

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《上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起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

二零一九年一月十八日



信用等级公告

联合[2019] 153 号

联合资信评估有限公司通过对“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“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月十八日



上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先级资产支持票据	58000.00	89.23	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持票据	7000.00	10.77	NR
合 计	65000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

载体形式：信托型资产支持票据
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
信用提升机制：超额抵押、超额覆盖、优先/次级结构、差额支付机制
委托人/发起机构/资金信托委托人/回购义务人/差额支付承诺人：上海宇培（集团）有限公司
受托人/发行载体管理机构/资金信托受托人：平安信托有限责任公司
差额支付承诺人二：中国物流资产控股有限公司
基础债务人一/借款人一/资产服务机构一：苏州宇臻仓储有限公司
基础债务人二/借款人二/资产服务机构二：沈阳宇航物流有限公司
财产信托资金保管机构/单一资金信托保管银行：上海银行股份有限公司市北分行
监管银行：上海银行股份有限公司市北分行
主承销商：上海银行股份有限公司

评级时间

2019 年 1 月 18 日

分析师

屈晓灿 刘畅 崔健

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”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的综合分析与考量，对质押财产进行了现金流分析和压力测试，对抵押物价值进行了分析和压力测试，在受托人平安信托有限责任公司在约定时间内成为本交易抵押物的第一受偿主体的前提下，确定“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{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很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易抵押物涉及两处标的物业，分别为苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园，目前已达到满租状态，历史出租率为 100%。世联评估于评估基准日给予抵押物的评估价值为 133107.17 万元人民币，优先级票据对抵押物评估价值抵押率为 43.57%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。
2. 本交易中，在一般情景下，除最后一个支付日外，标的物业租金收入对优先级票据期间本息的覆盖倍数均在 1.50 倍以上，对优先级票据期间本息的兑付具有较好的保障作用。
3. 本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人为上海宇培（集团）有限公司和中国物流资产控股有限公司（以下简称“中国

物流资产”), 差额支付承诺人不可撤销及无条件地承诺在信托利益分配过程中信托财产预期可供分配的资金不足以支付优先级资产支持票据的预期收益和/或本金时履行差额支付义务。联合资信给予中国物流资产控股有限公司的主体长期信用等级为 AA^-_{pi} ¹, 评级展望为稳定, 公司主体信用风险较低, 能够为优先级资产支持票据的偿付提供一定的信用支持。

关注及风险缓释

1. 本交易差额支付承诺人之一中国物流资产是外国企业法人, 目前中国法律及外汇管理制度并未明确境外主体履行付款义务时如何使用境外合法取得资金付款并办理结汇, 因此, 在中国物流资产履约过程中可能面临操作风险。

风险缓释: 根据境外律师事务所 Ogier 出具的法律意见书, 中国物流资产拥有执行和交付《差额支付承诺函》、履行其义务和行使其权利的所有必要权力, 《差额支付承诺函》构成中国物流资产的合法性、有效和有约束力的义务, 根据其条款可对公司强制执行。此外, 除中国物流资产外, 另一差额支付承诺人上海宇培(集团)有限公司(以下简称“宇培集团”)为境内企业法人, 有义务履行差额支付义务, 且为中国物流资产的子公司。中国物流资产可通过其内部资金调拨和管理, 在境外资金无法办理结汇时, 通过境内的其他主体进行付款。因此, 中国物流资产履行差额支付义务虽在实操层面或存在风险, 预计不会对资产支持票据产生重大影响。

2. 本交易标的物业苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园尚处于被抵押状态, 抵押权人分别为中国银行股份有限公司苏州高新技术产业开发区支行和招商银行股份有限公司

上海长乐支行, 抵押物存在一定的物权风险。

风险缓释: 作为信托贷款放款条件, 借款人已分别取得并向受托人交付抵押权人出具的《同意提前还款的函》; 借款人已办理完成将受托人登记为标的物业第二顺位抵押权人的抵押登记手续; 应收账款出质人已办理完成将受托人登记为质押财产应收账款质权人的质押登记手续; 借款人授权受托人将信托贷款优先划付至在抵押权人处开立的受托支付账户, 用于偿还借款人的先前贷款, 剩余信托贷款部分将划付至借款人信托贷款账户上。上述措施有利于缓释本交易面临的物权风险。

3. 根据交易文件约定, 优先级票据各期利息和期间本金的还款来源为标的物业租金收入, 在信托存续期内, 若标的物业运营租金收入发生大幅波动, 或将导致基础资产信托贷款无法按时足额偿付, 进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。

风险缓释: 本交易标的物业共涉及两处标的物业, 历史出租率均为 100%, 标的物业未来租金收入有望保持稳中向好态势, 合资信将对标的物业运营收入保持持续关注。

4. 本交易设置了资产支持票据持有人申请回售资产支持票据的机制, 票据持有人将面临回售行权失败的风险。

风险缓释: 本交易约定, 在回售行权日前的第 10 个工作日, 发行载体管理机构应向宇培集团发布回购通知, 通知宇培集团回购在回售登记期内登记回售的全部优先级资产支持票据。若宇培集团履行回购义务回购失败时, 则进入财产信托加速清偿程序, 同时资金信托进入加速清偿程序。应通知基础债务人于【10】个工作日内清偿信托贷款项下全部未偿本金并结清利息。联合资信将对此保持持续关注。

5. 在本资产支持票据到期之时, 借款人将支出较大规模资金以偿付未偿本金及当期利

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。

息，借款人一次性还款压力较大。

风险缓释：本交易到期时，优先级资产支持票据的本金偿还主要依赖于借款人的再融资能力，并以抵押物处置变现收入作为交易还款保障。本交易优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 43.57%，抵押担保措施对优先级资产支持票据本金的偿付具有较好的保障作用。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构上海宇培（集团）有限公司和受托人平安信托有限责任公司提供，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宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任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，未因上海宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任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、本次信用评级结果的有效期为“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”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。

2. 基础资产

本交易的基础资产系指发起机构为设立财产信托而根据《财产信托合同》信托予其享有的单一资金信托的信托受益权。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65000万元人民币。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。贷款期限为18年，贷款用于借款人所持经营性物业提供物业运营支持，包括归还建造、装修、改造前述物业的银行贷款、关联方贷款，以及补充流动性等用途。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，下同。）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(含该日)(系指底层基础资产的确定

日，即2019年1月1日。从该日起(含该日)基础资产产生的现金流回款应归入信托财产。)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。

3. 资产支持票据

本交易计划发行资产支持票据规模为65000.00万元，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”），其中优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易优先级票据预计发行规模为58000.00万元，预计存续期十八年，每三年或发生评级下调事件启动回售程序，按季还本付息，本金偿还计划详见表2。次级票据不设票面利率，享有最终剩余收益。优先级票据采用固定利率，票面利率根据集中簿记建档结果确定。自信托生效日的第3年、第6年、第9年、第12年、第15年、第18年，发起机构有权对优先级票据的票面利率进行调整，调整结果于票面利率调整公告日公告票面利率最终调整结果。

表2 优先级票据预期本金还款计划 单位：万元

还本日	还本金额	还本日	还本金额	还本日	还本金额	还本日	还本金额
第1个	20	第19个	100	第37个	400	第55个	200
第2个	20	第20个	100	第38个	400	第56个	400
第3个	20	第21个	100	第39个	100	第57个	400
第4个	20	第22个	100	第40个	400	第58个	400
第5个	20	第23个	100	第41个	400	第59个	400
第6个	20	第24个	100	第42个	400	第60个	400
第7个	20	第25个	300	第43个	150	第61个	400
第8个	20	第26个	300	第44个	400	第62个	400
第9个	10	第27个	300	第45个	400	第63个	400
第10个	10	第28个	250	第46个	400	第64个	400
第11个	10	第29个	250	第47个	200	第65个	400
第12个	10	第30个	250	第48个	400	第66个	400

第 13 个	50	第 31 个	200	第 49 个	400	第 67 个	400
第 14 个	50	第 32 个	250	第 50 个	400	第 68 个	400
第 15 个	50	第 33 个	300	第 51 个	200	第 69 个	400
第 16 个	50	第 34 个	300	第 52 个	400	第 70 个	400
第 17 个	100	第 35 个	200	第 53 个	400	第 71 个	550
第 18 个	100	第 36 个	300	第 54 个	400	第 72 个	40600

表3 资产支持票据概况

单位：万元/%

名称	信用评级	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先级资产支持票据	AA ⁺ _{sf}	计划摊还	按季	58000.00	89.23	固定利率	自信托生效日起满十八年之日	预期到期日满三年后第一日
次级资产支持票据	NR	—	—	7000.00	10.77	—	自信托生效日起满十八年之日	预期到期日满三年后第一日

二、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人宇培集团享有的单一资金信托受益权，上述信托受益权来源于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和沈阳宇航发放信托贷款，信托贷款以标的物业的房屋所有权及其土地使用权抵押、标的物业租金收入及其附属权利质押作为担保措施。优先级票据各期利息和期间本金的还款来源主要为苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园产生的租金收入，优先级票据期末本金与利息的最终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。因此上述商业物业租金收入以及抵押物的变现价值对优先级票据利息的偿付、本金的偿还具有重要作用。

1. 标的物业概况

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，标的物业分别为苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园，详情见表 4：

表 4 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

经现场查勘核实标的物业—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，项目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。截至评估基准日（2018 年 5 月 8 日）已全部出租，详情见表 5。

表 5 苏州宇臻物流园地上建筑物详情

单位：平方米/层

楼栋号	实际用途	建筑面积	建筑结构	总楼层
1 幢	仓库	6319.84	钢	1
2 幢	仓库	21563.48	钢	1
3 幢	仓库	11618.63	钢	1
4 幢	仓库	32404.37	钢	2
5 幢	仓库	30315.66	钢	2
6 幢	仓库	25314.63	钢	2
7 幢	仓库	33144.52	钢	2
8 幢	仓库	12111.18	钢	1
9 幢	设备用房	648.46	砼	1
10 幢	卫生间	26.15	砼	1

11 幢	卫生间	26.15	砼	1
12 幢	门卫	42.39	砼	1
13 幢	综合类（宿舍）	1772.64	砼	3
14 幢	设备用房	125.97	砼	1
合 计	—	175434.07	—	—

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。截至评估基准日已全部出租，详见表 6。

表 6 沈阳宇航物流园地上建筑物详情

单位：平方米/层

房屋坐落	实际用途	建筑面积	建筑结构	总楼层
宏业街 10 号	门卫	54.54	框架	1
宏业街 10-1 号	门卫	12.72	框架	1

宏业街 10-2 号	宿舍	3010.32	钢混	4
宏业街 10-3 号	仓库	39448.08	排架	1
宏业街 10-4 号	仓库	28975.84	排架	1
宏业街 10-5 号	仓库	12233.04	排架	1
宏业街 10-6 号	辅助用房	886.44	框架	1
合 计	—	84620.98	—	—

2. 标的物业运营收入情况分析

影响标的物业现金流的主要因素包括物业出租情况、空置率、租金增长率以及运营费用支出等方面。

（1）历史出租情况

本交易两处标的物业的收入全部为按可租赁面积收取的固定金额租金。苏州宇臻物流园于 2016 年竣工，沈阳宇航物流园于 2013 年竣工，目前已达到满租状态，历史出租率为 100%。2015 年至 2018 年 4 月历史出租情况见表 7。

表 7 历史出租情况

单位：平方米/%

标的物业	建筑面积	可租赁面积				出租率			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
苏州宇臻物流园	175434.07	—	—	180743.51	180743.51	—	—	100.00	100.00
沈阳宇航物流园	84620.98	85915.36	85915.36	85915.36	85915.36	100.00	100.00	100.00	100.00
合 计	260055.05	85915.36	85915.36	266658.87	266658.87	100.00	100.00	100.00	100.00

注：可租赁面积高于建筑面积系因可租赁面积含卸货平台面积，该区域不计入不动产权证所致。

资料来源：宇培集团提供，联合整理。

近年来，入池标的物业租金总收入呈现稳步增长的态势，2015 年至 2018 年 4 月，本交易两处标的物业历史租金收入情况详见表 8。

表 8 历史租金收入情况 单位：万元

标的物业	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
苏州宇臻物流园	—	—	2707.00	1875.00
沈阳宇航物流园	2243.00	2316.00	2363.00	767.00
合 计	2668.60	3075.13	3394.90	1923.97

从承租人分布来看，截至评估基准日，承租人集中度很高，苏州宇臻物流园单户租赁面积占比最大的承租人占 34.72%，沈阳宇航物流

园单户租赁面积占比最大的承租人占 84.60%。从行业来看，承租人均均为电子商务平台、零售商或第三方物流。承租人情况详见表 9 和表 10。

表 9 苏州宇臻物流园承租人情况 单位：平方米/%

承租人	租赁面积	租赁面积占比	租赁期限
承租人 1	62799.61	34.72	2017/9/1-2018/8/31
			2017/9/1-2020/8/31
承租人 2	37644.71	20.81	2017/6/16-2020/7/31
			2017/6/16-2020/5/31
			2017/6/16-2020/5/31
			2017/10/1-2020/7/31
			2017/4/15-2018/5/31

承租人 3	25719.48	14.22	2017/3/1-2020/8/31
			2017/9/1-2020/8/31
承租人 4	16773.46	9.27	2017/4/1-2020/3/31
承租人 5	12452.80	6.88	2017/8/1-2020/7/31
			2017/8/5-2018/7/31
承租人 6	5680.61	3.14	2017/4/1-2020/3/31
			2017/4/12-2018/3/31
承租人 7	5294.25	2.95	2017/5/25-2022/5/24
			2017/8/28-2018/8/27
承租人 8	4645.16	2.57	2017/7/1-2019/7/31
承租人 9	4584.75	2.53	2017/6/16-2019/6/30
			2017/7/1-2019/6/30
承租人 10	4496.65	2.49	2017/6/1-2019/5/31
承租人 11	549.98	0.30	2017/6/20-2018/6/19
承租人 12	200.90	0.11	2017/5/10-2018/3/31
承租人 13	30.00	0.02	2017/9/20-2018/9/19
合 计	180872.36	100.00	—

注：1. 实际租赁面积合计高于可租赁面积系实际租赁面积包含雨蓬面积所致；

2. 除表中列示承租人外，另有一户承租人租赁屋顶，租赁面积为 103500.29 平方米，租赁期限为 2017/12/1-2037/11/30。

表 10 沈阳宇航物流园承租人情况 单位：平方米/%

承租人	租赁面积	租赁面积占比	租赁期限
承租人 1	72030.20	84.60	2017/12/16-2020/12/15
			2017/12/1-2020/12/15
			2015/5/16-2018/5/15
			2017/6/1-2018/5/15
			2017/12/1-018/11/30
			2017/3/20-018/11/30
承租人 2	12662.50	14.87	2017/6/20-2020/10/19
			2017/3/1-2018/10/19
承租人 3	450.00	0.53	2017/7/1-2019/6/30
合 计	85142.70	100.00	—

(2) 历史运营支出情况

标的物业的运营支出费用主要包括水电供暖费用、物业管理费、营业费、管理费和税费等。历史运营支出情况见表 11 和表 12。

表 11 苏州宇臻历史运营支出情况 单位：万元

运营支出类别	2017 年
水费结算	14.60
物业管理费	102.33
电费结算	65.22
营业费用	52.60
管理费用	164.60
税金及附加	673.31
合 计	1072.65

资料来源：苏州宇臻提供的科目余额表。

表 12 沈阳宇航历史运营支出情况 单位：万元

运营支出类别	2015 年	2016 年	2017 年
水电费结算	179.36	159.04	109.78
供暖费结算	-68.19	3.75	5.14
营业费用	143.80	203.76	59.64
管理费用	19.67	34.42	138.69
税金及附加	461.26	543.48	467.44
物业管理费	—	—	86.55
合 计	735.90	944.45	867.24

资料来源：沈阳宇航提供的科目余额表。

(3) 未来现金流预测情况

根据深圳市世联土地房地产评估有限公司（以下简称“世联评估”）出具的现金流预测报告，假设未来标的物业现金流入递增情况及空置情况如表 13 所示。

表 13 标的物业现金流入递增情况及空置情况

租金递增	配套设施递增	物业管理费递增	空置率
4%/年（第 1-10 年）	1%/两年	2%/五年	5%
3.5%（第 11-18 年）			

世联评估对本交易中标的物业的运营费用做出了估计，运营费用是指维护预测对象正常使用或营业的必要支出，本交易运营费用包含管理费用及销售费用。世联评估对管理费用的预测结合项目自身经营成本支出数据，将管理费用分为其他管理费用以及经营管理费；销售费用包含物业的维护维修费以及其他销售费用。标的物业运营费用及税金具体预测标准详见表 14。

表 14 标的物业运营费用及税金预测标准

运营费用类别	苏州宇臻物流园	沈阳宇航物流园
经营管理费	(不含增值税年租金收入+物业服务费)*5%	
其他管理费用	营业收入*0.5%	营业收入*0.9%
维护维修费	营业收入*1%	
其他销售费用	营业收入*2%	
增值税	不含增值税租金收入*5%+不含增值税物业管理费收入*6%+不含增值税水电费收入*16%	
教育费附加及地方教育附加	增值税*(2%+3%)	
城市维护建设税	增值税*7%	
印花税	(租金收入+物业管理费收入+水电费收入)*0.5%	
房产税	不含增值税租金收入*12%	
城镇土地使用税	94.48 万元/年	155.51 万元/年

资料来源：世联评估提供的《江苏省苏州市文昌路 7 号物业现金流预测报告》、《辽宁省沈阳市沈北新区宏业街 10 号等 7 套物业现金流预测报告》，联合整理。

在上述前提下，世联评估预测本交易涉及标的物业在 2018 年至 2037 年期间的现金流详情如表 15 所示。

表 15 未来现金流预测情况 单位：年/万元

年份	收入合计	支出合计	净收入合计
2018（二三四季度）	6367.32	1911.19	4456.13
2019	8777.84	2626.82	6151.02
2020	8776.41	2626.92	6149.49
2021	8698.77	2608.06	6090.71
2022	9003.75	2692.94	6310.81
2023	9329.25	2783.4	6545.85
2024	9676.42	2879.83	6796.59
2025	10697.99	3161.00	7536.99
2026	10424.28	3086.32	7337.96
2027	10814.49	3194.57	7619.92

表 16 评估结果汇总

评估对象	建筑面积（平方米）	评估单价（万元/平方米）	评估总值（万元）
苏州市文昌路 7 号	175434.07	0.54	94734.40
沈北新区宏业街 10 号	54.54	0.37	20.18
沈北新区宏业街 10-1 号	12.72	0.37	4.71
沈北新区宏业街 10-2 号	3010.32	0.43	1294.44
沈北新区宏业街 10-3 号	39448.08	0.45	17751.64
沈北新区宏业街 10-4 号	28975.84	0.46	13328.89

2028	11169.89	3293.33	7876.56
2029	11537.41	3395.40	8142.01
2030	11918.02	3501.07	8416.95
2031	12323.54	3612.41	8711.13
2032	12731.24	3725.65	9005.59
2033	13483.32	3933.24	9550.08
2034	13589.74	3964.01	9625.73
2035	14041.43	4089.54	9951.89
2036	14719.00	4274.64	10444.36
2037（一季度）	4103.63	1184.98	2918.65

总体来看，参考标的物业历史收入表现，联合资信认为世联评估对目标项目未来 20 年租金收入的预测较为合理。但考虑到近年及未来一段时间国内宏观经济处于转型期，增速放缓，未来不确定因素较多，质押财产实际租金收入可能会出现波动，或将偏离预测值。

3. 抵押物价值分析

根据世联评估出具的评估报告，本交易抵押对象为收益性房地产，有稳定的租金收入，在市场上有可供参照的租赁案例，且抵押对象作为已建成房地产，其建筑成本可以通过市场情况及房屋管理部门公布的数据得出土地取得及建筑物建造成本。故本交易采用以收益法评估结果为主，成本法评估结果为辅，取两者的加权平均值确定估价对象的最终市场价值，分别赋予成本法测算结果和收益法测算结果权重为 40%、60%。根据以上评估方法，世联评估最终确定本交易抵押物在评估基准日总价为 133107.17 万元。评估详情如表 16 所示。

沈北新区宏业街 10-5 号	12233.04	0.46	5627.20
沈北新区宏业街 10-6 号	886.44	0.39	345.71
合 计	260055.05	—	133107.17

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

本交易设置了收款账户、监管账户、资金信托账户和信托账户。收款账户系指应收账款出质人开立的用于接收底层基础资产的人民币资金账户；监管账户系指资产服务机构在监管银行开立的，用于接收信托贷款以及其收取后按《服务合同》及《监管协议》约定应定期归集底层基础资产回收款的人民币资金账户；资金信托账户系指单一资金受托人在资金信托资金保管机构为资金信托而开立的人民币银行结算账户；信托账户系指财产信托受托人在财产信托资金保管机构为财产信托而开立的人民币银行结算账户，与发行收入缴款账户为同一账户。

基础债务人应在每个租金划转日²将其自上一个租金划转日（含该日，如无，则为基准日）至该租金划转日（不含该日）收到的全部底层基础资产回收款³划付至收入监管账户，并向受托人和资产服务机构提供当期收取的底层基础资产回收款明细。资产服务机构应在每个监管账户划款日（每个支付日前的第 17 个工作日）指令监管银行将收入监管账户内的全部资金划转至资金信托账户。受托人和资金保管机构于信托贷款还款核算日（每个支付日前第 16 个工作日）核算资金信托账户，如果资金信托账户内的资金不少于基础债务人依据《信托贷款合同》应还的当期信托贷款利息及本金，则基础债务人已经履行了信托贷款的当期还本付

息义务；如果资金信托账户中的资金少于基础债务人依据《信托贷款合同》应还的当期信托贷款利息及本金，则受托人应通知基础债务人在信托贷款还款日（每个支付日前第 15 个工作日，以及《信托贷款合同》约定的信托贷款到期日（包括信托贷款提前到期日））中午 12:00 前向资金信托账户划入现金流补足款以补足差额款项。基础债务人向资金信托账户划入相应款项，使得截至信托贷款还款日中午 12:00，资金信托账户中的资金不少于基础债务人依据《信托贷款合同》应还的当期信托贷款利息和/或本金。受托人于资金信托信托利益分配日（每个支付日前第 12 个工作日）支付当期应支付的资金信托的信托费用（如有）、税费后，指示资金信托资金保管机构就资金信托账户内还款保证金以外的剩余资金向资金信托的信托受益人分配当期信托利益，受托人以财产信托账户接收资金信托向财产信托分配的信托利益，即基础资产产生的回收款。

2. 现金流支付机制

（1）触发事件定义

“违约事件”系指以下任一事件：(a)财产信托受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级资产支持票据应付未付本息的；(b)交易文件的相关方（委托人、发行载体管理机构、资产服务机构、资金保管机构、差额支付承诺人）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，且资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件的；(c)财产信托

² 租金划转日指基础债务人向监管账户划付底层基础资产回收款的日期，即信托贷款存续期间每个支付日前的第 18 个工作日。支付日：资产支持票据的支付日，为信托生效日每满三个自然月的对应日。

³ 底层基础资产回收款：系指应收账款出质人/借款人基于基础合同及其补充协议合法享有的标的物业产生的租金及物业管理费回收款扣除相应标的物业必要的运营成本后的净租金及净物业管理费收入回收款。

受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级资产支持票据应付未付本金和/或利息的。

“信托贷款加速清偿事件”系指以下任一事件：(a)基础债务人未能按期足额偿还信托贷款到期本息（包括基础债务人应当提前偿还全部信托贷款未偿本金的情况下未能按期足额偿还的情况）；(b)基础债务人未遵守交易文件项下承诺事项，或所提供的信托贷款申请资料及手续有虚假成份；(c)标的物业全部或部分所有权发生变更，导致基础债务人享有的底层基础资产受到重大影响；(d)基础债务人被迫或主动停业；(e)基础债务人严重违反基础合同项下义务或发生影响其收取并转付底层基础资产回收款的事件；(f)基础债务人出现可能影响信托贷款安全的重大不利变化或受到重大不利影响；(g)基础债务人发生重大违法经营行为受到行政制裁；(h)基础债务人出现清算、改组、撤销、被宣告破产、被解散等可能影响信托贷款安全的情形；(i)基础债务人被其他债权人因重大债务纠纷起诉（仲裁）或被法院（仲裁机构）作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决；(j)《抵押合同》、《应收账款质押合同》项下的抵押物或担保权利价值较资金信托成立生效日的评估价值出现严重贬损，贬损比率达到 35%，可能影响信托贷款安全的；(k)发生《信托贷款合同》、《抵押合同》、《应收账款质押合同》项下的基础债务人、抵押人、出质人违约的情形；(l)资金信托依据《资金信托合同》需要提前终止的；(m)基础债务人实际控制人发生变化；(n)信托贷款放款日后 30 个工作日内，标的物业上的原抵押权或其他权利负担（如有）未能解除或注销（不含以受托人为权利人的抵质押权利）；(o)信托存续期间内，底层基础资产存在其他质权人导致受托人不再作为唯一的底层基础资产质权人；(p)底层基础资产最近四个信托贷款计息期间累计产生的现金流低于评估机构出具的《现金流预测报告》中

的累计预测值的 70%（含）；(q)发生评级下调事件⁴，受托人根据发起机构的申请，宣布信托贷款提前到期的情形；(r)基础债务人发生除上述情形外《信托贷款合同》约定的违约事件的其他情形；(s)其他可能影响底层基础资产回收和信托贷款安全的重大事项。

发生上述信托贷款加速清偿事件情形的任一种情形，且未导致信托贷款提前到期的情况下，资产服务机构应将底层基础资产产生的现金流自信托贷款加速清偿事件发生之日起于信托生效日在每个自然月的对应日前第【18】个工作日直接划付至资金信托账户。

“财产信托加速清偿”是指发生信托贷款加速清偿事件的，财产信托受托人和主承销商应召集资产支持票据持有人会议表决决定是否要求基础债务人提前偿还全部剩余信托贷款本息且资金信托和财产信托是否进入加速清偿程序。其中，基础债务人未能按期足额偿还信托贷款到期本息（包括基础债务人应当提前偿还全部信托贷款未偿本金的情况下未能按期足额偿还的情况）而影响资产支持票据按照约定足额支付的，财产信托受托人应宣布资金信托和财产信托进入加速清偿程序。若发生“违约事件”，财产信托受托人宣布财产信托进入加速清偿程序并宣布资金信托提前终止，信托贷款提前到期，基础债务人应履行信托贷款加速清偿义务。特别的，若回购义务人履行《信托合同》约定的回购义务回购失败时，亦进入财产信托加速清偿程序。

在进入加速清偿程序后，基础债务人未能按期将信托贷款项下全部未偿本息划入资金信托账户的，在资金信托受托人宣布资金信托终止后，资金信托受托人有权根据《资金信托合同》的约定将资金信托的信托财产向财产信托进行原状分配。届时，财产信托受托人有权行使《抵押合同》、《应收账款质押合同》项下的担保权利，并将所得款项划至资金信托账户，

⁴ 系指评级机构对优先级资产支持票据的跟踪评级下调至 AA_{sf} 及以下级别。

用以清偿基础债务人全部未偿信托贷款本息。资金信托受托人行使《抵押合同》、《应收账款质押合同》项下的担保权利，具体实现担保权利的方式由资产支持票据持有人大会决议确定，并将所得款项划至资金信托账户，用以清偿基础债务人全部未偿信托贷款本息。且已足额清偿基础债务人全部未偿信托贷款本息的，多余部分应按比例返还给抵押人及出质人。

（2）分配机制

在正常情况下，受托人、财产信托资金保管机构应于每一个财产信托信托利益核算日核算财产信托账户资金及该信托利益核算日后第一个支付日应支付的资产支持票据当期应付本息和费用支出等有关的每笔资金数额，按照以下顺序进行分配：(a)支付税收（如有）；(b)同顺序支付各参与机构报酬及受托人垫付费用和受托人可报销的费用支出；(c)支付应支付的优先级票据利息；(d)支付应支付的优先级票据本金；(e)同顺序支付执行费用、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；(f)如该支付日非优先级票据预期到期日，剩余资金留存于财产信托账户并可进行合格投资；(g)如该支付日为优先级票据预期到期日，则支付次级票据应付未付本金，如仍有剩余，则作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

财产信托进入加速清偿程序，且资金信托受托人将资金信托的信托财产以原状分配的形式向财产信托进行分配的，财产信托受托人应于收到任何一笔基础债务人还款、处置抵押物或担保权利的处置价款后【5】个工作日内以届时财产信托账户内的资金为限按照如下分配顺序分配财产信托的信托利益：(a)基础资产处置及清算费用；(b)税费（如有）；(c)同顺序支付各参与机构报酬及受托人垫付费用和受托人可报销的费用支出；(d)优先级票据本金直至清偿完毕；(e)优先级票据利息；(f)同顺序支付执行费用、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；(g)次级票据本金直至清偿完毕；

(h)剩余资金作为次级票据的收益。

3. 回售和回购安排

票据持有人有权选择退出财产信托，在财产信托生效日起第3n个年度的对应日（ $n=1,2,3,4,5$ ），或发生评级下调事件的情形下，发行载体管理机构向资产支持票据持有人公告启动临时回售程序，优先级票据持有人可以向发行载体管理机构申请回售票据。

宇培集团有权选择回购全部剩余优先级票据或回购进行回售登记部分的优先级票据，并于回购公告日向受托人发布回购公告。如宇培集团未在回购公告日发出回购公告的，则受托人应于回购通知日向宇培集团发回购通知，通知宇培集团回购在回售登记期内登记回售的全部优先级票据。

宇培集团应于回售行权日前的【5】个工作日根据受托人的指令将回购金额划转至受托人指定账户，受托人应协助相应的优先级票据持有人及宇培集团办理票据的过户手续（如宇培集团决定全部回购剩余优先级资产支持票据，则根据上清所、交易商协会的规则指引办理相应资产支持票据的注销手续），并应于回售行权日完成相应转让过户和资金交收清算，宇培集团自回售行权日起成为相应优先级资产支持票据的资产支持票据持有人。特别地，若宇培集团决定回购全部剩余优先级票据的，财产信托受托人应宣布财产信托于回售行权日后的1个工作日提前终止。

若宇培集团履行回购义务回购失败，则进入财产信托加速清偿程序，同时资金信托进入加速清偿程序。受托人应通知基础债务人于【10】个工作日内清偿信托贷款项下全部未偿本金并结清利息。

4. 结构化安排

（1）超额抵押

世联评估于评估基准日给予抵押物的评估价值为 133107.17 万元人民币，优先级票据对

抵押物评估价值抵押率为 43.57%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

（2）超额覆盖

本交易中，在一般情景下，物业资产运营净收入对优先级票据期间本息的覆盖倍数均在 1.5 倍以上，形成超额覆盖，对优先级期间本息的兑付具有较好的保障作用。

（3）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级和次级资产支持票据。资产池回收的资金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，劣后受偿的资产支持票据为优先受偿的资产支持票据提供信用损失保护。

（4）触发机制

本交易设置了“财产信托加速清偿”、“违约事件”等作为触发机制，上述事件触发后，受托人有权宣布进入加速清偿程序，本交易触发机制的设置在一定程度上缓释了事件风险的影响。

5. 信托贷款担保机制

（1）应收账款质押

本交易信托贷款质押物为应收账款出质人基于基础合同及其补充协议合法享有的标的物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））。在信托存续期间内，出质人应确保贷款人为该质物的唯一质权人；如该质物存在其他质权人导致贷款人不再作为该质物唯一质权人时，平安信托有权宣布《信托贷款合同》提前到期。应收账款质押担保措施对优先级票据的偿付具有较好的保障作用。

（2）不动产抵押

本交易的抵押物为苏州宇臻、沈阳宇航合法持有的目标项目的房屋所有权及其土地使用权，抵押物评估价值对票据保障程度较高。在信托贷款发放日起 30 个工作日内，抵押人办理完毕解除在先顺位的抵押登记注销手续，确保

贷款人成为该抵押物的第一顺序抵押权人。如在规定期限未完成将平安信托登记为第一顺序抵押权人手续的，平安信托有权宣布《信托贷款合同》提前到期。抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

（3）差额支付

本交易设置了差额支付安排，“差额支付启动事件”系指以下任一事件：(a)截至任何一个支付日的前一个财产信托信托利益核算日，信托财产预期可供分配的资金不足以按照合同约定的顺序支付该支付日应付的优先级资产支持票据的预期收益和/或应付本金；或(b)截至优先级资产支持票据预期到期日的前一个财产信托信托利益核算日，信托财产预期可供分配的资金不足以根据合同约定的顺序支付完毕该预期到期日届至的优先级资产支持票据的预期收益和/或应付本金余额。(c)在信托终止日后，财产信托受托人根据持有人大会审议通过的清算方案确认信托项下信托财产不足以支付所有优先级资产支持票据尚未获得支付的预期收益和本金。

若发生差额支付启动事件，受托人应于差额支付启动日优先向差额支付承诺人一发出《差额支付通知书》。差额支付承诺人一不可撤销及无条件地承诺于差额支付划款日一补足差额款项。若差额支付承诺人一未足额支付差额款项，则受托人应于差额支付划款日一向差额支付承诺人二发出《差额支付通知书》。差额支付承诺人二不可撤销及无条件地承诺于差额支付划款日二补足差额款项。

6. 交易结构风险分析

（1）差额支付承诺人履约风险

本交易差额支付承诺人之一中国物流资产是外国企业法人，目前中国法律及外汇管理制度并未明确境外主体履行付款义务时如何使用境外合法取得资金付款并办理结汇，因此，在中国物流资产履约过程中可能面临操作风险。

根据境外律师事务所 Ogier 出具的法律意

见书，中国物流资产拥有执行和交付《差额支付承诺函》、履行其义务和行使其权利的所有必要权力，《差额支付承诺函》构成中国物流资产的合法性、有效和有约束力的义务，根据其条款可对公司强制执行。此外，除中国物流资产外，另一差额支付承诺人上海宇培（集团）有限公司（以下简称“宇培集团”）为境内企业法人，有义务履行差额支付义务，且为中国物流资产的子公司。中国物流资产可通过其内部资金调拨和管理，在境外资金无法办理结汇时，通过境内的其他主体进行付款。因此，中国物流资产履行差额支付义务虽在实操层面或存在风险，预计不会对资产支持票据产生重大影响。

（2）物权风险

本交易基础资产信托贷款的抵押物为苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园，目前尚处于被抵押状态，抵押权人分别为中国银行股份有限公司苏州高新技术产业开发区支行和招商银行股份有限公司上海长乐支行，抵押物存在一定的物权风险。

交易文件做出如下约定以缓释物权风险：

（1）作为信托贷款放款条件，借款人已分别取得并向受托人交付中国银行股份有限公司苏州高新技术产业开发区支行和招商银行股份有限公司上海长乐支行出具的《同意提前还款的函》；

（2）抵押人已根据《抵押合同》办理完成将受托人登记为标的物业第二顺位抵押权人的抵押登记手续；应收账款出质人已根据《应收账款质押协议》办理完成将受托人登记为质押财产应收账款质权人的质押登记手续；（3）借款人/资产服务机构确认并同意：资产服务机构应于贷款发放日起【1】个工作日内向监管银行发出指令，指令监管银行偿还借款人的先前贷款本金，其利息由借款人另行支付，在偿还完毕前述款项且中国银行股份有限公司苏州高新技术产业开发区支行和招商银行股份有限公司上海长乐支行出具贷款结清证明后，借款人作为资产服务机构可向受托人申请提款，在经受托人书面同意后，监管银行将剩余信托贷款划付至

借款人的信托贷款账户。上述措施将有利于缓释本交易面临的物权风险。

（3）物业资产运营收入波动风险

根据交易文件约定，优先级票据各期利息和期间本金的主要还款来源为标的物业产生的租金收入，在信托存续期内，若物业资产运营净收入发生大幅波动，或将导致基础资产信托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。

本交易物业资产共涉及两处物业，其中苏州宇臻物业所在地区经济发达程度较好，未来租金收入有望保持稳中向好态势，因而物业资产运营收入面临的波动风险较小；沈阳宇航物业 2013 年竣工，历史出租率为 100%，历史经营情况良好，但是物业所在地区经济情况短期内或将承压，联合资信将对沈阳宇航物业资产运营收入保持持续关注。

（4）混同风险

若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产所涉及的特定期间的收入与借款人的其他资金发生混同，从而给本交易基础资产造成损失。

本交易设置了监管账户，基础债务人于租金划转日向监管账户划付底层基础资产回收款，划转频率尚可，一定程度上可缓释本交易面临的混同风险。

（5）流动性风险

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

本交易物业资产运营净收入对优先级票据期间应付本息的保障程度较高，另外差额支付承诺人信用水平很高，能够为优先级票据的利息支付提供一定的保障。

（6）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，本交易制定了严格的合格投资标准，即受托机构将信托账户内的资金在闲置期间按《财产信托合同》的约定以活期存

款、定期存款、通知存款、协定存款的方式存放于信用等级高于或等于 AA⁻级的金融机构。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR：偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期应付的税、费、本金和利息之和）和按揭比率（LTV：按揭比率=贷款金额/标的评估价值）两个指标来量化评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了每年本交易可分配资金对票据本息支出的覆盖水平，是评估违约可

能性的关键指标。

（1）一般情景下 DSCR 测算

联合资信对现金流预测评估报告所预测的现金流进行调整，根据本交易偿付安排，测算在一般情景下，优先级票据预期发行利率为 6.5% 情形下，优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度。本交易中 18 年期现金流收入对票据利息及本金偿付能力情况详见表 17。

表17 一般情景下优先级票据DSCR水平

单位：万元/倍

分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR
1	1522.10	1.5130	25	2309.57	1.9883	49	2259.49	1.8207
2	1606.36	1.5962	26	1839.03	1.9351	50	2259.49	1.8171
3	1482.75	1.5416	27	1408.75	1.5384	51	1728.10	1.6524
4	1539.79	1.5293	28	1839.03	1.5356	52	2259.49	1.8042
5	1536.31	1.5457	29	1912.21	1.6379	53	2335.98	1.9048
6	1613.13	1.6379	30	1912.21	1.7302	54	2335.98	1.9155
7	1502.95	1.6045	31	1464.73	1.5054	55	1785.99	1.7482
8	1497.17	1.5523	32	1912.21	1.5815	56	2335.98	1.9020
9	1609.70	1.6784	33	1985.80	1.6975	57	2649.20	2.2195
10	1610.22	1.7835	34	1985.80	1.8068	58	2415.11	2.0200
11	1253.39	1.5182	35	1520.40	1.6680	59	1828.18	1.5268
12	1617.39	1.5997	36	1985.80	1.7488	60	2391.80	1.9924
13	1671.50	1.7208	37	2052.82	1.5556	61	2472.94	2.1199
14	1670.72	1.8241	38	2042.80	1.5561	62	2472.94	2.1169
15	1295.03	1.5536	39	1563.53	1.5391	63	1889.59	1.6154
16	1673.60	1.6323	40	2042.80	1.5427	64	2472.94	2.1086
17	1737.86	1.7435	41	2111.76	1.6402	65	2556.85	2.2439
18	1705.52	1.8102	42	2111.76	1.6364	66	2556.85	2.2412
19	1307.72	1.5016	43	1615.71	1.5485	67	1953.08	1.7102
20	1705.52	1.5469	44	2111.76	1.6234	68	2556.85	2.2328
21	1770.98	1.6858	45	2183.17	1.7263	69	2646.25	2.3621
22	1770.98	1.8267	46	2183.17	1.7225	70	2646.25	2.3766

23	1357.27	1.5709	47	1669.76	1.5605	71	2078.12	1.6436
24	1770.98	1.6851	48	2183.17	1.7102	72	2729.34	0.0661

注：本交易优先级票据的到期本息偿付将依赖于发起机构的再融资能力或抵押物处置变现价值，故联合资信对于本交易 DSCR 测算不考虑最后一个分配期，下同。

测试结果表明，在一般情景下，除最后一个支付日外，优先级票据各期 DSCR 均在 1.5 倍以上，表明标的物业租金收入对优先级票据期间本息支出的保障程度较好。

（2）压力情景下 DSCR 测算

联合资信测算了组合压力情景下本交易优先级票据各期的 DSCR 水平。

本交易净现金流会受到标的物业租金收入的增长率和收缴率、物业空置率、租金价格水

平等影响因素，联合资信综合考虑了上述因素，对净现金流进行加压调整；同时，联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响各档优先级票据各期的 DSCR 水平。联合资信对优先级票据预期发行利率进行了组合压力测算，即每个支付日回收款为预测水平的 85%，优先级票据预期发行利率上升 180bp 情形下，本交易的 DSCR 水平，详见表 19。

表18 组合压力情景下优先级票据DSCR水平

单位：万元/倍

分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR
1	1293.79	1.0196	25	1963.14	1.7070	49	1920.56	1.3082
2	1365.40	1.0834	26	1563.17	1.7247	50	1920.56	1.3054
3	1260.34	1.0546	27	1197.44	1.5000	51	1468.88	1.1528
4	1308.82	1.0562	28	1563.17	1.5638	52	1920.56	1.2978
5	1305.86	1.0759	29	1625.38	1.7017	53	1985.58	1.3698
6	1371.16	1.1459	30	1625.38	1.8134	54	1985.58	1.3781
7	1277.51	1.1309	31	1245.02	1.7176	55	1518.09	1.2209
8	1272.59	1.1055	32	1625.38	1.7958	56	1985.58	1.3703
9	1368.24	1.1986	33	1687.93	1.9327	57	2251.82	1.5995
10	1368.68	1.2742	34	1687.93	2.0650	58	2052.84	1.4555
11	1065.38	1.1013	35	1292.34	2.0651	59	1553.96	1.1000
12	1374.78	1.1635	36	1687.93	2.1172	60	2033.03	1.4379
13	1420.78	1.2599	37	1744.89	1.1128	61	2102.00	1.5304
14	1420.11	1.3428	38	1736.38	1.1136	62	2102.00	1.5281
15	1100.77	1.1728	39	1329.00	1.0521	63	1606.15	1.1660
16	1422.56	1.2414	40	1736.38	1.1052	64	2102.00	1.5246
17	1477.18	1.3407	41	1795.00	1.1753	65	2173.32	1.6230
18	1449.69	1.4087	42	1795.00	1.1724	66	2173.32	1.6209
19	1111.56	1.2202	43	1373.35	1.0690	67	1660.12	1.2367
20	1449.69	1.2754	44	1795.00	1.1645	68	2173.32	1.6176
21	1505.34	1.3989	45	1855.70	1.2386	69	2249.31	1.7109
22	1505.34	1.5195	46	1855.70	1.2357	70	2249.31	1.7223
23	1153.68	1.3661	47	1419.29	1.0876	71	1766.41	1.2122
24	1505.34	1.4682	48	1855.70	1.2285	72	2319.94	0.0559

测试结果表明，在组合压力情景下，除最后一个支付日外，优先级票据各期 DSCR 均在 1.0 倍以上，测试结果表明在压力情景下，本交易优先级票据的本息可以正常兑付。

2. 按揭比率

(1) 评估价值

世联评估提供的抵押物评估报告显示，抵押物涉及的区域租赁市场较发达，收益情况具有可预测性和持续性，评估报告表明抵押物价值为 133107.17 万元。在抵押物价值评估成立

的情形下，本交易优先级票据 LTV 为 43.57%，处于较低水平，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

(2) 压力测试

联合评级根据世联评估提供的评估报告对抵押物物业价值进行了压力测试。

考虑到物业处置时，需缴纳增值税及相关附加税费、土地增值税及中介费用或拍卖费用，根据委托人提供的抵押物土地成本、开发成本等数据，在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对优先级票据本金覆盖水平如下表所示。

表19 抵押物处置净现金流对优先级票据本金覆盖倍数

单位：倍

下跌比例	10.0%	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	53.5%
优先级本金覆盖倍数	1.76	1.61	1.46	1.29	1.08	1.00

联合资信经过测算，在未来物业的处置价格较评估基准日时点的价值下跌不超过 53.5% 时，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流可覆盖本交易优先级票据本金。

总体来看，在抵/质押物的第一受偿主体为

平安信托的前提下，考虑到差额支付承诺人的信用水平后，本交易优先级票据的 DSCR 和 LTV 两个指标均能够达到联合资信 AA⁺_{sf} 级信用水平的参量要求。

五、主要参与方履约能力

1. 委托人/发起机构/资金信托委托人/回购义务人/差额支付承诺人一

本交易的委托人/发起机构/资金信托委托人/回购义务人/差额支付承诺人一是上海宇培（集团）有限公司。宇培集团是中国物流资产控股有限公司的子公司，成立时间为 2000 年 6 月 12 日，截至 2018 年 9 月末，宇培集团注册资本 3.40 亿元。

公司主营与运输业务相关的仓储设施建设、经营，企业管理咨询服务，物业管理，自有房屋租赁。公司下设项目工程管理部、投资部、规划设计部、成本合约部、资产管理部和财务部等 18 个职能部门，整体管理运作情况良好。公司定位于物流仓储地产开发，有一定的仓储物流设施开发经验，内部管理机制运行良好。

作为中国物流资产境内子公司，可获得一定股东支持。

宇培集团最主要的运作模式分为三种：一是自建仓储园区，通过租赁仓库及综合管理实现盈利。优势在于能灵活根据客户需求提供不同面积、不同位置的仓储设施，降低客户运营成本。合作伙伴包括可口可乐、京东商城、苏宁云商、聚美优品、顺丰速递等一批国内外知名企业。二是为客户量身定制仓储，通过收购或改建仓库，并经专业的规划、设计后回租给客户。优势在于为客户定制仓储解决方案，帮助客户削减固定资产投入，提高资产回报率、减少负债。目前成熟案例有：康师傅食品旗下顶通物流(中国)有限公司定建宇培上海西北(嘉定)物流园；博世、西门子家电集团定建宇培安徽滁州物流园区；为京东商城和美特斯邦威服

饰在沈阳定建东北地区运营中心宇培沈阳沈北物流园区。三是收购回租项目，即收购现有的物流园区并将其回租给原有业主以满足其财务及营运资本需求。

截至 2017 年底，宇培集团（合并）资产总额 49.60 亿元，所有者权益 9.26 亿元（含少数股东权益 4.89 亿元）。2017 年全年，公司实现营业收入 2.36 亿元，利润总额-0.53 亿元。公司资产结构以非流动资产为主，其中主要为仓库及建筑物等流动资产；公司其他应收款规模较大，对其资金占用较大，公司整体资产质量尚可。公司所有者权益稳定性较弱。公司负债以长期借款和关联方借款为主，近年来债务规模快速增长，债务负担重。公司期间费用控制能力弱，整体盈利能力弱，处于亏损状态。公司短期偿债能力较弱。考虑到流动负债中其他应付款占比大且主要为关联方往来款，公司实际短期偿债压力低于指标值；长期偿债能力弱。

截至 2018 年 9 月底，宇培集团（合并）资产总额 57.87 亿元，所有者权益 8.76 亿元（含少数股东权益 4.82 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 2.68 亿元，利润总额 0.11 亿元。

总体来看，宇培集团作为本交易的委托人/发起机构/资金信托委托人/回购义务人/差额支付承诺人一，资产规模较小，债务负担较重，盈利能力较弱，联合资信将持续关注其履行本交易中相关义务的能力。

2. 差额支付承诺人二

本交易的差额支付承诺人二为中国物流资产控股有限公司（以下简称“公司”）。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。公司成立于 2013 年 11 月 21 日, 注册地为开曼群岛, 总部位于中国上海, 是中国本土最大的物流基础设施开发商及运营商之一, 业务涵盖物流基础设施设计、开发、租赁、经

营和管理等领域, 並主要服务于生产、零售、电子商务及物流服务等领域的客户。截至 2018 年 10 月底, 公司股本总数 32.45 亿股, 宇培国际投资管理有限公司持股比例 27.35%, 为公司第一大股东。

截至 2017 年底, 中国物流资产合并资产总额 183.41 亿元, 权益总额 93.26 亿元。2017 年, 公司实现收益 4.04 亿元, 除税前利润 12.27 亿元。

截至 2018 年 6 月末, 中国物流资产合并资产总额 193.30 亿元, 权益总额 103.43 亿元。2018 年前三季度, 公司实现收益 2.74 亿元, 除税前利润 4.16 亿元。

截至 2017 年 12 月 31 日, 中国物流资产持有物流设施组合面积达到 310 万平方米, 根据相关机构的统计报告, 按照权益总建筑面积排名, 公司是中国市场第二大优质物流设施供应商。公司业务拓展至全国 28 个物流节点城市, 网络覆盖范围进一步扩大。同时, 公司储备的项目土地面积达到 370 万平方米, 将有力支持公司未来的扩张计划。此外, 2017 年公司收入同比增长 49.1%, 经营业务所带来的现金流同比增长 60.9%, 物流设施价值增长 15.2%, 经营业绩大幅提升。

(1) 经营分析

中国物流资产为国内第二大优质物流设施供应商, 收入主要系租金收入及提供管理服务收入。2015~2017 年, 公司租金收入及提供管理服务收入分别为 1.63 亿元、2.71 亿元和 4.04 亿元, 年均复合增长 57.43%; 2018 年上半年公司租金收入及提供管理服务收入为 2.74 亿元。同期, 毛利率分别为 64.90%、67.20% 和 68.20%、72.64%。

表 20 2015~2017 年中国物流资产营业收入及毛利率情况 单位: 亿元/%

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
租金收入及提供管理服务收入	1.63	2.71	4.04	2.74

毛利率	64.90	67.20	68.20	72.64
-----	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，中国物流资产在运营项目数量达27个，可租赁面积达247.23万平方米，2015~2017年，租金收入分别为1.60亿元、2.69亿元和4.05亿元。出租率方面，2017年，除了宇培上海嘉定物流园、宇培芜湖物流园、宇培苏州物流园1期、宇培淮安物流园、宇培大连物流园1期这5个项目出租率在80%以下外，其他22个物流项目出租率均在80%以上，其中16个项目出租率达100%。

截至2017年底，中国物流资产在建项目11个，合计总建筑面积114.95万平方米，可租赁面积110.98万平方米。公司拟建项目8个，总建筑面积71.88万平方米，可租赁面积72.88万平方米。公司在建拟建项目共计19个，总建筑面积186.94万平方米，可租赁面积183.86万平方米。土地储备包括在建拟建项目。总体看，公司土地储备较为丰富，区域分布较好。

总体看，中国物流资产运营项目规模较大，区域布局合理，出租率较高，租金收入逐年增长。公司土地储备规模较大，区域分布较好，土地储备质量较好。

（2）财务分析

中国物流资产提供了2016~2017年合并财务报告以及2018年1-6月公司财务报表，罗兵咸永道会计师事务所对该财务报告/报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论（报表根据国际财务报表准则编制）。

截至2017年底，中国物流资产共有主要下属子公司51家。截至2016年底，公司共有主要下属子公司53家。总体看，公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。

截至2017年底，中国物流资产合并资产总额183.41亿元，权益总额93.26亿元（非控股股东权益0亿元）。2017年，公司实现收益4.04亿元，除税前利润12.27亿元。

2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长29.87%。截至2017年底，公司

资产总额183.42亿元，其中流动资产占12.49%，非流动资产占87.51%，资产构成以非流动资产为主，符合物流地产特点。截至2018年6月末，公司资产总额193.30亿元，其中流动资产占9.90%，非流动资产占90.10%。

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长58.25%。截至2017年底，公司流动资产22.90亿元，主要由现金及现金等价物（占比79.49%）构成。截至2018年6月末，公司流动资产19.14亿元，主要由现金及现金等价物（占比60.74%）构成。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长26.94%。截至2017年底，公司非流动资产为160.51亿元，同比增长19.36%；从构成来看，主要由投资物业（占92.15%）构成。截至2018年6月末，公司非流动资产为174.16亿元，主要由投资物业（占94.10%）构成。

总体看，随着公司投资物业的快速增长，公司资产规模快速增长。公司资产主要由投资物业构成。公司资产质量较好。

2015~2017年，中国物流资产权益总额快速增长，年均复合增长率为116.78%，主要来自股本及溢价和留存盈利的增长。截至2016年底，公司权益总额为84.79亿元，同比增加327.28%，主要系当年公司上市发行新股募集资金及溢价大幅增加以及公司将可赎回可换股的票据转为普通股所致。截至2017年底，公司权益总额为93.26亿元，同比增长9.99%。公司权益主要由股本及溢价（占比61.38%）和留存盈利（占比36.85%）构成。截至2018年6月末，公司权益总额为103.43亿元，较2017年底增长10.90%。整体看，随着公司上市发行及票据转换普通股等措施，权益规模快速增长，公司资本实力显著增强，权益构成中股份及溢价占比高，权益稳定性较强。

2015~2017年，中国物流资产负债总额波动幅度较大，年均复合增长0.70%。截至2017年底，公司负债总额90.16亿元，同比增长27.68%，主

要系资本投入的需求带动公司债务规模随之增长所致。其中，流动负债占比20.86%，非流动负债占比79.14%。截至2018年6月末，公司负债总额89.86亿元，其中流动负债占比20.46%，非流动负债占比79.54%。

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长27.55%。截至2017年底，公司流动负债18.81亿元，主要由贸易及其他应付款项（占33.32%）和借款（占64.02%）构成。截至2017年底，公司贸易及其他应付款项6.27亿元，同比增长48.38%，主要系应收租金收入及土地使用权应收款增加所致。同期，公司借款12.04亿元，同比增长99.41%，主要系在建投资物业投入所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降3.95%。截至2017年底，公司非流动负债71.35亿元，同比增长18.54%，构成以长期借款（占77.92%）和递延所得税负债（占比21.32%）为主。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长143.92%。截至2017年底，公司长期借款总额为55.60亿元，同比增长20.01%。

从有息债务看，2015~2017年，随着公司物流地产投资需求的增长，公司债务规模快速增长，有息债务年均复合增长143.92%；截至2017年底，公司全部债务67.64亿元，其中短期债务占比为17.80%，长期债务占比为82.20%，债务结构合理。债务指标方面，近三年，资产负债率、公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率呈下降趋势，三者均值分别为54.56%、41.34%和35.68%，2017年分别为49.16%、42.04%和37.75%。公司整体债务负担较为适宜。

总体看，随着公司房地产开发业务的不断拓展，有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，结构与主业匹配，公司整体债务负担较为适宜。

2015~2017年，中国物流资产收益快速增长，年均复合增长57.30%。2017年，公司实现收益4.04亿元，同比增长49.12%，主要系租金收入

增长所致。同期，公司销售成本增速低于收益额，年均复合增长率为49.67%，2017年，公司销售成本为1.28亿元。受收益增速高于同期销售成本增速影响，公司毛利分别为1.06亿元、1.82亿元和2.76亿元，呈持续上升趋势，2015~2017年，公司毛利率分别为64.93%、67.19%和68.25%。公司毛利率水平高。2018年上半年公司实现收益2.74亿元，销售成本为0.75亿元，毛利率为72.64%。

2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长108.60%。2017年，期间费用为4.38亿元，其中销售及市场推广0.27亿元，行政开支0.88亿元，财务开支3.23亿元。其中，随着公司债务规模的快速增长，公司财务开支同比增长140.71%。近三年，公司期间费用占营业额比重分别为61.70%、91.35%和108.51%，期间费用占比极高。

公司投资物业以公允价值计量，2015~2017年投资物业公允价值收益分别为26.70亿元、11.03亿元和8.65亿元。同期，公司除税前利润分别为18.81亿元、10.33亿元和12.27亿元。投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大。

盈利指标方面，2015~2017年，中国物流资产净资产收益率和总资本收益率波动下降，期中，净资产收益率分别为60.74%、8.50%和9.50%。总资本收益率分别为34.58%、6.23%和7.51%。2015年，公司净资产收益率和总资本收益率高，主要系当年投资物业公允价值收益高以及财务费用低所致。2016年以来，随着投资物业公允价值收益的下降以及公司财务费用的快速上涨，公司资产收益率和总资本收益率快速下降。总体看，公司盈利水平一般。

近年来，公司收入快速增长，毛利率水平高，但期间费用和投资物业公允价值收益对公司除税前利润影响很大。总体看，公司整体盈利水平一般。

2015~2017年，中国物流资产经营活动现金流量净额分别为0.35亿元、1.37亿元和2.09亿元，主要由营运产生的现金构成；公司投资活动现

金流量净额分别为-31.14亿元、-23.55亿元和-15.81亿元，主要系公司添置投资物业导致投资活动现金流量净额为负；其中，2015~2017年，公司添置投资物业现金流出分别为25.86亿元、22.99亿元和20.53亿元；公司筹资活动现金流量净额分别为32.14亿元、33.41亿元和12.50亿元。2018年上半年，中国物流资产经营活动现金流量净额为1.81亿元，投资活动现金流净额为-13.83亿元，筹资活动现金流净额为5.25亿元。总体看，公司经营活动现金流量净额规模不大，投资活动现金流出较大，融资活动现金流量净额保持较大规模。

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，中国物流资产流动比率波动较大，近三年分别为79.10%、200.74%和121.77%；2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为3.03%、13.14%和11.11%。总体看，短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为19.09亿元、11.69亿元和15.52亿元，EBITDA利息倍数分别为23.64倍、4.51倍和3.50倍。全部债务/EBITDA分别为0.98倍、7.93倍和7.16倍。考虑到公司投资物业公允价值收益规模较大，对EBITDA影响大，公司长期偿债能力弱。

联合资信给予中国物流资产的主体长期信用等级为AA⁻_{pi}，评级展望为稳定，公司主体信用风险较低，能够为优先级票据提供一定的信用支持。

3. 财产信托资金保管机构/单一资金信托保管银行/监管银行

本交易的财产信托资金保管机构/单一资金信托保管银行/监管银行为上海银行股份有限公司（以下简称“上海银行”）市北分行。上海银行前身为1961年成立的上海城市合作银行，1998年，经中国人民银行批准，更名为上海银行股份有限公司。截至2018年3月末，公司股本总额为109.28亿股，上海联和投资有限公司、上海国际港务（集团）股份有限公司和

西班牙桑坦德银行有限公司为前三大股东，分别持股13.34%、7.34%和6.49%。

截至2017年末，上海银行合并口径资产总额18077.67亿元；股东权益1474.41亿元；不良贷款率1.15%；拨备覆盖率272.52%；资本充足率14.33%；一级资本充足率12.37%。2017年，上海银行实现营业收入331.25亿元，净利润153.37亿元。

截至2018年9月末，上海银行合并口径资产总额19583.28亿元；股东权益1584.09亿元；不良贷款率1.08%；拨备覆盖率321.14%；资本充足率13.34%；一级资本充足率11.52%。2018年前三季度，上海银行实现营业收入316.30亿元，净利润143.08亿元。

考虑到上海银行稳健的经营状况与丰富的托管经验，联合资信认为本交易中因监管银行/保管机构引起的操作和履约风险很低。

4. 受托人/发行载体管理机构/资金信托受托人

本交易的受托人/发行载体管理机构/资金信托受托人为平安信托有限责任公司。平安信托的前身为成立于1994年的中国工商银行珠江三角洲金融信托联合公司。1996年，经中国人民银行批复同意，中国平安保险（集团）股份有限公司收购了该公司股权，收购完成后更名为平安信托投资公司截止2017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，占比99.88%，上海市糖业烟酒（集团）有限公司，占比0.12%。

截至2017年末，平安信托信托业务规模达到6527.56亿元，资产总额279.08亿元；所有者权益239.14亿元；2017年全年实现营业收入60.25亿元，净利润39.07亿元。

平安信托根据风险状况和控制环境的变化，持续优化内部控制机制。平安信托遵循“以制度为基础、以风险为导向、以流程为纽带”的思路，强化内部控制日常化运作机制，持续提升内控工作的水平和效果。

平安信托根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《信托公司管理办法》、《信托公司治理指引》及《企业内部控制基本规范》等国家相关法律法规和《公司章程》的要求，建立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间分工配合、相互协调、相互制衡的运行机制。公司完善的法人治理结构为公司内部控制目标的实现提供了合理保证。

信用风险方面，平安信托持续完善信用风

险的管理架构，规范投融资业务管理流程，及时出台配套的管理制度，完善制度体系。在风险管控方面，平安信托对于项目的甄选，制定严格的准入标准和各类业务风险策略；在风险与收益方面，公司持续完善量化管理体系，有效运用量化管理工具；在风险处置方面，设置专业的不良资产清收团队等。

总体来看，平安信托股东实力强、财务实力稳健、内部风控体系较为完整，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

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

联合资信收到上海融孚律师事务所出具的法律意见书表明：除法律意见书所述需认可事项之外，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不违反《合同法》、《信托法》、《物权法》、《破产法》、《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及批准；除本法律意见书所述需认可事项之外，交易文件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全部满足后，交易文件构成签署方合法的、有效

的和有约束力的义务，除非该等义务的履行受到任何司法、行政或其他法律限制。

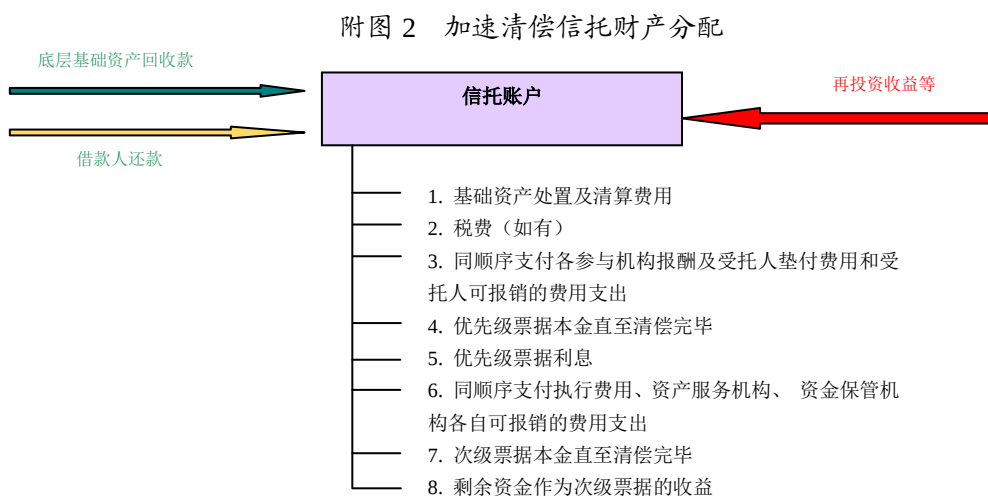
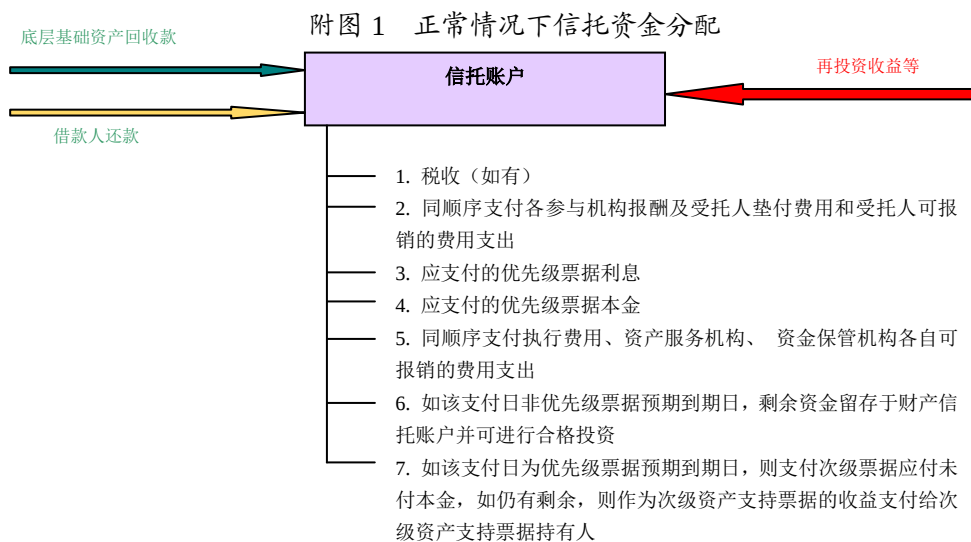
本项目差额支付承诺人二系中国物流资产控股有限公司，就差额支付承诺人二的主体资格及权限，由境外律师事务所 Ogier 出具了英文版本的法律意见书，对差额支付承诺人二的资质及权限发表的意见如下：中国物流资产已正式注册为一家豁免公司，在开曼群岛公司注册处有效存续并享有良好声誉；根据公司大纲和组织章程，公司拥有执行和交付文件、履行其义务和行使其权利的所有必要权力；据此，中国物流资产签署和交付文件、履行其义务以及行使其所享有的权利并不违反 i) 公司大纲和组织章程；或者 ii) 适用于公司的任何开曼群岛法律、法规、规定或公共规则；就中国物流资产执行或交付《差额支付承诺函》、履行《差额支付承诺函》中义务或行使其权利而言，无需获得开曼群岛任何政府或者监管机构、机构或法院的任何同意、许可、批准、授权或豁免；开曼群岛法院在就《差额支付承诺函》提起的任何诉讼中，将承认并使用该文件中规定的明示选择的管辖法律；《差额支付承诺函》构成中国物流资产的合法性、有效和有约束力的义务，根据其条款可对公司强制执行。

七、评级结论

联合资信通过对本计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，对质押财产进行了现金流分析和压力测试，对抵押物价值进行了分析和压力测试，在“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据单一资金信托”的受托人平安信托有限责任公司在约定时间内成为本交易抵押物的第一受偿主体的前提下，确定“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AA^{+}_{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及时足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制



附件 1 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.21	19.58	18.21
资产总额(亿元)	108.75	155.41	183.42
权益总额(亿元)	19.84	84.79	93.26
短期债务(亿元)	6.45	6.04	12.04
长期债务(亿元)	9.34	46.33	55.60
全部债务(亿元)	15.79	52.36	67.64
收益(亿元)	1.63	2.71	4.04
除税前利润(亿元)	18.81	10.33	12.27
EBITDA(亿元)	19.09	11.69	15.52
经营性净现金流(亿元)	0.35	1.37	2.09
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.05	7.41	5.04
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
毛利率(%)	64.93	67.19	68.25
总资本收益率(%)	34.58	6.23	7.51
净资产收益率(%)	60.74	8.50	9.50
长期债务资本化比率(%)	32.01	35.33	37.35
全部债务资本化比率(%)	44.31	38.18	42.04
资产负债率(%)	81.75	45.44	49.16
流动比率(%)	79.10	200.74	121.77
速动比率(%)	79.10	200.74	121.77
经营现金流流动负债比(%)	3.03	13.14	11.11
EBITDA 利息倍数(倍)	23.64	4.51	3.50
全部债务/EBITDA(倍)	0.98	7.93	7.16

附件 2 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	
营业额年复合增长率	
除税前利润年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/贸易及其他应收款
存货周转次数	营业成本/ (存货+持做出售物业+持做出售的开发中物业)
总资产周转次数	营业额/资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年内利润及全面收入总额+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年内利润及全面收入总额/权益总额×100%
毛利率	毛利/营业额×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+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×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-持做出售物业-持做出售的开发中物业) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%

注： 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=现金及银行结余

短期债务=银行及其他借款（于一年内到期）+公司债券（于一年内到期）

长期债务=银行及其他借款（于一年后到期）+公司债券（于一年后到期）+优先票据

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前利润+费用化利息支出+折旧及摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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}、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 上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期 资产支持票据跟踪评级安排

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“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据的信用等级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。

上海宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任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，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况产生较大影响的突发事件，上海宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”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。

如上海宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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宇培（集团）有限公司/平安信托有限责任公司联系，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。