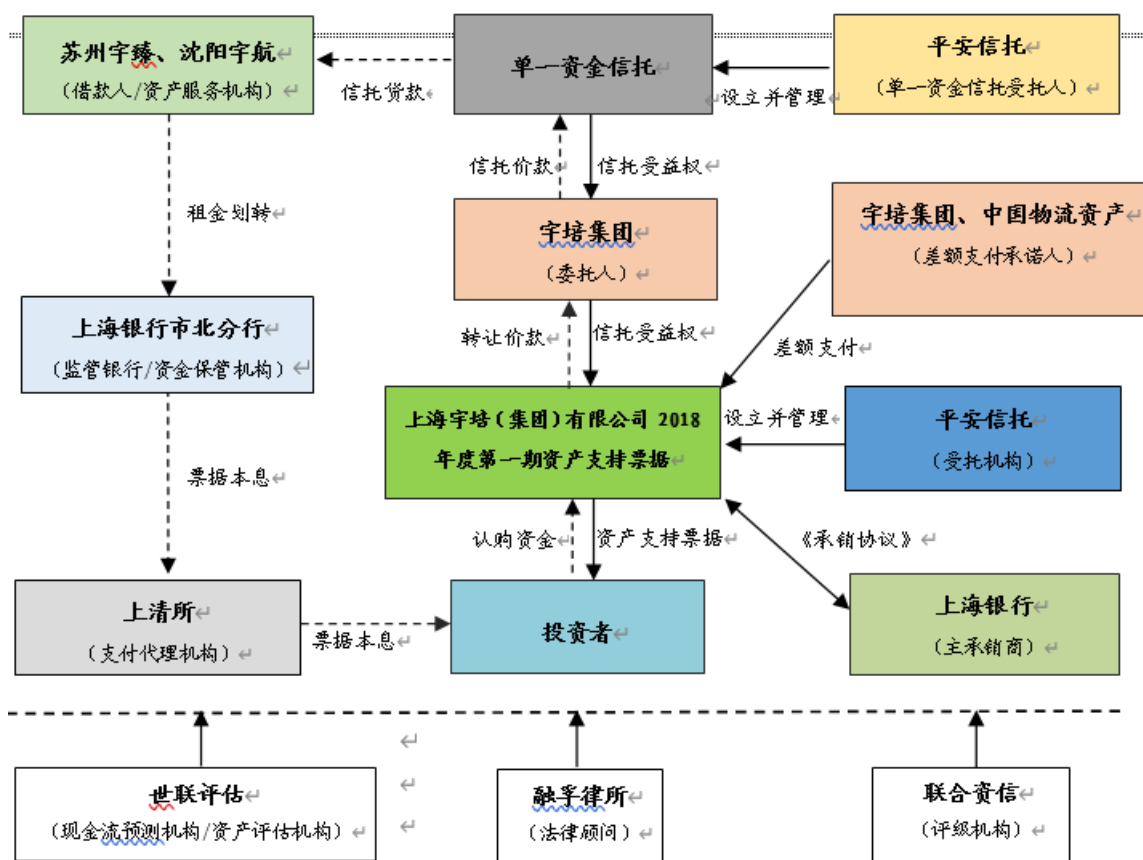
- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本交易项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据（以下简称“本交易”）的委托人上海宇培（集团）有限公司（以下简称“宇培集团”）将其合法所有的单一资金信托的信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”或“受托人”）设立“上海宇培集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。上述信托受益权来源于委托人宇培集团将资金委托给平安信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该资金信托项下资金用于向苏州宇臻仓储有限公司（以下简称“苏州宇臻”）和沈阳宇航物流有限公司（以下简称“沈阳宇航”）发放信托贷款，贷款规模为 65000.00 万元人民币，利率 7.30%，期限 18 年，按季度还本

付息。其中，发放给苏州宇臻的信托贷款为 45125.00 万元，发放给沈阳宇航的信托贷款为 19875.00 万元。苏州宇臻和沈阳宇航以苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园产生的租金收入作为第一还款来源偿还信托贷款。此外，本交易单一资金信托层面设置了抵/质押担保机制，即苏州宇臻和沈阳宇航作为抵押人/应收账款出质人，将其合法所有的标的物业（标的物业指苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园）房屋所有权及其土地使用权提供抵押担保，以其合法享有的自基准日 2019 年 1 月 1 日（含该日）起至基础债务人履行完毕信托贷款的全部偿付义务之日（含该日）止的期间内，标的物业产生的物业租金收入及其附属权利（包括但不限于：违约金（如有）、赔偿金（如有））提供质押担保。

图 1 交易结构图



资料来源：受托人提供

根据《抵押合同》的约定，信托贷款发放日起【30】个工作日内，抵押人有义务办理完毕解除任一在先顺位的抵押登记注销手续，确保受托人平安信托成为该抵押物的第一顺序抵押权人。本交易标的物业已办理完毕抵押登记及质押登记手续。其中，标的物业抵押期限为2019年1月18日至2037年1月18日；质押期限为2019年5月20日至2037年5月19日，不能覆盖本交易存续期。

本交易共设置两档资产支持票据，优先级资产支持票据（票据简称“19字培ABN001优先”）和次级资产支持票据（以下简称“19字培ABN001次”），是以基础资产所产生的现金流作为直接还款来源，以标的物业抵押担保，差额支付承诺人一字培集团及差额支付承诺人二中国物流资产控股有限公司（以下简称“中国物流

资产”）不可撤销及无条件地承诺对信托账户内可供分配资金不足以支付应由票据信托承担的信托税费及优先级资产支持票据本息的差额部分承担补足义务为资产支持票据提供增信保障的固定收益产品。平安信托以受托的基础资产所产生的现金流作为收益支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据。投资者通过购买并持有资产支持票据取得相应的信托受益权。本票据信托已于2019年6月24日成立，实际发行票据金额6.50亿元，预期到期日为2037年6月24日，其中，“19字培ABN001优先”发行规模5.80亿元，采用固定利率，实际发行利率为6.50%，存续期限18年，按季度还本付息；次级票据“19字培ABN001次”发行规模0.70亿元，不设票面利率，享有最终剩余收益。

表1 截至证券跟踪基准日资产支持票据概要（单位：万元）

票据简称	实际发行金额	未偿金额	还本付息方式	发行利率	期限
19字培 ABN001 优先	58000.00	57843.40	按季付息，按计划还本	6.50%	18（3+3+3+3+3） （下一个兑付日2021年9月24日，第一个开放登记日2022年6月24日）
19字培 ABN001 次	7000.00	7000.00	不设票面利率，享有最终剩余收益	—	
合计	65000.00	64843.40	—	—	—

资料来源：受托人提供，联合资信整理

二、证券兑付情况

跟踪期内，“19字培ABN001优先”应付本息均已按时足额兑付，未触发相关事件。

本次证券跟踪期间本期票据完成四期收益分配，其中“19字培ABN001优先”合计兑付

本金81.20万元，兑付收益3815.29万元，各期收益、本金（如有）均已按时足额兑付；未向“19字培ABN001次”分配收益。

表2 跟踪期内兑付情况表（单位：万元）

收益分配时间	“19字培 ABN001 优先”分配本金	“19字培 ABN001 优先”分配利息
2020/09/24	23.20	962.19
2020/12/24	17.40	951.35
2021/03/24	23.20	940.62
2021/06/24	17.40	961.13
合计	81.20	3815.29

资料来源：受托人提供，联合资信整理

跟踪期内，根据《上海字培（集团）有限公司2019年度第一期资产支持票据持有人会议决议》，平安信托和上海银行股份有限公司

（以下简称“上海银行”）作为发行载体管理机构 and 主承销商代表“上海字培（集团）有限公司2019年度第一期资产支持票据”决定驳回

《关于豁免上海宇培（集团）有限公司2019年度第一期资产支持票据资产服务机构自原基准日至信托设立日的底层基础资产资金归集责任并补正票据基准日定义的议案》同时驳回《关于加设一次上海宇培（集团）有限公司

2019年度第一期资产支持票据次级收益期间分配的议案》。

跟踪期内，并未触发违约事件、信托贷款加速清偿事件、财产信托加速清偿事件，未触发差额支付承诺人的差额支付义务。

三、标的物业分析

1. 标的物业概况

截至 2021 年 3 月底，苏州宇臻物流园整体出租率（本报告披露出租率均为时点出租率，下同）有所下降；沈阳宇航物流园出租率大幅下降。

本交易共涉及两处标的物业，包含建筑面积共计 260055.05 平方米的房屋所有权和所分摊的土地使用权，详情见表 3。

表3 标的物业详情（单位：平方米）

序号	标的物业名称	用途	土地使用权面积	建筑面积
1	苏州宇臻物流园	仓储	221128.30	175434.07
2	沈阳宇航物流园	工业	148106.00	84620.98
合计	—	—	369234.30	260055.05

资料来源：宇培集团提供

标的物业一苏州宇臻物流园位于江苏省苏州市文昌路 7 号，为 14 幢整幢建筑，坐落于长三角地区重要的国家级开发区苏州市高新区内，位于苏州西部并紧邻中心城区，毗邻苏州高新区综合保税区，地理位置较为优越。截至 2021 年 3 月底，苏州宇臻物流园出租率为 91.70%，较上一资产跟踪基准日（2020 年 6 月 30 日）下降 7.39 个百分点，出租率仍保持高水平。

标的物业二沈阳宇航物流园位于辽宁省沈阳市沈北新区宏业街10号等7套物业，是东北城市走廊的枢纽重地和辽宁中部经济圈的重要物流节点，地理位置较为优越。截至2021年3月底，沈阳宇航物流园出租率为68.36%，较上一资产跟踪基准日（2020年6月30日）大幅下降21.57%。

2. 运营环境分析

（1）区域经济

2020年，苏州市经济总量保持增长态势，经济社会发展保持良好态势；沈阳市经济发展稳定，但社会消费品零售总额有所下降。总体看，上述地区经济发展为标的物业的运营提供了稳定的外部环境。

苏州市

据《苏州市2020年国民经济和社会发展统计公报》显示，2020年苏州市实现地区生产总值19235.8亿元，按可比价计算比上年增长5.6%。其中第一产业增加值196.7亿元，下降6.5%；第二产业增加值9130.2亿元，增长5.1%；第三产业增加值9908.9亿元，增长6.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值17.92万元（折合汇率2.6万美元），比上年增长5.2%。2020年苏州市实现社会消费品零售总额6088.8亿元，比上年增长6%。按消费行业统计，批发和零售业零售额5327.5亿元，增长5.8%；住宿和餐饮业零售额761.4亿元，增长6.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额5296.6亿元，增长5.9%；乡村消费品零售额792.2亿元，增长6.3%。限额以上批发和零售业商品零售额中，日用品类、服装鞋帽针纺织品类商品零售额分别比上年增长7.3%和8.8%。线上消费增长较快。全年电子商务网络零售交易额2625.1亿元，比上年增长27%。限额以上批发和零售业实现互联网零售额553.4亿元，比上年增长6.5%。2020年苏州市公路、水路货运量1.72亿吨，货运周转量284.5亿吨公里，分别比上年增长6.7%和6.2%。苏州港货物吞吐量和集装箱吞吐量分别为5.23亿

吨、626.7万标箱，分别比上年下降1.8%和1.4%。同期，邮政业务收入252.6亿元，比上年增长39.1%。发送快递17.3亿件，增长39%；实现快递业务收入216.8亿元，增长39.2%。

沈阳市

据《沈阳市2020年国民经济和社会发展统计公报》显示，2020年沈阳市地区生产总值（GDP）6571.6亿元，按可比价计算，比上年增长0.8%。其中，第一产业增加值303.6亿元，增长2.9%；第二产业增加值2160.4亿元，增长2.9%；第三产业增加值4107.6亿元，下降0.6%。三次产业结构为4.6：32.9：62.5。2020年沈阳市社会消费品零售总额3637.6亿元，比上年下降5.4%。分区域看，城镇零售额2930.3亿元，下降6.4%；乡村零售额707.3亿元，下降1.1%。分消费类型看，商品零售额3354.5亿元，下降4.5%；餐饮收入额283.1亿元，下降15.8%。限额以上批发零售贸易企业实现零售额1486.4亿元，比上年下降6.6%。其中，粮油、食品类零售额137.0亿元，增长4.7%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额153.2亿元，下降5.7%；家用电器和音像器材类零售额137.2亿元，下降20.9%；中西药品类零售额80.9亿元，增长1.7%；日用品类零售额65.5亿元，增长35.4%；通讯器材类零售额87.0亿元，下降11.0%；文化办公用品类零售额71.6亿元，下降9.8%；汽车类零售额430.6亿元，下降1.8%。2020年沈阳市，限额以上单位实物商品网上零售额420.8亿元，比上年增长11.8%，占社会消费品零售总额的比重为11.6%，比上年提高1.8个百分点。2020年，沈阳市全年货物运输总量18918.2万吨，比上年下降2.4%。其中，铁路478.1万吨，增长13.2%；公路18435万吨，下降2.8%；民用航空5.1万吨，下降30.8%。全年旅客发送量7799.8万人，下降60.7%。其中，铁路2440.9万人，下降54.0%；公路4893.0万人，下降64.4%；民用航空465.9万人，下降40.3%。

（2）物流地产市场分析

物流行业是国民经济中重要的服务行业，2020年全国物流行业稳定增长，行业未来的政策环境长期向好。

物流行业概况

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。2020年物流业总收入10.5万亿元，比上年增长2.2%。

2020年全国社会物流总额300.1万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。从构成看，工业品物流总额269.90万亿元，按可比价格计算，同比增长2.80%；农产品物流总额4.60万亿元，增长3.00%；单位与居民物品物流总额9.80万亿元，增长13.20%；进口货物物流总额14.20万亿元，增长8.90%；再生资源物流总额1.60万亿元，增长16.90%。

2020年社会物流总费用14.9万亿元，同比增长2.0%。社会物流总费用与GDP的比率为14.7%，与上年基本持平。从结构看，运输费用7.8万亿元，增长0.1%；保管费用5.1万亿元，增长3.9%；管理费用1.9万亿元，增长1.3%。

政策环境

2020年6月，为深入贯彻落实党中央、国务院关于统筹推进疫情防控和经济社会发展的决策部署，进一步降低物流成本、提升物流效率，加快恢复生产生活秩序，发改委和交通运输部联合印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》（以下简称“《意见》”）。

《意见》分别从六个方面提出要求深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，

降低物流联运成本；推动物流业提质增效，降低物流综合成本。

3. 租赁状况分析

跟踪期内，苏州宇臻物流园出租率有所下降，但整体出租情况良好；沈阳宇航物流园出租率大幅下降，承租人集中度仍极高且租赁期限较短，未来沈阳宇航物流园仍面临较大空置率进一步上升的风险。

截至 2021 年 3 月 31 日，苏州宇臻物流园可出租面积为 180743.51 平方米，已出租面积 165748.93 平方米，出租率 91.70%¹，出租率较上一资产跟踪基准日（2020 年 6 月 30 日）下降 7.39 个百分点，主要系苏州宇臻物流园 1 季度处于换租期所致，根据《宇培 2019 年度第一期资产支持票据资产服务机构报告（第 8 期）》，截至 2021 年 5 月 27 日，苏州宇臻物流园出租率回升至 97.60%。截至 2021 年 3 月 31 日，沈阳宇航物流园可出租面积为 85915.36 平方米，已出租面积 58735.26 平方米，出租率为 68.36%，出租率较上一资产跟踪基准日（2020 年 6 月 30 日）大幅下降 21.57 个百分点，主要系单一承租人战略调整，减少承租面积所致。沈阳宇航已就上述空置面积向其他租户出租，截至 2021 年 6 月 30 日，沈阳宇航物流园出租面积上升至 63591.99 平方米，出租率上升 5.66 个百分点至 74.02%，出租情况有所提升。

从承租人集中度来看，苏州宇臻物流园租赁面积占比前五大的承租人占已出租面积的 70.13%，承租人集中度较高；沈阳宇航物流园只有一户承租人，承租人集中度极高，未来租金收入依赖于单一租户。

合同期限方面，截至 2021 年 3 月 31 日，苏州宇臻物流园 2021 年内到期租约涉及面积 17591.33 平方米，占全部已租面积的 10.61%；2022 年到期面积 25252.67 平方米，占全部已租面积的 15.24%；2023 年到期面积 107622.94 平方米，占全部已租面积的 64.93%；2024 年

到期面积 11098.13 平方米，占全部已租面积的 6.70%；2025 年到期面积 4183.86 平方米，占全部已租面积的 2.52%。苏州宇臻物流园现在租约合同在 2023 年到期面积较大，剩余租赁期间无法覆盖本交易存续期。沈阳宇航物流园 2021 年内到期租约涉及面积 44029.44 平方米，占全部已租面积的 74.96%，2022 年到期面积 14705.82 平方米，占全部已租面积的 25.04%。沈阳宇航物流园大部分合同租约较短，剩余租赁期间无法覆盖本交易存续期，未来一年内或面临较大续租风险。

租金收取频率方面，苏州宇臻物流园租金主要为按月收取；沈阳宇航物流园全部为按季度收取。从行业来看，承租人主要为物流服务供应商，行业集中度较高。苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园租户不涉及关联方。截至 2021 年 3 月 31 日，苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园租赁情况分别如表 4 和表 5 所示。

表4 苏州宇臻物流园租赁情况（单位：平方米）

承租人	租赁面积	租赁面积占比	租赁到期日
承租人 1	42761.81	23.66%	2023/08/31
			2023/10/31
			2023/09/30
承租人 2	33566.30	18.57%	2023/08/31
承租人 3	25621.14	14.18%	2022/08/31
			2023/08/31
承租人 4	18201.99	10.07%	2021/09/30
			2022/06/30
			2021/12/31
			2022/02/28
承租人 5	6593.44	3.65%	2024/08/31
承租人 6	5639.71	3.12%	2023/03/31
承租人 7	5553.74	3.07%	2023/03/31
承租人 8	5519.16	3.05%	2023/08/31
承租人 9	5236.85	2.90%	2022/05/24
承租人 10	4645.16	2.57%	2021/07/31
承租人 11	4504.69	2.49%	2024/07/14
承租人 12	4183.86	2.31%	2025/07/31

¹ 截至 2021 年 3 月 31 日苏州全宏物流有限公司已承租综合楼面积 1181.80 平方米并于 2021 年 6 月 1 日起租，若考虑对应出租面积，苏州宇臻已出租

面积上升至 166930.73 平方米，出租率上升至 92.36%。

承租人 13	3721.08	2.06%	2021/09/30
空置部分	14994.58	8.30%	—
合计	180743.51	100.00%	—

资料来源：宇培集团提供

表5 沈阳宇航物流园租赁情况（单位：平方米）

承租人	租赁面积	租赁面积占比	租赁到期日
承租人 1	3956.29	4.60%	2021/03/07
	3010.22	3.50%	2021/03/09
	111.29	0.13%	2021/04/08
	36201.64	42.14%	2021/07/15
	750.00	0.87%	2021/07/15
	14705.82	17.12%	2022/02/28
承租人 1 合计	58735.26	68.36%	—
空置部分	27180.10	31.64%	—
合 计	85915.36	100.00%	—

注：2021 年 3 月 7 日及 2021 年 3 月 9 日到期部分共计 6966.51 平方米，其中 6318.40 平方米由原租户续租，剩余部分由新租户承租

资料来源：宇培集团提供

4. 标的物业运营收入情况

跟踪期内，苏州宇臻物流园现金流入实现情况尚可，沈阳宇航物流园现金流入及净现金流均有明显下滑。

2020 年，苏州宇臻物流园实现现金流入 6635.24 万元，同比增加 2.44%。同期，苏州宇臻物流园产生运营成本 2151.71 万元，同比增加 22.98%，主要系苏州宇臻物流园 2019 年 2 季度正式满租运营，2019 年 1 季度运营支出较少。受运营成本同比增加影响，2020 年，苏州宇臻物流园实现净现金流 4483.53 万元，同比下降 5.16%。2021 年 1—3 月，苏州宇臻物流园实际现金流入 1681.03 万元，同比增加 6.90%，当期净现金流为 1301.11 万元，同比增长 13.07%。总体看，苏州宇臻物流园收入实现情况尚可，运营明细情况如表 6 所示。

表6 苏州宇臻物流园2020年及2021年1—3月运营明细情况（单位：万元）

项目	2020 年			2021 年 1—3 月		
	实际值	同期值	变化	实际值	同期值	变化
现金流入	6635.24	6477.10	2.44%	1681.03	1572.53	6.90%
运营成本	2151.71	1749.58	22.98%	379.92	421.77	-9.92%
净现金流	4483.53	4727.52	-5.16%	1301.11	1150.76	13.07%

资料来源：宇培集团提供

2020 年，沈阳宇航物流园实现现金流入 1926.06 万元，同比减少 12.35%，主要系空置率进一步上升影响，受运营成本同比减少 13.89%影响，当期实现净现金流 1199.50 万元，同比下降 11.39%。2021 年 1—3 月，沈阳宇航

物流园实际现金流入 365.20 万元，同比大幅下降 31.79%，主要系空置率大幅上升所致，当期净现金流为 185.70 万元，同比减少 43.79%。运营明细情况如表 7 所示：

表7 沈阳宇航物流园2020年及2021年1—3月收入情况（单位：万元）

项目	2020 年			2021 年 1—3 月		
	实际值	同期值	变化	实际值	同期值	变化
现金流入	1926.06	2197.38	-12.35%	365.20	535.41	-31.79%
运营成本	726.56	843.75	-13.89%	179.50	205.02	-12.45%
净现金流	1199.50	1353.63	-11.39%	185.70	330.39	-43.79%

资料来源：宇培集团提供

受空置率上升影响，沈阳宇航物流园收入实现不及预期，但考虑到苏州宇臻物流园运营

情况尚可，标的物业实际现金流入及现金净流入情况同比仍属稳定，具体如表 8 所示：

表8 标的物业2020年及2021年1-3月收入情况汇总（单位：万元）

项目	2020 年			2021 年 1-3 月		
	实际值	同期值	变化	实际值	同期值	变化
现金流入	8561.30	8674.48	-1.30%	2046.23	2107.94	-2.93%
运营成本	2878.27	2593.33	10.99%	559.42	626.79	-10.75%
净现金流	5683.03	6081.15	-6.55%	1486.81	1481.15	0.38%

资料来源：宇培集团提供

5. 现金流表现

跟踪期间，受空置率上升影响，标的物业运营净收入实现情况不及预期。

跟踪期间，收款账户共收到标的物业现金净流入 5796.00 万元，对应的归集期间为 2020 年 5 月 28 日至 2021 年 5 月 27 日。为便于比较，联合资信将深圳市世联土地房地产评估有限公司（以下简称“世联评估”）所预测 2020

年 4 月 1 日—2021 年 6 月 30 日的净现金流预测值按月予以拆分并假设现金流均匀流入，计算出 2020 年 5 月 28 日至 2021 年 5 月 27 日的净现金流入预测值约为 6221.01 万元，实际归集现金流较预测值下降 6.83%，现金流实现情况不及预期，主要系空置率上升导致沈阳宇航收入实现不及预期所致。具体如表 9 所示。

表9 2020年5月28日—2021年5月27日标的物业预测净现金流与实际情况对比（单位：万元）

归集期间	苏州宇臻		沈阳宇航		合计		
	净现金流预测值	净现金流实际值	净现金流预测值	净现金流实际值	净现金流预测值	净现金流实际值	偏离度
2020/05/28-2020/08/27	1137.20	1192.00	402.48	350.00	1539.68	1542.00	0.15%
2020/08/28-2020/11/27	1136.28	1057.00	362.81	285.00	1499.10	1342.00	-10.48%
2020/11/28-2021/02/27	1179.20	1172.00	392.99	203.00	1572.19	1375.00	-12.54%
2021/02/28-2021/05/27	1192.05	1375.00	417.99	162.00	1610.04	1537.00	-4.54%
合计	4644.73	4796.00	1576.27	1000.00	6221.01	5796.00	-6.83%

资料来源：宇培集团提供，联合资信整理

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数(DSCR)和“19字培ABN001优先”本金相对抵押物评估价值的比率(LTV)两个指标来量化评估基于标的物业形成的资产对“19字培ABN001优先”的保障程度。

测试结果表明，除最后一期外，标的物业预测可分配净现金流入对“19字培 ABN001 优先”本息偿付的保障程度较好，无法足额覆盖“19字培 ABN001 优先”最后一期本息支出，期末本金与利息的兑付还依赖于宇培集团的再融资能力和抵押物的变现价值；抵押担保措施对“19字培 ABN001 优先”的偿付仍具有较好的保障作用。考虑到中国物流资产提供的

差额支付承诺对“19字培 ABN001 优先”提供了很强的信用支持，整体看，“19字培 ABN001 优先”到期不能偿付的风险很低。

1. 偿债覆盖倍数

联合资信以世联评估的预测值为基础，根据“19字培 ABN001 优先”实际发行利率，用覆盖比率来衡量标的物业预测净现金流对“19字培 ABN001 优先”各期利息及本息支出的覆盖水平。覆盖比率反映了在各偿还时点上，标的物业预测净现金流对“19字培 ABN001 优先”本息或利息预期支出的最低覆盖水平，如果该数值小于 1 倍，标的物业预测净现金流不能完全覆盖当期“19字培 ABN001 优先”本息

或利息预期支出，“19 字培 ABN001 优先”存在不能按时偿付的风险。

表10 “19字培ABN001优先”DSCR水平（单位：万元、倍）

兑付期	净现金流	覆盖倍数	兑付期	净现金流	覆盖倍数
9	1372.33	3.31	41	1781.06	2.96
10	1496.06	3.28	42	1946.41	2.96
11	1653.46	3.42	43	2159.37	3.88
12	1670.98	3.49	44	2183.17	3.56
13	1420.26	3.23	45	1840.89	3.48
14	1547.41	3.19	46	2012.03	3.56
15	1716.44	3.33	47	2234.05	4.54
16	1716.30	3.39	48	2259.49	4.29
17	1440.32	3.09	49	1905.23	4.28
18	1572.92	3.01	50	2082.36	4.46
19	1749.16	3.08	51	2310.48	5.71
20	1770.98	3.15	52	2335.98	5.38
21	1495.17	2.99	53	1969.32	5.46
22	1633.08	2.98	54	2152.65	5.74
23	2130.04	3.44	55	2544.79	7.60
24	1995.88	3.70	56	2493.14	7.06
25	1552.18	3.04	57	2023.83	7.23
26	1695.60	2.87	58	2203.93	7.61
27	1887.82	2.86	59	2445.89	8.22
28	1912.21	2.93	60	2472.94	8.71
29	1613.89	2.73	61	2084.04	8.97
30	1763.05	2.68	62	2278.49	9.48
31	1961.27	2.93	63	2528.88	10.23
32	1985.80	2.97	64	2556.85	10.83
33	1675.54	2.73	65	2154.34	11.20
34	1830.67	2.69	66	2355.59	11.85
35	2030.48	3.06	67	2616.45	12.68
36	2046.14	3.05	68	2646.25	13.46
37	1723.29	2.71	69	2267.50	14.00
38	1883.05	2.63	70	2512.27	14.87
39	2088.78	3.52	71	2791.25	14.15
40	2111.76	3.12	72	2646.25	0.45

注：1.第9期兑付日为2021年9月24日，采用2021年5月28日至2021年8月27日期间的现金流，以此类推；2.覆盖倍数=（当期标的物业净现金流+截至本分配期单一资金信托账户及票据信托账户留存金额）/（当期税费+中介机构费用+“19字培 ABN001 优先”本金和利息的偿付额）；3.截至2021年6月21日，信托账户余额2083.07万元已纳入第9次覆盖测算。

资料来源：联合资信整理

经测算，除最后一个支付日外，本交易资金沉淀及标的物业预计净现金流对“19 字培 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖倍数均在 2.63 倍以上，保障程度较高。在未来净现金流下降 15%的情境下，除最后一期外，调整净现金流

对“19 字培 ABN001 优先”各期本息支出的覆盖倍数均在 1.08 倍以上（详见附件 2），表明标的物业净现金流能保障“19 字培 ABN001 优先”的期间本息支出。

2. 抵押物价值压力测试

截至抵押物跟踪评估基准日（2020 年 12 月 31 日），高力国际给予标的物业的评估价值为 149700.00 万元人民币，较上次跟踪评估基准日（2019 年 12 月 31 日）价值（146300.00 万元）增加 2.32%。其中，苏州宇臻物流园评估价值为 111100.00 万元，沈阳宇航物流园评估价值为 38600.00 万元，分别较上次跟踪评估基准日增加 3.35%和下降 0.52%。以高力国际 2020 年 12 月 31 日评估数据为基础，受本金偿还的影响，截至

本次票据跟踪基准日，“19 宇培 ABN001 优先”未偿本金对抵押物的抵押率为 38.64%，较上次票据跟踪基准日下降 0.95 个百分点，抵押率较低，抵押担保措施对“19 宇培 ABN001 优先”的偿付仍具有较好的保障作用。

联合资信根据高力国际提供的标的物业估值总价，同时假设扣除项目金额及各类费率与首次评级时一致，在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对“19 宇培 ABN001 优先”本金覆盖水平如表 11 所示。

表 11 抵押物处置净现金流对“19 宇培 ABN001 优先”本金覆盖倍数（单位：万元、倍）

下跌比例	58.80%	50.00%	40.00%	30.00%	20.00%
抵押物处置现金流	57933.77	70332.33	82406.00	92218.12	102030.24
覆盖倍数	1.00	1.22	1.42	1.59	1.76

资料来源：联合资信整理

经测算，抵押物价值在评估价值的基础上下跌不超过 58.80%时，处置现金流仍能覆盖

“19 宇培 ABN001 优先”本金 1 倍以上。

五、差额支付承诺人二主体信用分析（具体分析详见附件 1）

本交易的差额支付承诺人二为中国物流资产，主体长期信用等级为 AA⁻_{pi}²，评级展望为稳定。跟踪期内，中国物流资产提供不可撤销且无条件的差额支付承诺对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

1. 中国物流资产主体信用评级

中国物流资产主要业务为物流的基础设计、开发、租赁和管理等领域。截至 2020 年底，中国物流资产拥有 3254283058 股已发行股份，其中第一大股东宇培国际投资管理有限公司持股 28.16%，第二大股东 Berkeley Asset Holding Ltd 持股 22.97%，第三大股东 ESR HK Management Limited 持股 17.18%，第四大股东 Jingdong Logistics Group Corporation 持股 9.87%，第五大股东 ESR Cayman Limited 持股 1.63%。中国物流资产经营范围、注册地及中国

主要营业地点均未发生变化。

截至 2020 年底，中国物流资产合并资产总额 237.85 亿元，权益总额 115.85 亿元（非控股股东权益 8.20 亿元）。2020 年，中国物流资产实现收入 7.99 亿元，除所得税前利润 3.55 亿元。

中国物流资产作为国内大型优质物流设施供应商，行业地位突出，开发经验丰富，运营物业布局合理，出租率较高，租金收入有所增长。同时，联合资信也关注到中国物流资产债务负担较重、盈利能力一般以及偿债能力弱等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

优势

中国物流资产行业地位突出，项目质量较好。中国物流资产行业地位突出，在运营项目规模较大，同时拥有超过 15 年的开发和运营优质

² “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在

一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

物流设施的经验，物流地产开发经验丰富。同时，中国物流资产在运营项目区域布局合理，出租率较高，租金收入保持增长，其持作未来开发的土地项目区域分布较好，投资物业规模保持增长。

关注

(1) 中国物流资产债务规模持续增长，债务负担较重。中国物流资产有息债务规模保持增长，截至 2020 年底，中国物流资产资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 51.29%、42.92%和 45.36%，整体债务负担较重。

(2) 整体盈利能力一般。中国物流资产其他收益和投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大。同时，中国物流资产投资物业受限比例仍处于很高水平。

2. 差额支付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，中国物流资产所有者权益（115.85 亿元）和 EBITDA（8.61 亿元）对“19 宇培 ABN001 优先”剩余本金（5.78 亿元）的覆盖倍数分别为 20.04 倍和 1.49 倍。总体看，中国物流资产提供的差额支付承诺为“19 宇培 ABN001 优先”本金偿付提供了很强的信用支持。

六、重要参与方履约能力分析

1. 发起机构/资金信托委托人/差额支付承诺人—

本交易差额支付承诺人—宇培集团债务负担一般，营业收入有所下降，联合资信将持续关注其履行本交易中相关义务的能力。

宇培集团是中国物流资产的子公司，成立时间为 2000 年 6 月 12 日，截至 2020 年底，宇培集团注册资本和实缴资本均为 3.40 亿元。2021 年 1 月 15 日，宇培集团将经营期限由 2033 年 8 月 18 日变更为无固定期限。

宇培集团主营与运输业务相关的仓储设施建设、经营，即为客户提供交通便利、配套设施齐全的物流仓储设施。跟踪期内，宇培集团主营业务未发生变化。

截至 2020 年底，宇培集团（合并）资产总额 65.82 亿元，同比增长 6.83%。其中流动资产占比 14.63%，非流动资产占比 85.37%，以非流动资产为主。截至 2020 年底，宇培集团负债合计 36.25 亿元，同比增长 11.37%，主要系应付债券增长所致；宇培集团负债以长期借款和应付债券为主，截至 2020 年底，宇培集团资产负债率 55.07%，负债水平一般。所有者权益 29.57 亿元（含少数股东权益 11.90 亿元）。

2020 年全年，宇培集团实现营业收入 2.89 亿元，同比小幅下降 0.69%，实现利润总额 1.45 亿元。

截至 2021 年 3 月底，宇培集团资产总额 58.62 亿元，负债总额 29.02 亿元，所有者权益总额 29.60 亿元。2021 年 1—3 月，宇培集团实现营业收入 0.66 亿元，净利润为-0.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.58 亿元。

根据宇培集团提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9131000063057456XJ），截至 2021 年 3 月 17 日，宇培集团未结清信贷及授信信息中无不良信贷信息。

2. 基础债务人/借款人/资产服务机构

(1) 基础债务人—/借款人—/资产服务机构—/苏州宇臻

跟踪期内，苏州宇臻资产和收入规模较小，联合资信将对其履约和尽职能力保持关注。

本交易的基础债务人—/借款人—/资产服务机构—为苏州宇臻。跟踪期内，苏州宇臻注册资本及股东结构均未发生变化；2021 年 1 月

11 日,苏州宇臻经营范围新增一般项目:普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目)、非居住房地产租赁(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。2021 年 1 月 11 日,苏州宇臻市场主体类型由有限责任公司(中外合资)变更为有限责任公司(港澳台投资、非独资)。2021 年 1 月 11 日,苏州宇臻将经营期限由 2034 年 11 月 27 日变更为无固定期限。

截至 2020 年底,苏州宇臻资产总额 13.65 亿元,较年初增长 3.75%;负债总额 6.38 亿元,较年初增长 1.30%;所有者权益总额 7.27 亿元,较年初增长 6.00%。2020 年,苏州宇臻实现营业收入 0.68 亿元,净利润为 0.41 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.36 亿元。

截至 2021 年 3 月底,苏州宇臻资产总额 13.72 亿元,负债总额 6.39 亿元,所有者权益总额 7.32 亿元。2021 年 1—3 月,苏州宇臻实现营业收入 0.17 亿元,净利润为 0.05 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元。

根据苏州宇臻提供的中国人民银行《企业信用报告》(统一社会信用代码:91320505321647630L),截至 2021 年 3 月 24 日,苏州宇臻未结清信贷及授信信息中无不良信贷信息。

(2) 基础债务人二/借款人二/资产服务机构二/沈阳宇航

跟踪期内,沈阳宇航资产和收入规模较小,净利润持续为负,联合资信将对其履约和尽职能力保持关注。

本交易的基础债务人二/借款人二/资产服务机构二为沈阳宇航。跟踪期内,沈阳宇航注册资本、股东结构及经营范围均未发生变化。

截至 2020 年底,沈阳宇航资产总额 5.39 亿元,较年初减少 1.19%;负债总额 2.64 亿元,较年初减少 1.48%;所有者权益总额 2.75 亿元,较年初减少 0.90%。2020 年,沈阳宇航实现营业收入 0.18 亿元,净利润为-0.03 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元。

截至 2021 年 3 月底,沈阳宇航资产总额

5.38 亿元,负债总额 2.65 亿元,所有者权益总额 2.73 亿元。2021 年 1—3 月,沈阳宇航实现营业收入 0.04 亿元,净利润为-0.02 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元。

根据沈阳宇航提供的中国人民银行《企业信用报告》(统一社会信用代码:912101135694285116),截至 2021 年 2 月 25 日,沈阳宇航未结清信贷及授信信息中无不良信贷信息。

3. 受托人/资金信托受托人

平安信托营业收入有所增长,股东背景很强,跟踪期内,该机构履职情况稳定,未触发相关机构解任事件。

截至 2020 年底,平安信托注册资本为 130 亿元,股东为中国平安保险(集团)股份有限公司,持股占比 99.88%,上海市糖业烟酒(集团)有限公司,持股占比 0.12%。

截至 2020 年底,平安信托的信托资产管理规模为 3910.52 亿元,较年初下降 11.6%;主动管理资产规模达 2608.20 亿元,占比为 66.7%,较年初上升 8.50%。2020 年,信托业务实现手续费及佣金收入 43.35 亿元,同比增长 16.5%。截至 2020 年底,平安信托净资产规模 191.84 亿元。

截至 2020 年底,平安信托资产总额 2437.73 亿元,较年初增加 41.06%;负债总额 1808.80 亿元,较年初增加 56.61%;所有者权益总额 628.93 亿元,较年初增加 9.73%。2020 年,平安信托实现营业总收入 214.31 亿元,同比增长 14.57%;实现净利润为 64.07 亿元,同比增长 11.82%。

4. 财产信托资金保管机构/单一资金信托保管银行

上海银行经营财务状况稳定,跟踪期内,该机构履职情况稳定,未触发相关机构解任事件。

截至 2020 年底,上海银行总股本及实际控制人未发生变化。截至 2020 年底,上海银行

合并口径资产总额 24621.44 亿元，较上年末增长 10.06%。存款总额为 12971.76 亿元，较上年末增长 9.37%。客户贷款和垫款总额为 10981.24 亿元，较上年末增长 12.92%。股东权益 1909.39 亿元；不良贷款率 1.22%；拨备覆

盖率 321.38%；资本充足率 12.86%；一级资本充足率 10.46%，核心一级资本充足率 9.34%。2020 年，上海银行实现营业收入 507.46 亿元，同比增长 1.90%；归属于母公司股东的净利润为 208.85 亿元，同比增长 2.89%。

七、结论

联合资信对本交易所涉及的标的物业信用表现、交易结构稳健性、参与机构信用状况及履职情况状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素

考虑后，联合资信确定维持本交易项下“19 宇培 ABN001 优先”的信用等级为 AA⁺_{sf}，这表明“19 宇培 ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 差额支付承诺人二中国物流资产信用分析

一、企业基本情况

中国物流资产（股票代码：01589.HK）是宇培国际，RRJ Capital，京东共同在中国投资的物流基础设施开发平台。中国物流资产成立于 2013 年 11 月 21 日，注册地为开曼群岛，总部位于中国上海。截至 2020 年底，中国物流资产拥有 3254283058 股已发行股份，其中第一大股东宇培国际投资管理有限公司持股 28.16%，第二大股东 Berkeley Asset Holding Ltd 持股 22.97%，第三大股东 ESR HK Management Limited 持股 17.18%，第四大股东 Jingdong Logistics Group Corporation 持股 9.87%，第五大股东 ESR Cayman Limited 持股 1.63%。

中国物流资产主要业务为物流的基础设计、开发、租赁和管理等领域。截至 2020 年底，中国物流资产在中国 19 个省份或直辖市物流枢纽的 37 个物流园拥有 176 套营运中的物流设施。

截至 2020 年底，中国物流资产合并资产总额 237.85 亿元，权益总额 115.85 亿元（非控股股东权益 8.20 亿元）。2020 年，中国物流资产实现收入 7.99 亿元，除所得税前利润 3.55 亿元。

总部及中国主要营业地点：中国上海闵行区申昆路 1899 号。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%³，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

表 1 2017—2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)

3 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%⁴，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到

2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度

⁴ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策

有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、经营分析

中国物流资产在运营项目规模较大，区域布局合理，整体出租率较高，租金收入保持增长；其持作未来开发的土地项目区域分布较好。

中国物流资产收入主要系租金收入及提供管理服务收入。2020 年，中国物流资产租金收入及提供管理服务收入为 7.99 亿元，同比增长 12.09%，主要系物流设施运营面积增加带来的租金和服务费收入增长所致。

从毛利率变化情况看，2020 年，中国物流资产营业收入毛利率为 77.41%，同比上升 0.68 个百分点，毛利率保持在较高水平。

表 2 2018—2020 年中国物流资产营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
租金收入及提供管理服务收入	5.82	74.52	7.13	76.73	7.99	77.41

资料来源：中国物流资产年度报告，联合资信整理

截至2020年底，中国物流资产已竣工稳定物流园项目数量达30个，总建筑面积279.80万平方米，物业估值146.07亿元，受疫情影响，2020年已竣工稳定物流园总建筑面积同比减少2.30万平方米；已竣工待稳定物流园项目数量共7个，总建筑面积77.52万平方米，物业估值35.33亿元；2020年，中国物流资产物流园出

租率达90.2%，同比下降0.1个百分点，整体保持在较高水平。

截至2020年底，中国物流资产在建物流园项目数量共4个，总建筑面积41.09万平方米，物业估值9.42亿元；持作未来开发的土地项目共4个，全部位于上海市，总建筑面积42.37万平方米，物业估值12.07亿元。

表 3 中国物流资产物流园建筑面积情况（单位：百万平方米）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
已竣工稳定物流园	2.5	2.8	2.8
已竣工待稳定物流园	0.3	0.6	0.8
在建或重新定位物流园	1.3	0.6	0.4
持作未来开发的土地	0.6	0.6	0.4
采用权益法列账之投资	0.3	0.3	0.6
合 计	4.6	4.9	5.0

资料来源：中国物流资产年度报告，联合资信整理

三、财务分析

1. 财务概况

中国物流资产提供了 2020 年合并财务报告，罗兵咸永道会计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论（报表根据香港财务报告准则编制）。

截至 2020 年底，中国物流资产共有主要下属子公司 44 家，合并范围变化较小且主营业务未发生变化，财务数据可比性仍属较强。

2. 资产质量

截至 2020 年底，中国物流资产的资产规模有所增长，构成以投资物业为主，中国物流资产的投资物业规模保持增长，区域布局合理，出租率较高，资产质量尚可，但资产受限比例很高。

截至 2020 年底，中国物流资产总额 237.85

亿元，较年初增长 3.58%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占比 6.77%，非流动资产占比 93.23%。资产构成仍以非流动资产为主，符合物流地产行业特点。

（1）流动资产

截至 2020 年底，中国物流资产流动资产 16.10 亿元，较年初增长 6.80%，主要由现金及现金等价物（占比 64.18%）和受限制现金（占比 18.64%）构成。

截至 2020 年底，中国物流资产现金及现金等价物 10.33 亿元，较年初减少 11.40%。

截至 2020 年底，中国物流资产受限制现金 3.00 亿元，较年初大幅增加 23.92 倍，主要系作为长期银行借款即期份额的抵押，现金受限比例较高。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，中国物流资产非流动资产 221.75 亿元，较年初增长 3.36%，主要由投

资物业（占 91.50%）构成。

投资物业主要系中国物流资产的物流资产。截至 2020 年底，中国物流资产投资物业 202.89 亿元，较年初增长 4.59%。中国物流资产投资物业采用公允价值计量模式，考虑到年租金收入规模，公允价值相对合理。截至 2020 年底，中国物流资产用于抵押品被抵押的投资物业 182.61 亿元，受限比例为 90.00%，受限比例很高。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，中国物流资产权益构成中留存盈利占比较高，权益稳定性一般。

截至 2020 年底，中国物流资产权益总额 115.85 亿元，较年初减少 1.31%。其中，股本及溢价 65.10 亿元，资本实力很强；留存盈利 49.00 亿元。中国物流资产权益由股本及溢价（占比 56.19%）、留存盈利（占比 42.30%）、少数股东权益（占比 7.08%）、其他准备金（-5.47 亿元）和库存股份（-0.98 亿元）构成。

（2）负债

截至 2020 年底，中国物流资产有息债务规模保持增长，债务结构以长期债务为主，结构与主业匹配，整体债务负担较重。

截至 2020 年底，中国物流资产负债总额 122.00 亿元，较年初增长 8.71%。其中，流动负债占比 10.73%，非流动负债占比 89.27%，债务结构仍以长期债务为主。

截至 2020 年底，中国物流资产流动负债 13.09 亿元，较年初下降 49.91%，主要由短期借款（占 68.01%）和贸易及其他应付款项（占 27.55%）构成。截至 2020 年底，中国物流资产短期借款 8.90 亿元，较年初减少 58.42%，主要系当期到期的优先票据金额减少所致。

截至 2020 年底，中国物流资产贸易及其他应付款项 3.61 亿元，较年初减少 15.94%。

截至 2020 年底，中国物流资产非流动负债 108.91 亿元，较年初增长 26.50%，构成以长期借款（占 57.03%）、可换股债券（占

20.53%）和递延所得税负债（占比 19.32%）为主。截至 2020 年底，中国物流资产长期借款 62.11 亿元，较年初增长 18.45%，全部为抵押/质押借款。

截至 2020 年底，中国物流资产可换股债券 22.37 亿元，较年初增长 124.49%，主要系于年内发行 2020 年可转股债券以及公允价值变动所致。截至 2020 年底，中国物流资产递延所得税负债 21.04 亿元，较年初增长 5.30%。

从有息债务看，截至 2020 年底，中国物流资产全部债务 96.16 亿元，同比增长 10.67%，其中短期债务占比为 9.41%，长期债务占比为 90.59%，债务期限结构以长期债务为主，结构与主业匹配。

债务指标方面，截至 2020 年底，中国物流资产资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 51.29%、42.92%和 45.36%，较 2019 年底分别增长 2.42、7.16 和 2.82 个百分点，中国物流资产整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2020 年，中国物流资产收入保持增长，毛利率水平高，但其他收益和投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大，整体盈利能力一般。

2020 年，中国物流资产实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 12.09%，主要系物流设施运营面积增加带来的租金和服务费收入增长所致。同期，中国物流资产销售成本增速低于营业额，2020 年，中国物流资产销售成本为 1.80 亿元，同比增长 8.81%。受营业额增速高于同期销售成本增速影响，2020 年，中国物流资产毛利为 6.18 亿元，同比增长 13.08%，同期，毛利率水平同比上升 0.68 个百分点至 77.41%。中国物流资产主业的盈利能力强。

2020 年，中国物流资产期间费用为 6.40 亿元，同比下降 3.74%。其中，销售及市场推广 0.35 亿元，行政开支 1.17 亿元，财务费用 4.88 亿元。2020 年，中国物流资产期间费用占营业

收入比重为 80.12%，同比下降 13.17 个百分点，中国物流资产费用控制能力有所增强，但期间费用对除税前利润影响仍很大。

中国物流资产投资物业以公允价值计量，2020 年，投资物业公允价值收益为 6.79 亿元；受出售项目公司股权影响，2020 年，中国物流资产其他收益为 4.29 亿元，同比增长 31.40 倍。同期，中国物流资产除税前利润为 3.55 亿元。投资物业公允价值收益及其他收益对中国物流资产除税前利润影响很大。

由于 2020 年中国物流资产发行可换股债券且股价持续上涨，可换股债券价格有所上升，中国物流资产可换股债券公允价值亏损大幅增长 13.37 倍至 8.02 亿元。

从盈利指标来看，2020 年，中国物流资产净资产收益率由年初的 3.60% 下降至 0.58%，主要系可换股债券公允价值亏损导致年内利润大幅下降所致；中国物流资产总资本收益率由上年的 5.33% 下降至 3.27%，中国物流资产盈利能力有所下降，整体盈利能力一般。

5. 现金流

中国物流资产经营活动现金流量净额规模较大，由于购买投资物业投入规模较大，投资活动现金流量净额持续为负，融资活动现金流量净额由正转负。

2020 年，中国物流资产经营活动产生的现金净额为 5.75 亿元，主要由营运产生的现金构成；中国物流资产投资活动现金流量净额为 -6.01 亿元，主要系购买投资物业导致投资活动现金流量净额为负；当期中国物流资产添置投资物业现金流出为 16.02 亿元。2020 年，中国物流资产筹资活动现金流量净额为 -1.03 亿元，由正转负。

6. 偿债能力

中国物流资产短期偿债能力有所提升，长期偿债能力弱，其作为香港交易所主板上市公司，具备直接融资渠道。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，中国物流资产流动比率为 123.04%，同比有所上升；同期，经营现金流动负债比为 43.93%，同比上升 20.27 个百分点。截至 2020 年底，中国物流资产现金类资产为 13.33 亿元，为短期债务的 1.47 倍。总体看，中国物流资产短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，2020 年，中国物流资产 EBITDA 为 8.61 亿元，较上年减少 31.36%；主要由计入财务费用的利息支出（占 56.70%）、除所得税前利润（占 41.27%）构成。2020 年，中国物流资产 EBITDA 利息倍数由上年的 1.89 倍下降至 1.37 倍，全部债务比/EBITDA 由上年的 6.93 倍增长至 11.17 倍。总体看，中国物流资产长期偿债能力弱。

截至 2020 年底，中国物流资产无重大或然负债、担保或法律诉讼。

中国物流资产作为国内大型优质物流设施供应商，行业地位突出，开发经验丰富，运营物业布局合理，出租率较高，租金收入有所增长。同时，联合资信也关注到中国物流资产债务负担较重、盈利能力一般以及投资物业受限比例仍处于很高水平等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持中国物流资产主体长期信用等级为 AA⁻_{pi}，评级展望为稳定。

附件 1-2 中国物流资产控股有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	28.64	13.25	13.33
资产总额 (亿元)	215.85	229.62	237.85
权益总额 (亿元)	114.14	117.39	115.85
短期债务 (亿元)	19.94	21.40	8.90
长期债务 (亿元)	56.73	52.44	62.11
全部债务 (亿元)	113.47	104.87	124.22
收入 (亿元)	5.82	7.13	7.99
税前利润 (亿元)	8.48	7.15	3.55
EBITDA (亿元)	13.96	12.55	8.61
经营活动产生的现金净额 (亿元)	2.61	6.18	5.75
财务指标			
流动资产周转次数 (次)	0.21	0.31	0.51
存货周转次数 (次)	—	—	—
总资产周转次数 (次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比 (%)	—	—	—
营业利润率 (%)	—	—	—
总资产收益率 (%)	6.43	5.33	0.58
净资产收益率 (%)	4.85	3.60	3.27
长期债务资本化比率 (%)	33.20	35.76	42.92
全部债务资本化比率 (%)	40.18	42.54	45.36
资产负债率 (%)	47.12	48.88	51.29
流动比率 (%)	118.07	57.71	123.04
速动比率 (%)	118.07	57.71	123.04
经营现金流动负债比 (%)	11.39	23.66	43.93
现金短期债务比 (倍)	1.28	0.61	1.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.07	1.89	1.37
全部债务/EBITDA (倍)	5.49	6.93	11.17

资料来源：中国物流资产年度报告

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 * 2 / (2019 年底存货净额 + 2020 年底存货净额 + 2020 年底合同资产净额)
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货 - 合同资产) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 1-4-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期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}。其中：一等为投资级，包括 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi} 级；二等为投机级，包括 BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi} 级；三等为破产级，包括 C_{pi} 级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

信用等级设置	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

注：除 AAA_{pi} 级和 CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级

附件 1-4-2 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 2 场景展示

表1 预测净现金流下降15%情景下“19字培ABN001优先”DSCR水平（单位：万元、倍）

兑付期	调整净现金流	覆盖倍数	兑付期	调整净现金流	覆盖倍数
9	1166.48	3.12	41	1513.90	1.15
10	1271.65	2.87	42	1654.45	1.26
11	1405.44	2.76	43	1835.46	1.75
12	1420.33	2.60	44	1855.70	1.61
13	1207.22	2.17	45	1564.76	1.30
14	1315.30	1.91	46	1710.23	1.32
15	1458.97	1.79	47	1898.94	1.76
16	1458.85	1.64	48	1920.56	1.71
17	1224.27	1.22	49	1619.44	1.47
18	1336.98	1.20	50	1770.00	1.39
19	1486.79	1.33	51	1963.91	1.85
20	1505.34	1.34	52	1985.58	1.86
21	1270.90	1.13	53	1673.92	1.69
22	1388.12	1.25	54	1829.75	1.66
23	1810.54	1.65	55	2163.07	2.30
24	1696.50	1.67	56	2119.17	2.37
25	1319.35	1.15	57	1720.25	2.27
26	1441.26	1.11	58	1873.34	2.31
27	1604.65	1.25	59	2079.01	2.55
28	1625.38	1.30	60	2102.00	2.77
29	1371.81	1.10	61	1771.43	2.75
30	1498.59	1.22	62	1936.72	2.89
31	1667.08	1.43	63	2149.55	3.23
32	1687.93	1.37	64	2173.32	3.55
33	1424.20	1.12	65	1831.19	3.62
34	1556.07	1.23	66	2002.26	3.87
35	1725.91	1.49	67	2223.98	4.30
36	1739.22	1.38	68	2249.31	4.75
37	1464.80	1.08	69	1927.37	4.94
38	1600.59	1.19	70	2135.43	5.37
39	1775.46	1.73	71	2372.57	5.32
40	1795.00	1.52	72	2249.31	0.17

注：1.第9期兑付日为2021年9月24日，采用2021年5月28日至2021年8月27日期间的现金流，以此类推；2.覆盖倍数=（当期标的物业净现金流+截至本分配期单一资金信托账户及票据信托账户留存金额）/（当期税费+中介机构费用+“19字培ABN001优先”本金和利息的偿付额）；3.截至2021年6月21日，信托账户余额2083.07万元已纳入第9次覆盖测算
资料来源：联合资信整理

附件 3 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}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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。