

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 2020 年跟踪评级报告》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

二〇二〇年七月三十日



信用等级公告

联合〔2020〕2885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”的信用状况进行跟踪分析和评估，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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月三十日



上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	存续规模（万元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首评	本次	首评	本次	首评
19 宇培 ABN001 优先	57924.60	58000.00	89.22	89.23	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
19 宇培 ABN001 次	7000.00	7000.00	10.78	10.77	NR	NR
合 计	64924.60	65000.00	100.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级

跟踪评级有关信息：

信托生效日：2019 年 6 月 24 日
 票据预计到期日：2037 年 6 月 24 日
 标的物业跟踪基准日：2020 年 6 月 30 日
 票据跟踪基准日：2020 年 6 月 24 日
 跟踪期间：2019 年 6 月 24 日—2020 年 6 月 30 日
 基础债务人一/资产服务机构一：苏州宇臻仓储有限公司
 基础债务人二/资产服务机构二：沈阳宇航物流有限公司
 发起机构/资金信托委托人/差额支付承诺人一：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

本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
商业地产资产证券化（单一借款人）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

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 30 日

分析师

张红军 范雅欣 朱聪

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构信用状况及履职情况等进行了持续的跟踪和监测。

跟踪期内，本交易标的物业收入实现情况尚可；标的物业预计净现金流及抵押担保措施对“19 宇培 ABN001 优先”本息的兑付仍具有较好的保障作用。同时，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”）行业地位比较突出，在运营投资物业布局合理，出租率较高，租金收入保持增长，资本实力比较强，联合资信维持中国物流资产的主体长期信用等级为 AA⁻_{pi}¹，评级展望为稳定，其提供的差额支付承诺为“19 宇培 ABN001 优先”的偿付提供了一定的信用支持。

综上，联合资信确定维持“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}。

优势

1. 标的物业净现金流对“19 宇培 ABN001 优先”期间本息的兑付仍具有较好的保障作用。一般情景下，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 宇培 ABN001 优先”期间本息的覆盖倍数均在 2.21 倍以上，对“19 宇培 ABN001 优先”期间本息的兑付仍具有较好的保障作用。
2. 抵押担保措施对“19 宇培 ABN001 优先”本金的偿付仍具有较好的保障作用。根据评估机构于价值时点 2019 年 12 月 31 日的

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。

估价结果（标的物业估值合计 146300.00 万元，较首次评级上升 9.91%），截至票据跟踪基准日，“19 宇培 ABN001 优先”未偿本金对抵押物的抵押率为 39.59%，较首次评级下降 3.98 个百分点，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。

3. **差额支付机制的设置仍能为“19 宇培 ABN001 优先”本息的兑付提供一定的信用支持。**差额支付承诺人一上海宇培（集团）有限公司及差额支付承诺人二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。中国物流资产行业地位比较突出，在运营投资物业布局合理，出租率较高，租金收入保持增长，资本实力比较强，联合资信维持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，其提供的差额支付承诺为“19 宇培 ABN001 优先”本息的及时、足额兑付仍能提供一定的信用支持。

关注

1. **跟踪期内，资产服务机构未能如约归集划转底层基础资产回收款。**资产服务机构未按交易文件约定于每个租金划转日将自基准日 2019 年 1 月 1 日起的全部底层基础资产回收款划付至单一资金信托监管账户且并未按约定将全部回款转付至单一资金信托账户。截至本报告出具日，资产服务机构已将票据信托设立后各归集期间未及时归集的 277.50 万元底层基础资产回收款划转至单一资金信托监管账户，并将该笔未及时归集款项连同票据信托设立后未及时由单一资金信托监管账户划转至单一资金信托账户的资金合计共 1120.00 万元划转至单一资金信托账户。联合资信后续将持续关注标的物业运营情况及资产服务机构

现金流归集划转情况。

2. **中国物流资产债务规模快速增长，且其为境外企业法人，在履约过程中可能面临操作风险。**中国物流资产债务规模快速增长，偿债指标表现较弱；在建拟建项目规模较大，未来存在较大的对外融资需求；财务费用快速增长，期间费用和投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大。中国物流资产是境外企业法人，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。联合资信将对中国物流资产债务情况及履约过程中可能面临的操作风险保持持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构上海宇培（集团）有限公司和发行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，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“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到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要及票据兑付

跟踪期内，未启动回售回购程序；“19字培ABN001优先”还本付息正常。

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”）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。

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，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”）。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；次级票据发行规模0.70亿元，不设票面利率，享有最终剩余收益。

自信托生效日起的每满三年之对日，发起机构有权对“19字培ABN001优先”的票面利率进行调整；同时，自信托生效日起的每满三年或发生评级下调事件时启动回售程序。截至票据跟踪基准日2020年6月24日，票据存续情况如表1所示：

表1 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	存续规模		占比		利率		预计到期日
	本次	首次	本次	首次	执行利率	发行利率	
19 字培 ABN001 优先	57924.60	58000.00	89.22	89.23	6.50	6.50	2037/6/24
19 字培 ABN001 次	7000.00	7000.00	10.78	10.77	—	—	2037/6/24
票据合计	64924.60	65000.00	100.00	100.00	—	—	—

资料来源：联合资信整理

截至目标物业跟踪基准日，目标物业已办理完毕抵押登记及质押登记手续。跟踪期内，未启动回售回购程序；本期票据已兑付

四次，累计兑付本金 75.40 万元，累计分配利息 3831.01 万元。具体兑付情况如表 2 所示：

表 2 票据兑付情况（单位：万元）

收益分配时间	“19 宇培 ABN001 优先” 分配本金	“19 宇培 ABN001 优先” 分配利息
2019/9/24	17.40	963.44
2019/12/24	17.40	952.69
2020/3/24	23.20	952.40
2020/6/24	17.40	962.48
合计	75.40	3831.01

资料来源：联合资信整理

二、基础资产分析

整体来看，跟踪期内，标的物业收入实现情况尚可，较预测现金流偏离幅度较小。但跟踪期内，资产服务机构未能如约及时归集划转底层基础资产回收款，联合资信后续将持续关注标的物业运营情况及资产服务机构现金流归集及划转情况。

1. 物流地产行业分析

（1）行业概况

我国物流地产建设呈现出政府主导、功能全方位化的特征，近年来我国物流园区数量大幅增长，运营数量明显提升，区域分布上在发达省份较多，不发达地区较少。

物流地产一般经营模式为开发企业根据物流企业客户需要，选择合适的地点，投资和建设企业业务发展所需的物流设施。现代物流地产更强调管理的现代化，强调不动产与物流、金融服务等有机结合，具有物流组织管理和依托物流服务的经济开发功能等两大功能。

物流地产与住宅与商业地产相比具有一些显著的特征：首先，物流地产具有带动地区经济发展的作用，地方政府往往发挥着主导或政策引导作用。目前政府规划、企业主导仍然是我国物流园区开发建设的主要方式，土地审批进程是物流地产影响建设进度重要的制约。第二，物流园区业务功能全方位化，增值服务成新的收入点。激烈的市场竞争促进了物流园区服务功能的进一步整合和提升，机械化、信息化、智能化水平有了较大提高，能够提供流通加工、金融物流等业务的园区占比明显上升。尽管物业租赁和仓储保管收入仍然是大部分物

流园区的主要收入来源，但具有信息服务收入、金融物流收入等增值服务呈现出快速发展的态势。第三，物流地产项目建设难度通常较低，建设周期相较于住宅地产项目较短，企业经营重心集中在前期项目获取及后期市场培育。

从规划类型来看，物流园区的规划类型分为货运服务型、生产服务型、商贸服务型和综合服务型。货运服务型依托空运或海运或陆运枢纽而规划，至少有两种不同的运输形式衔接，提供大批量货物转换的配套设施，实现不同运输形式的有效衔接，主要服务于国际性或区域性物流运输及转换；生产服务型依托经济开发区、高新技术园区等制造产业园区而规划，提供制造型企业一体化物流服务，主要服务于生产制造业物料供应与产品销售；商贸服务型依托各类大型商品贸易现货市场、专业市场而规划，为商贸市场服务，提供商品的集散、运输、配送、仓储、信息处理、流通加工等物流服务，主要服务于商贸流通业商品集散；综合服务型依托城市配送、生产制造业、商贸流通业等多元对象而规划，位于城市交通运输主要节点，提供综合物流功能服务，主要服务于综合枢纽、大数据运营、网点联动、区域运输和城市配送。目前，我国综合服务型物流园区数量最多。从经营模式看，物流园区经营管理方式以企业自主经营为主，占比为 65%；由政府管委会管理的物流园区占比为 32%；委托第三方管理的物流园区占比为 2%。

近年来我国物流园区数量大幅增长，根据中国物流协会《第五次全国物流园区（基地）

调查报告》，2018年，全国包括运营、在建和规划的各类物流园区从2015年的1210家增长至1638家，年均增长率10.7%。其中处于运营状态的物流园区数量，由2015年的857家上升至1113家。

物流园区作为产业集群空间集聚的外在表现，其规划布局与经济发展程度密切相关。东部地区物流园区规划建设起步早，目前75.7%的园区已进入运营状态。西部地区随着近年来经济增速加快，物流园区进入规划建设快速发展期，规划和在建园区占比分别为15.9%和22.8%，高于其他地区。分省区来看，物流园区总数最多的前三名分别为山东（117个）、江苏（102个）和河南（97个）；运营园区数量最多的前三名分别为江苏（91个）、山东（86个）和浙江（70个）。而海南、西藏、青海等省区的物流园区总数还在10个以内。

（2）开发资金来源

开发资金来源状况方面，目前我国物流地产主要开发资金来源为企业自筹和国内贷款。

对于小型物流地产，直接出售比例较高，自持部分较少，由于物流地产开发难度较小、开发节奏较快、预售条件较为宽松，采用预租预售是覆盖资金缺口的有效方式。对于大型物流地产商，主要采用物业自持而非出售的模式，是典型的“重资产”，大型物流地产商还会与机构投资者合作，设立物流地产基金加快投资回笼，或寻求上市融资途径。

（3）市场供需状况

我国一线城市物流仓储租金和销售价格持续上扬，市场需求较为旺盛，但同时部分城市空置率较高，低水平重复建设导致了供需一定程度结构性失衡。

从物流成本占GDP比重来看，根据中国物流与采购联合会数据，2019年社会物流总费用与GDP的比率为14.70%，与发达国家和世界平均水平差距仍较大。造成物流设施不足但部分城市空置率较高的原因，主要系目前我国高品质的国际标准化仓库存量规模较小，且大

多集中位于上海、北京、广州、深圳等四个一线城市及其卫星城市；同时低水平的简易仓库在我国很多城市大量存在，而且仍然在被大量地重复建设。

根据高力国际数据，2020年一季度，在写字楼和零售物业市场皆受到疫情冲击的情况下，物流仓储市场表现稳定，一线城市物流仓储租金小幅增长，核心地段高标仓依然维持稳定租金增长，其中北京和深圳由于新增供应有限，租金保持稳定增长，空置率维持在4.0%和2.9%低位；上海和广州由于新增供应量超过10%，空置率分别从2019年四季度的9.5%、8.1%上涨至2020年一季度的13.4%、14.8%。近年中国物流仓储物业租金呈上扬趋势，北京、上海、深圳租金水平平均已超过40元/平方米/月，周边卫星城市租金水平也主要集中在30元/平方米/月以上，平均出租率大多在95%以上，中西部地区租金水平主要集中在20~25元/平方米/月，出租率集中在80%左右。从资产价格来看，近年来全国商业营业用房平均销售价格稳中有升，2016—2018年分别为0.98万元/平方米、1.03万元/平方米和1.12万元/平方米，其中一线城市如北京、上海上涨较为明显。

（4）竞争格局

物流地产企业的竞争力主要体现在资金、土地以及有利于物流园区未来发展的外部要素上。目前物流地产仍以普洛斯为代表的外资企业占据大额市场，但随着民营物流地产发展迅速，传统地产、金融、互联网企业逐渐介入，未来物流地产市场竞争将逐渐激烈。

物流园区开发阶段，影响物流企业竞争力的竞争要素主要是土地和资金。土地方面，在目前土地政策紧缩，新增建设用地供应不足的情况下，物流地产企业的竞争力不仅表现在招、拍、挂的竞争力和对少部分协议出让土地的获取上，也表现在对于现有的一些城市低效闲置的土地进行内部挖潜增容、二次开发，协调利用城市内部的低效闲置土地进行开发建设方面。资金方面，随着我国物流业的快速发展，

越来越多的投资商将投资方向转向物流地产。除了物流企业、传统房地产企业持续加大投资外，境外投资基金和国外地产商如普洛斯、嘉民集团等，乃至阿里巴巴、苏宁、京东等电子商务龙头企业也纷纷注资物流园区。资金实力强大的房地产开发企业和跨界经营企业的介入，会对传统物流地产企业带来一定的冲击；传统物流地产企业通常利用已有经营基础结合多渠道融资方式打通资金链条。

物流园区经营阶段，吸引企业入驻的竞争要素可分为两方面：第一，从物流园区自身优势来看，吸引企业入驻的主要原因包括交通便捷、配套设施齐全、服务质量高、园区品牌好、优惠条件充分、方便交易、租金便宜及其他。第二，从物流园区外部因素来看，吸引企业入驻的优惠条件包括周边交通市政设施改造、便捷通关、财政补贴、减免土地出让金、长期低吸贷款及其他。

目前，以普洛斯（GLP）为标杆的外资物流地产商在市场中依然占据了大部分市场份额。外资物流地产商在资本运作、运营理念、产品设计等方面相对领先；以宇培和易商为代表的民营物流地产商近年来迅速崛起，也在市

场占有一席之地；此外，一些新进入市场的品牌发展较快，如万科、平安和菜鸟。万科作为传统的住宅地块开发商，于 2015 年年中与黑石资本合作成立了物流地产发展公司，将原有的物流地产事业部作为一个独立的品牌来运作；平安作为金融保险行业知名企业，于 2015 年初在平安不动产旗下成立物流地产事业部，并开始迅速地拿地及项目运作；菜鸟网络背靠阿里巴巴，虽然模式与传统的物流地产不同，但快递+货栈的网络化布局路线也将对物流地产土地储备格局带来影响。

另外，由于土地资源的难以获取和园区的专业化要求提升，物流地产商加大了跨界合作力度，推进转型升级。以普洛斯为例，其与中粮集团达成战略合作协议，在中国逐步打造现代食品物流网络体系，共同发挥双方在地产开发和运营管理上的优势；普洛斯已开始逐步从物流地产商转为物流运营商，开始涉足物流运营管理。

（5）行业政策

随着国家加大对物流业的扶持力度，一系列相关法律法规相继出台，为物流地产的发展营造了积极的政策环境。

表3 物流地产行业近三年主要政策法规

年份	政策
2017 年	《关于进一步推进物流成本增效促进实体经济发展的意见》
2018 年	《关于开展2018年流动领域现代供应链体系建设的通知》
2019 年	《国家物流枢纽布局和建设规划》

资料来源：联合资信搜集整理

（6）行业关注

物流用地供应紧缺

从区域分布来看，城镇化程度高、经济较发达的东部地区物流用地供需矛盾更为突出，北京、上海、深圳等一线城市物流用地更加紧张。存量用地减少和新增用地供应不足，导致“一库难求”，物流企业被迫向城市周边以至更远地区扩散。城市配送半径扩大，不仅使物流成本增加，还影响商品新鲜度和服务质量。

运营管理人才缺乏

新技术、新模式和新业态的不断涌现，推动着物流管理、运营和组织模式变革，物流人才需求结构发生巨大变化，高层次专业化人才、复合型人才匮乏成为普遍现象，特别是物流信息人才、物流管理人才、产业链和供应链贯通人才以及国际物流人才更加紧缺。

资金短缺周转困难

物流园区作为基础设施建设项目，具有投资规模大、回收周期长等特点。从不同区域来看，西部地区物流园区对资金需求更为强烈。

物流园区运营环境有待继续改善

物流园区发展还存在一些政策障碍，如规划获批难、用地难、拆迁难、建设难、行路难、进城难、融资难、“营改增”后运输服务税负增加、不合理的行政性收费等。同时，劳动力成本上升、周边交通受限、创新驱动不足、同质化竞争和有效需求不足等问题，也是制约物流园区发展的重要问题。

(7) 行业发展

行业新进入者增加，竞争加快

供不应求的局面导致物流仓储设施价值的快速攀升，并且这一趋势仍将持续下去，物流地产行业良好的投资前景吸引了多方竞相涌入。在房地产市场火爆的时期，传统房地产开发商并未看重物流地产这种投资周期长的模式，但随着住宅地产红利期的衰退，房企在努力寻求转型，万科、碧桂园、绿地等房企开始经营物流地产板块，阿里、京东、苏宁等电商也以涉足物流地产领域，平安不动产、东百集团等金融机构和传统零售企业等也参与其中。在仓储用地供应相对紧缺的情况下，新进入者的增加将加剧行业竞争。

物流地产金融化

由于物流地产通常开发周期长、投资金额大、回收周转慢，因此，传统的开发贷款、在建工程抵押贷款、经营性物业抵押贷款等银行融资方式无法与物流地产的经营特征和周期相匹配，限制了其规模的扩张和资产的升值。根据国外的经验，地产私募基金和资产证券化往往在物流地产项目中相互“接力”，在物流地产投资建设和运营管理的初期，由房地产私

募投资基金孵化项目，待物流仓储设施运营管理进入稳定成熟期之后，再针对其物业产权、租金收益权等进行证券化，既实现私募基金顺利退出，又为资产证券化源源不断地提供成熟物业。

2. 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）

标的物业名称	用途	土地使用权面积	建筑面积
苏州宇臻物流园	仓储	221128.30	175434.07
沈阳宇航物流园	工业	148108.42	84620.98
合计	—	369236.72	260055.05

资料来源：宇培集团提供

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。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。

3. 标的物业运营情况

(a) 标的物业历史收入

2019 年及 2020 年上半年，苏州宇臻收入实现情况良好，实际现金流入与预测现金流入相差很小，实际净现金流好于预测水平。具体对比情况如表 5 所示：

表 5 2019 年及 2020 年上半年苏州宇臻收入情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年上半年		
	实际值	预测值	偏离度	实际值	预测值	偏离度
现金流入	6477.10	6486.88	-0.15	3266.90	3265.66	0.04

运营成本	1749.58	1831.23	-4.46	708.26	921.20	-23.12
净现金流	4727.52	4655.65	1.54	2558.64	2344.46	9.14

注：偏离度=（实际值-预测值）/预测值，下同

资料来源：宇培集团提供

沈阳宇航收入实现不及预期，尤其 2020 上半年受新冠疫情造成空置率上升的影响，实际现金流入及现金净流入均低于预测值 10%以上。具体对比情况如表 6 所示：

表 6 2019 年及 2020 年上半年沈阳宇航收入情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年上半年		
	实际值	预测值	偏离度	实际值	预测值	偏离度
现金流入	2197.38	2290.96	-4.08	1035.36	1225.80	-15.54
运营成本	843.75	795.59	6.05	333.41	420.88	-20.78
净现金流	1353.63	1495.37	-9.48	701.95	804.92	-12.79

资料来源：宇培集团提供

表 7 2019 年及 2020 年上半年收入情况汇总（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年上半年		
	实际值	预测值	偏离度	实际值	预测值	偏离度
现金流入	8674.48	8777.84	-1.18	4302.27	4491.46	-4.21
运营成本	2593.33	2626.82	-1.28	1041.67	1342.08	-22.38
净现金流	6081.15	6151.02	-1.14	3260.60	3149.38	3.53

资料来源：宇培集团提供

总体来看，标的物业收入实现情况尚可，较预测现金流偏离幅度较小。

（b）当前租赁情况

截至标的物业跟踪基准日，苏州宇臻可出租面积为 180743.51 平方米，已出租面积 179096.43 平方米，出租率 99.09%，好于预测水平（出租率 95%）；空置部分为综合楼，面积 1647.08 平方米，主要用途为租赁给企业租户的员工宿舍。截至标的物业跟踪基准日，沈阳宇航可出租面积为 85915.36 万元，已出租面积 77261.56 平方米，出租率为 89.93%，低于预测水平（出租率 95%）。从承租人集中度来看，苏州宇臻物流园单户租赁面积占比最大的承租人占 34.62%，沈阳宇航物流园只有一户承租人，承租人集中度仍很高。从行业来看，承租人主要为电子商务平台、零售商或第三方物流公司。

截至标的物业跟踪基准日，苏州宇臻物流园和沈阳宇航物流园租赁情况分别如表 8 和表

9 所示：

表 8 苏州宇臻租赁情况
（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	62568.45	34.62	2017.09.01-2020.08.31
承租人 2	37287.38	20.63	2017.05.16-2023.05.31
			2017.06.16-2020.07.31
			2017.06.16-2023.05.31
			2017.10.01-2020.07.31
承租人 3	25621.14	14.18	2017.03.01-2020.08.31
			2017.09.01-2020.08.31
承租人 4	12386.68	6.85	2017.08.01-2020.07.31
承租人 5	5639.71	3.12	2020.04.01-2023.03.31
承租人 6	5599.18	3.10	2020.04.01-2023.03.31
承租人 7	5594.05	3.10	2020.04.01-2025.03.31

承租人 8	5553.74	3.07	2020.04.01-2023.03.31
承租人 9	5244.59	2.90	2017.05.25-2022.05.24
承租人 10	4594.12	2.54	2019.08.01-2021.07.31
承租人 11	4504.69	2.49	2019.07.15-2024.07.14
承租人 12	4502.7	2.49	2020.06.01-2020.06.30
空置部分	1647.08	0.91	—
合 计	180743.51	100.00	—

资料来源：宇培集团提供

表 9 沈阳宇航租赁情况
(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	13798.94	16.06	2017.12.01-2020.12.15
	21260.12	24.75	2017.12.16-2020.12.15
	29883.04	34.78	2018.05.16-2020.12.15
	1200.00	1.40	2019.12.01-2020.12.15
	11065.46	12.88	2020.05.06-2020.07.06
	54.00	0.06	2020.06.13-2020.07.12
承租人 1 合计	77261.56	89.93	—
空置部分	8653.80	10.07	—
合 计	85915.36	100.00	—

资料来源：宇培集团提供

4. 抵押物分析

高力国际采用收益法、比较法等评估方法对苏州宇臻及沈阳宇航各自所属标的物业进行了评估，确定估价对象于价值时点 2019 年 12 月 31 日的估价结果分别为 107500.00 万元和 38800.00 万元，较首次评级(评估基准日为 2018 年 5 月 8 日)的评估价值 94734.40 万元和 38372.77 万元，分别提高 13.48%和 1.11%。根据跟踪期内标的物业实际运营情况及联合资信对市场环境的考量，联合资信认为高力国际的评估价值具备一定的参考价值。

5. 现金流归集划转情况

(1) 现金流实际归集情况

根据资产服务机构报告，跟踪期内，各归集期间资产服务机构归集至单一资金信托监管账户现金流情况如表 10 所示：

表 10 标的物业实际现金流归集情况
(单位：万元)

归集期间	苏州宇臻	沈阳宇航	合计
2019/1/1-2019/8/28	824.63	339.97	1164.60
2019/8/29-2019/11/28	848.62	376.24	1224.86
2019/11/29-2020/2/27	1435.00	363.00	1798.00
2020/2/28-2020/5/27	1090.00	378.00	1468.00
合计	4198.24	1457.21	5655.46

资料来源：资产服务机构报告

(2) 其他情况说明

按照交易文件约定，资产服务机构需于每个租金划转日(T-18 个工作日，T 指支付日)将其自上一个租金划转日(含该日，如无，则为基准日 2019 年 1 月 1 日)至本个租金划转日(不含该日)收到的全部底层基础资产回收款划付至至单一资金信托监管账户，并于监管账户划款日(T-17 个工作日)转付至单一资金信托账户。从跟踪情况看，资产服务机构并未按交易文件约定于每个租金划转日将自基准日起的全部底层基础资产回收款划付至单一资金信托监管账户且并未按约定将全部回款款转付至单一资金信托账户。

根据委托人及资产服务机构出具的《关于“上海宇培(集团)有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”跟踪评级的情况说明》(以下简称“《情况说明》”)，发起机构及资产服务机构认为，“本项目底层单一资金信托为 2019 年 6 月 17 日设立，即日起形成“基础资产”。因此资产服务机构理解为需将基础资产现金流归入信托财产，是以仅对 2019 年 6 月 17 日基础资产产生后对应的物业应收账款进了归集，而未对 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 17 日期间的对应底层资产进行归集”。

关于票据信托设立后未将全部回收款划转的问题，发起机构及资产服务机构在声明中解释到，“虽然苏州宇臻仓储有限公司和沈阳宇航物流有限公司与租户在底层租赁合同中重新约定了租金归集账户，但部分租户仍按照原租赁合同的银行账户支付租金，导致部分底层基础

资产现金流未及时归集至本项目的“收款账户”。同时，由于该项目为上海宇培（集团）有限公司首笔公开市场发行产品，操作经验不足，经办人员未及时发现该问题。”

资产服务机构重新整理底层基础资产的现金流情况，并于 2020 年 7 月 20 日将票据信托设立后各归集期间未及时归集的 277.5 万元底层基础资产回收款划转至单一资金信托监管账户。2020 年 7 月 23 日，资产服务机构将该笔未及时归集款项连同信托设立后未及时由单一资金信托监管账户划转至单一资金信托账户的资金合计共 1120.00 万元划转至单一资金信托账户。

根据受托人出具的《关于“上海宇培（集团）有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的临时公告》（以下简称“临时公告”），受托人认为，“本产品基础资产“信托受益权”自 2019 年 6 月 17 日因单一资金信托成立而形成，企业据此仅对 2019 年 6 月 17 日基础资产形成后产生的物业应收账款进行了归集，而未对 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 17 日期间产生的物业应收账款进行归集”。鉴于上述情况，受托人在临时公告中，提示投资者及时关注与之相关的

其他信息，并声明后续将根据信托合同约定召开资产支持票据持有人大会，对前述事项情况的处理方案进行决议。联合资信将对此保持持续关注。

跟踪期内，资产服务机构未及时足额划转全部底层基础资产回收款的行为未对“19 宇培 ABN001 优先”本息的及时足额兑付造成不利影响；资产服务机构已将 2019 年 6 月 17 日后底层基础资产回收款全额转付至单一信托账户，截至 2020 年 7 月 24 日，单一资金信托账户及票据信托账户合计余额 1588 万元，该部分资金沉淀对后续“19 宇培 ABN001 优先”本息的兑付将会提供一定的保障作用，联合资信已在定量分析中予以考量。

同时，根据《情况说明》，发起机构及资产服务机构承诺“后续，资产服务机构将加强该项目的流程管理，密切关注底层基础资产现金流的归集情况，督促租户按照租赁合同的约定归集现金流，并按照交易文件的要求及时将相关款项归入信托财产”。联合资信后续将持续关注标的物业运营情况及资产服务机构现金流归集及划转情况。

三、定量分析

标的物业预计净现金流及抵押担保措施对“19 宇培 ABN001 优先”本息的兑付仍具有较好的保障作用。

“19 宇培 ABN001 优先”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物业运营收入，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。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（偿债覆盖倍数=（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 宇培 ABN001 优先”本金和利息的

偿付额），即 DSCR）和按揭比率（按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值，即 LTV）两个指标来定量评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

结合标的物业在跟踪期内收入的实际表现，联合资信分别测算了未来预测净现金流不变及未来预测净现金流下降 15%情境下，“19 宇培 ABN001 优先”的偿债覆盖倍数水平。详见表 11、表 12。

表11 正常情景下“19宇培ABN001优先”DSCR水平（单位：万元、倍）

兑付期	净现金流	DSCR	兑付期	净现金流	DSCR	兑付期	净现金流	DSCR
5	1539.68	2.9685	28	1912.21	2.4835	51	2310.48	5.1748
6	1499.10	2.9205	29	1613.89	2.2831	52	2335.98	4.9249
7	1572.19	2.9589	30	1763.05	2.2267	53	1969.32	5.0036
8	1610.04	2.9627	31	1961.27	2.4509	54	2152.65	5.2776
9	1372.33	2.7909	32	1985.80	2.5146	55	2544.79	7.0424
10	1496.06	2.7542	33	1675.54	2.2891	56	2493.14	6.6007
11	1653.46	2.8868	34	1830.67	2.2496	57	2023.83	6.7620
12	1670.98	2.9660	35	2030.48	2.5736	58	2203.93	7.1355
13	1420.26	2.7224	36	2046.14	2.6052	59	2445.89	7.7383
14	1547.41	2.6809	37	1723.29	2.2967	60	2472.94	8.2315
15	1716.44	2.8146	38	1883.05	2.2113	61	2084.04	8.4898
16	1716.30	2.8836	39	2088.78	2.9714	62	2278.49	8.9911
17	1440.32	2.5977	40	2111.76	2.6997	63	2528.88	9.7366
18	1572.92	2.5190	41	1781.06	2.5394	64	2556.85	10.3376
19	1749.16	2.5901	42	1946.41	2.5295	65	2154.34	10.7086
20	1770.98	2.6605	43	2159.37	3.3446	66	2355.59	11.3514
21	1495.17	2.4944	44	2183.17	3.1317	67	2616.45	12.1724
22	1633.08	2.4778	45	1840.89	3.0435	68	2646.25	12.9588
23	2130.04	2.9307	46	2012.03	3.1178	69	2267.50	13.4920
24	1995.88	3.1984	47	2234.05	4.0152	70	2512.27	14.3596
25	1552.18	2.6211	48	2259.49	3.8486	71	2791.25	13.6860
26	1695.60	2.4404	49	1905.23	3.8409	72	2646.25	0.4389
27	1887.82	2.4234	50	2082.36	4.0110	合计	135158.48	—

资料来源：联合资信整理

表12 预测净现金流下降15%情景下“19宇培ABN001优先”DSCR水平（单位：万元、倍）

兑付期	净现金流	DSCR	兑付期	净现金流	DSCR	兑付期	净现金流	DSCR
5	1308.73	2.7493	28	1625.38	1.3035	51	1963.91	1.8483
6	1274.23	2.4836	29	1371.81	1.1027	52	1985.58	1.8591
7	1336.36	2.2889	30	1498.59	1.2190	53	1673.92	1.6884
8	1368.54	2.0754	31	1667.08	1.4313	54	1829.75	1.6605
9	1166.48	1.6988	32	1687.93	1.3722	55	2163.07	2.2960
10	1271.65	1.4331	33	1424.20	1.1151	56	2119.17	2.3661
11	1405.44	1.3764	34	1556.07	1.2332	57	1720.25	2.2619
12	1420.33	1.3646	35	1725.91	1.4924	58	1873.34	2.3067
13	1207.22	1.1155	36	1739.22	1.3781	59	2079.01	2.5427
14	1315.30	1.2285	37	1464.80	1.0789	60	2102.00	2.7674
15	1458.97	1.3776	38	1600.59	1.1939	61	1771.43	2.7404
16	1458.85	1.3533	39	1775.46	1.7340	62	1936.72	2.8808
17	1224.27	1.0847	40	1795.00	1.5181	63	2149.55	3.2249
18	1336.98	1.1978	41	1513.90	1.1526	64	2173.32	3.5469
19	1486.79	1.3341	42	1654.45	1.2554	65	1831.19	3.6099
20	1505.34	1.3413	43	1835.46	1.7459	66	2002.26	3.8572

21	1270.90	1.1332	44	1855.70	1.6062	67	2223.98	4.2935
22	1388.12	1.2515	45	1564.76	1.3005	68	2249.31	4.7372
23	1810.54	1.6506	46	1710.23	1.3215	69	1927.37	4.9297
24	1696.50	1.6702	47	1898.94	1.7618	70	2135.43	5.3540
25	1319.35	1.1480	48	1920.56	1.7056	71	2372.57	5.3098
26	1441.26	1.1098	49	1619.44	1.4660	72	2249.31	0.1716
27	1604.65	1.2507	50	1770.00	1.3942	合计	114884.71	—

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在一般情景下，除最后一期外，各期 DSCR 均在 2.21 倍以上，表明标的物业净现金流对“19 宇培 ABN001 优先”的期间本息支出保障程度较好。在未来净现金流下降 15% 的情境下，除最后一期外，各期 DSCR 均在 1.07 倍以上，表明标的物业净现金流能保障“19 宇培 ABN001 优先”的期间本息支出。

2. 按揭比率

根据高力国际于价值时点 2019 年 12 月 31 日的估价结果（标的物业估值合计 146300.00

万元），截至票据跟踪基准日，“19 宇培 ABN001 优先”未偿本金对抵押物的抵押率为 39.59%，较首次评级下降 3.98 个百分点，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 13 所示：

表 13 抵押物处置净现金流对“19 宇培 ABN001 优先”本金覆盖倍数（单位：倍）

下跌比例	10.00%	20.00%	30.00%	40.00%	50.00%	57.79%
“19 宇培 ABN001 优先”覆盖倍数	1.88	1.73	1.56	1.40	1.19	1.00

资料来源：联合资信整理

考虑处置物业资产时，土地增值税按四级累进税率征收的情景，抵押物价值下跌不超过

57.79% 的情况下，处置现金流仍能覆盖“19 宇培 ABN001 优先”本金。

四、参与机构情况

1. 基础债务人一/借款人一/资产服务机构一

跟踪期内，苏州宇臻资产和收入规模较小，财务实力较弱，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一/借款人一/资产服务机构一为苏州宇臻。截至 2020 年 6 月底，苏州宇臻注册资本 5.05 亿元，宇培物流资产发展三有限公司持股 99.00%，芜湖宇培仓储有限公司持股 1.00%。

截至 2019 年末，苏州宇臻资产总额 7.59

亿元，较年初增长 36.30%；负债总额 4.91 亿元，较年初增长 67.79%；所有者权益总额 2.69 亿元，较年初增长 1.51%。2019 年，苏州宇臻实现营业收入 0.62 亿元，净利润为 0.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.09 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 2.03 亿元。

截至 2020 年 6 月末，苏州宇臻资产总额 7.61 亿元，负债总额 4.92 亿元，所有者权益总额 2.69 亿元。2020 年 1—6 月，苏州宇臻实现营业收入 0.32 亿元，净利润为 0.004 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.24 亿元，筹资活

动产生的现金流量净额-0.17 亿元。

2.基础债务人二/借款人二/资产服务机构二

跟踪期内，沈阳宇航资产和收入规模较小，财务实力较弱，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。截至 2020 年 6 月底，沈阳宇航注册资本 0.90 亿元，宇培集团持股 51.00%，Seed Shenbei Company Limited 持股 49.00%。

截至 2019 年末，沈阳宇航资产总额 3.11 亿元，较年初增长 90.72%；负债总额 2.10 亿元，较年初增长 248.48%；所有者权益总额 1.01 亿元，较年初下降 1.62%。2019 年，沈阳宇航实现营业收入 0.21 亿元，净利润为-0.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.47 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 1.46 亿元。

截至 2020 年 6 月末，沈阳宇航资产总额 3.06 亿元，负债总额 2.08 亿元，所有者权益总额 0.98 亿元。2020 年 1—6 月，沈阳宇航实现营业收入 0.10 亿元，净利润为-0.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.08 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-0.07 亿元。

3.委托人/差额支付承诺人一/回购义务人

2019 年宇培集团利润规模下降较快，债务规模有所长，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。

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宇培集团。宇培集团是中国物流资产的境内管理总部，成立时间为 2000 年 6 月 12 日。截至 2020 年 6 月末，宇培集团注册资本 3.36 亿元，其中芜湖宇培投资管理有限公司持股 99.00%，芜湖宇培仓储有限公司持股 1.00%。宇培集团股权结构图见附件 1。

宇培集团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。跟踪期内，宇培集团主要的业务运作模式未发生重大变化。

宇培集团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。宇培集团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管理总部，可获得一定股东支持。

截至 2019 年底，宇培集团（合并）资产总额 61.61 亿元，较年初下降 6.47%；所有者权益 29.06 亿元（含少数股东权益 11.48 亿元），较年初增长 3.47%。2019 年，宇培集团实现营业收入 2.91 亿元，同比下降 4.45%；利润总额 1.85 亿元，同比下降 42.83%。

宇培集团资产结构以非流动资产为主，主要为仓库及建筑物等。截至 2019 年底，宇培集团流动资产 5.74 亿元，较年初增长 5.42%，其中货币资金占比 81.25%，较年初增长 12.30%，其他应收款占比 14.66%，较年初大幅下降 90.23%；非流动资产 55.87 亿元，较年初增长 6.49%，其中投资性房地产占比 83.55%，较年初下降 4.73%。宇培集团整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，宇培集团所有者权益 29.06 亿元，较年初增长 3.47%，其中未分配利润 11.58 亿元，占比 39.84%，较年初增长 1.89%；少数股东权益 11.48 亿元，占比 39.51%，较年初增长 6.92%，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，宇培集团流动负债 7.14 亿元，较年初下降 61.85%，其中其他应付款 5.33 亿元，占比 74.71%，较年初下降 65.18%，主要为集团内往来款；非流动负债 25.42 亿元，较年初增长 33.16%，其中长期借款 11.22 亿元，占比 44.14%，较年初增长 16.86%，应付债券 4.49 亿元，占比 17.68%。有息债务中，短期债务 1.36 亿元，较年初下降 53.97%；长期债务 17.51 亿元，较年初增长 52.88%。债务指标方面，截至 2019 年底，宇培集团资产负债率 52.84%，较年初下

降4.53个百分点；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为37.60%和39.37%，呈上升趋势，较2018年底分别增长8.63和5.46个百分点。宇培集团负债以长期借款和关联方借款为主，债务规模快速增长。

2019年，宇培集团实现营业收入2.91亿元，同比下降4.45%，其中主营业务收入2.38亿元，其他业务收入0.53亿元。主营业务中，仓储租赁业务实现租金收入1.70亿元，租赁管理及其他业务实现收入0.68亿元。2019年，宇培集团实现净利润0.99亿元，同比下降41.04%，主要系2018年宇培集团内部资产重组，2019年投资收益为-1.43亿元，导致利润下降。2019年，宇培集团营业利润率75.72%，同比增长7.15个百分点，总资本收益率和净资产收益率分别为4.48%和3.39%，同比下降1.60和2.56个百分点，整体盈利能力弱。

2019年，宇培集团经营活动现金流入41.42亿元，同比下降13.49%，经营活动现金流出43.64亿元，同比增长8.22%；投资活动现金流入5.07亿元，同比增长4.64亿元，主要系处置子公司及其他经营单位收到现金增长所致，投资活动现金流出1.58亿元，同比下降47.17%；筹资活动现金流入15.45亿元，同比增长10.75亿元，筹资活动现金流出16.21亿元，同比增长71.84%。

截至2019年底，宇培集团资产负债率52.84%，流动比率80.48%，经营现金流动负债比-31.07%。2019年，宇培集团EBITDA为3.28亿元，EBITDA利息倍数为2.82倍，EBITDA全部债务比为0.17倍。整体看，宇培集团短期偿债能力和长期偿债能力均较弱。

截至2020年3月底，宇培集团（合并）资产总额57.09亿元，所有者权益29.67亿元（含少数股东权益10.93亿元）。2020年1—3月，宇培集团实现营业收入0.72亿元，利润总额0.20亿元

4. 差额支付承诺人二

跟踪期内，中国物流资产保持其行业地位优势，整体出租率较高，租金收入保持增长，但债务规模快速增长，偿债能力指标较弱，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。

本交易的差额支付承诺人二为中国物流资产。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，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2019年底，中国物流资产股本及溢价余额64.42亿元，其中第一大股东宇培国际投资管理有限公司持股28.35%，第二大股东Berkeley Asset Holding Ltd持股22.90%。

中国物流资产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，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2019年底，中国物流资产在中国18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2019年底，中国物流资产合并资产总额229.62亿元，权益总额117.39亿元（非控股股东权益8.25亿元）。2019年，中国物流资产实现营业额7.13亿元，除税前溢利7.15亿元。

总部及中国主要营业地点：中国上海闵行区申昆路1899号。

（1）经营分析

中国物流资产在运营项目规模较大，土地储备较为丰富，出租率较高，租金收入逐年增长；在建拟建项目规模较大，未来存在较大融资需求。

中国物流资产为国内最大优质物流设施供应商之一，收入主要系租金收入及提供管理服务

务收入。2018—2019年，中国物流资产租金收入及提供管理服务收入分别为5.82亿元和7.13亿元，毛利率分别为74.52%和76.73%。2019年，中国物流资产营业收入较2018年同比增长22.36%，主要系营运中物流园数目增加，以及营运中的物流园项目租金及管理费水平整体上升所致。

表 14 2018—2019 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	
	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

资料来源：中国物流资产年度报告

截至2019年底，中国物流资产已竣工稳定物流园项目数量达31个，总建筑面积282.10万平方米，物业估值144.96亿元；已竣工待稳定物流园项目数量共5个，总建筑面积59.72万平方米，物业估值26.90亿元；在建物流园项目数量共4个，总建筑面积56.86万平方米，物业估值9.83亿元；持作未来开发的土地项目共5个，总建筑面积55.32万平方米，物业估值12.30亿元。2019年，中国物流资产物流园出租率达90.3%，较市场整体出租率高出2.4个百分点。

表 15 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
已竣工稳定物流园	2.5	2.8
已竣工待稳定物流园	0.3	0.6
在建或重新定位物流园	1.3	0.6
持作未来开发的土地	0.6	0.6
采用权益法列账之投资	0.3	0.3
合 计	4.6	4.9

资料来源：中国物流资产年度报告

（2）财务分析

（a）财务质量及财务概况

中国物流资产提供了2018—2019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2019年底，中国物流资产共有主要下属子公司45家。截至2018年底，中国物流资产共有主要下属子公司59家。总体看，中国物流资产合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，中国物流资产合并资产总额 229.62 亿元，权益总额 117.39 亿元（非控股股东权益 8.25 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 7.13 亿元，除税前溢利 7.15 亿元。

（b）资产质量

中国物流资产的资产质量较好，以投资物业构成为主。随着投资物业快速增长，中国物流资产的资产规模有所增长。

截至 2019 年底，中国物流资产总额 229.62 亿元，较年初增长 5.38%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占比 6.57%，非流动资产占比 93.43%。资产构成以非流动资产为主，符合物流地产行业特点。

流动资产

截至 2019 年底，中国物流资产流动资产 15.08 亿元，较年初减少 51.79%，主要由现金及现金等价物（占比 77.36%）构成。

截至 2019 年底，中国物流资产现金及现金等价物 11.66 亿元，较年初减少 41.70%。

非流动资产

截至 2019 年底，中国物流资产非流动资产 214.54 亿元，较年初增长 16.23%，主要由投资物业（占 90.42%）构成。

投资物业主要系中国物流资产。截至 2019 年底，中国物流资产投资物业 193.99 亿元，较年初增长 13.85%。

（c）负债及权益总额

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2019年底，中国物流资产权益总额 117.39 亿元，其中股本及溢价 64.42 亿元，资本实力很强。2018—2019 年，中国物流资产权益总额有所增长，主要来自留存盈利的增长。截

至2019年底，中国物流资产权益较年初增长3.25亿元，增长2.85%，其中留存盈利较年初增长3.02亿元。中国物流资产权益由股本及溢价（占比54.88%）、留存盈利（占比36.48%）、少数股东权益（占比7.03%）和其他准备金（占比1.61%）构成。

负债

2018—2019年，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。

2018—2019年，中国物流资产负债总额保持增长。截至2019年底，中国物流资产负债总额112.23亿元，较年初增长10.34%，主要系资本投入的需求带动债务规模随之增长。其中，流动负债占比23.28%，占比较年初下降27.57个百分点；非流动负债占比76.72%，占比较年初提高27.57个百分点，债务结构以长期债务为主。

截至2019年底，中国物流资产流动负债26.13亿元，较年初下降1.35%，主要由短期借款（占81.92%）构成。截至2019年底，中国物流资产短期借款21.40亿元，较年初增长7.35%。

截至2019年底，中国物流资产非流动负债86.10亿元，较年初增长14.46%，构成以长期借款（占60.90%）和递延所得税负债（占比23.21%）为主。截至2019年底，中国物流资产长期借款52.44亿元，较年初下降7.58%。

从有息债务看，2018—2019年，随着物流地产投资需求增长，中国物流资产的债务规模有所增长。截至2019年底，中国物流资产全部债务86.89亿元，其中短期债务占比为24.80%，长期债务占比为75.20%，债务期限结构合理。债务指标方面，2018—2019年，资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率呈上升趋势，2019年分别为48.88%、35.76%和42.54%，较2018年底分别增长1.75、2.55和2.35个百分点。

（d）盈利能力

2018—2019年，中国物流资产收入保持增

长，毛利率水平高，但期间费用和投资物业公允价值收益对除税前利润影响很大，整体盈利能力一般。

2018—2019年，中国物流资产收入快速增长。2019年，中国物流资产实现营业收入7.13亿元，同比增长22.36%，主要系租金收入增长所致。同期，中国物流资产销售成本增速低于营业额，2019年，中国物流资产销售成本为1.66亿元，同比增长11.75%。受营业额增速高于同期销售成本增速影响，2018—2019年，中国物流资产毛利分别为4.34亿元和5.47亿元，毛利率水平呈持续上升趋势，2018—2019年，分别为74.52%和76.73%。中国物流资产主业的盈利能力强。

2018—2019年，中国物流资产期间费用变化不大，但对除税前利润影响很大。2019年，期间费用为6.65亿元，同比下降1.33%，其中销售及市场推广0.34亿元，行政开支1.08亿元，财务费用5.23亿元。2018—2019年，中国物流资产期间费用占营业收入比重分别为115.71%和93.29%。

中国物流资产投资物业以公允价值计量，2018—2019年，投资物业公允价值收益分别为9.48亿元和7.46亿元。同期，中国物流资产除税前利润分别为8.48亿元和7.15亿元。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，2018—2019年，中国物流资产净资产收益率和总资本收益率波动下降，主要系投资物业公允价值收益的下降，其中，净资产收益率分别为4.85%和3.60%，总资本收益率分别为6.43%和5.33%，整体盈利能力一般。

（e）现金流

中国物流资产经营活动现金流量净额规模较大，投资活动现金流出较大，融资活动现金流量净额有所下降。

2018—2019年，中国物流资产经营活动现金流量净额分别为3.02亿元和6.18亿元，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分别为-17.84亿元和-15.16亿元，

主要系添置投资物业导致投资活动现金流量净额为负；其中，2018—2019年，中国物流资产添置投资物业现金流出分别为17.31亿元和18.84亿元；筹资活动现金流量净额分别为16.41亿元和5.04亿元。

(f) 偿债能力

中国物流资产短期偿债能力弱，长期偿债能力一般，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，2018—2019年，中国物流资产流动比率下降明显，分别为118.07%和57.71%；经营现金流动负债比分别为11.39%和23.66%。总体看，中国物流资产短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2019年，中国物流资产EBITDA分别为13.96亿元和12.55亿元，对利息保障倍数分别为2.07倍和1.89倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可。EBITDA全部债务比分别为0.18和0.14。总体看，中国物流资产长期偿债能力一般。

5. 受托人/发行载体管理机构/资金信托受托人

跟踪期内，平安信托财务状况稳定，履职情况一般。

截至2019年末，平安信托注册资本130亿元（含美元5000万元），第一大股东为中国平安保险(集团)股份有限公司，持股比例为99.88%；第二大股东为上海市糖业烟酒(集团)有限公

司，持股比例为0.12%。

截至2019年末，平安信托合并资产总额1728.14亿元，负债合计1154.96亿元，股东权益573.18亿元。2019年，平安信托实现营业收入187.05亿元，净利润57.30亿元。截至2019年末，平安信托信托资产总额4426.08亿元，信托负债52.12亿元，信托权益合计4373.96亿元。2019年，平安信托实现信托项目营业收入405.98亿元，信托项目净利润346.73亿元。

6. 财产信托资金保管机构/单一资金信托保管银行

跟踪期内，上海银行经营稳健，履职情况正常。

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市北分行。截至2020年3月末，上海银行股份有限公司（以下简称“上海银行”）股本总额为142.07亿股，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14.38%、8.30%和6.54%。

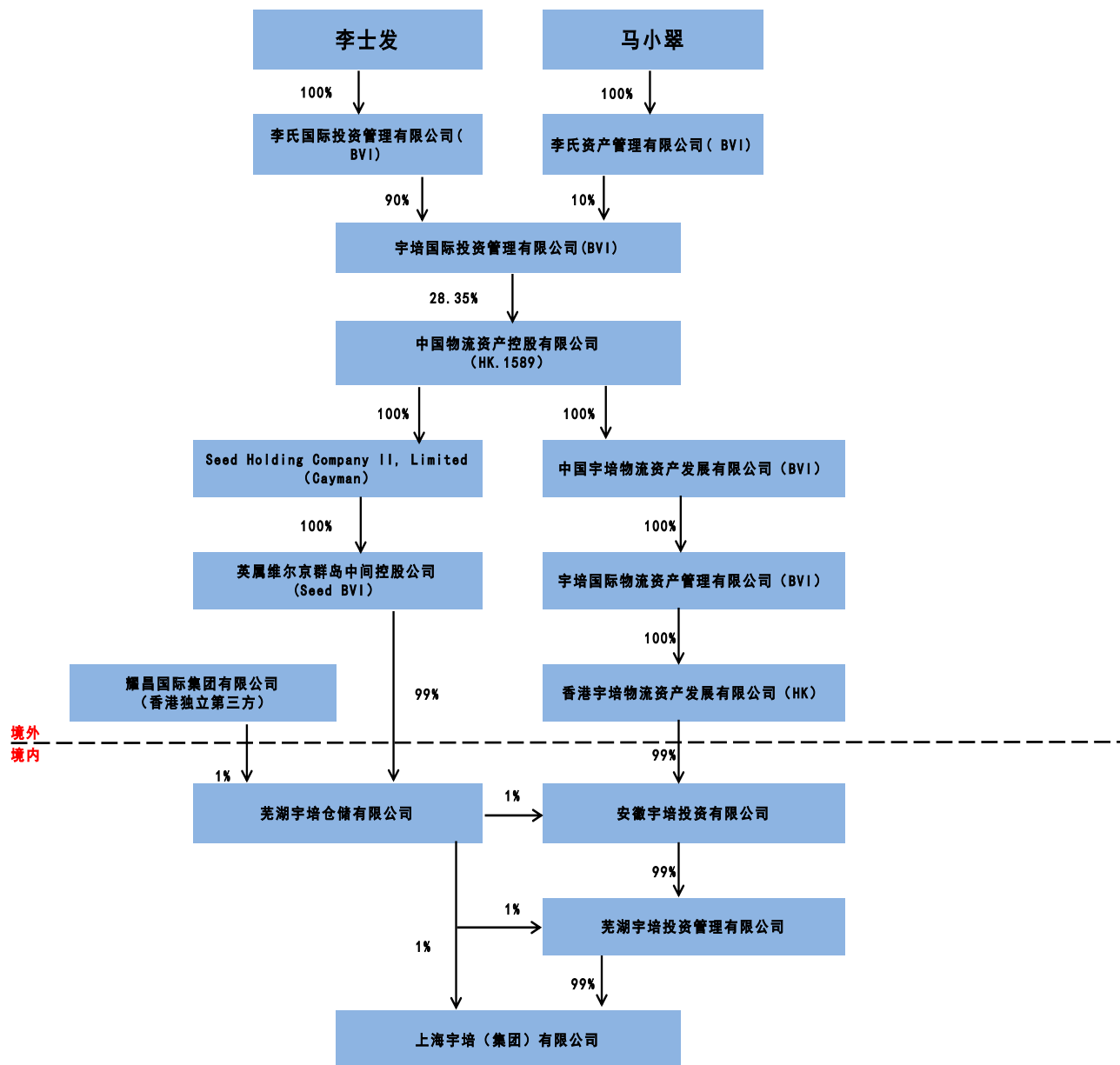
截至2019年末，上海银行合并口径资产总额22370.82亿元；股东权益1772.27亿元。2019年，上海银行实现营业收入498.00亿元，净利润203.33亿元。截至2019年末，不良贷款率1.16%，拨备覆盖率337.15%，资本充足率13.84%，一级资本充足率10.92%。截至2019年末，上海银行资产托管业务规模17878.01亿元。

五、结论

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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构信用状况及履职情况等进行了持续的跟踪和监测。跟踪期内，本交易标的物业收入实现情况尚可；标的物业预计净现金流及抵押担保措施对“19宇培ABN001优先”本息的兑付仍具有较好的保障作用。同时，联合资信维持中国

物流资产的主体长期信用等级为AA⁻_{pi}，评级展望为稳定。综上，联合资信确认维持“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}

附件 1 上海宇培（集团）有限公司股权结构图



资料来源：上海宇培（集团）有限公司提供

附件 2 上海宇培（集团）有限公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	65.87	61.61	57.09
所有者权益（亿元）	28.08	29.06	29.67
短期债务（亿元）	2.95	1.36	--
长期债务（亿元）	11.45	17.51	--
全部债务（亿元）	14.41	18.87	--
营业收入（亿元）	3.05	2.91	0.72
利润总额（亿元）	3.24	1.85	0.20
EBITDA（亿元）	4.40	3.28	--
经营性净现金流（亿元）	7.55	-2.22	0.61
总资本收益率（%）	6.08	4.48	--
净资产收益率（%）	5.95	3.39	--
营业利润率（%）	68.57	75.72	17.22
资产负债率（%）	57.37	52.84	48.03
流动比率（%）	71.71	80.48	75.77
全部债务资本化比率（%）	33.91	39.37	--
长期债务资本化比率（%）	28.97	37.60	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.82	2.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.27	5.75	--

附件 3 中国物流资产控股有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	183.42	215.85	229.62
权益总额(亿元)	93.26	114.14	117.39
短期债务(亿元)	12.04	19.94	21.40
长期债务(亿元)	55.60	56.73	52.44
全部债务(亿元)	67.64	113.47	104.87
营业收入(亿元)	4.04	5.82	7.13
除税前利润(亿元)	12.27	8.48	7.15
EBITDA(亿元)	15.52	13.96	12.55
经营性净现金流(亿元)	2.09	2.61	6.18
销售债权周转次数(次)	5.04	7.82	7.80
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03
总资本收益率(%)	8.26	6.43	5.33
净资产收益率(%)	9.50	4.85	3.60
长期债务资本化比率(%)	37.35	33.20	35.76
全部债务资本化比率(%)	42.04	40.18	42.54
资产负债率(%)	49.16	47.12	48.88
流动比率(%)	121.77	118.07	57.71
经营现金流动负债比(%)	11.11	11.39	23.66
EBITDA 利息倍数(倍)	3.50	2.07	1.89
全部债务/EBITDA(倍)	4.36	5.49	6.93

附件 4 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/平均存货净额
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	
总资本收益率	(净利润+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) /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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC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：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 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 6 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 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