

信用评级公告

联合〔2021〕7344号

联合资信评估股份有限公司通过对“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条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“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条第一期资产支持票据”项下“20 东 3 白条 ABN001 优先”的信用等级维持为 AAA_{sf}，“20 东 3 白条 ABN001 中间”的信用等级提升至 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条 第一期资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

资产支持票据	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20东3白条 ABN001优先	8.90	8.90	87.00	89.00	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20东3白条 ABN001中间	0.60	0.60	5.87	6.00	AAA _{sf}	BBB ⁺ _{sf}
20东3白条 ABN001次	0.50	0.50	4.89	5.00	NR	NR
票据合计	10.00	10.00	97.75	100.00	--	--
超额抵押	0.23	--	2.25	--	--	--
资产池合计	10.23	10.00	100.00	--	--	--

注：NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托设立日：2020 年 9 月 29 日

票据预期到期日：2021 年 10 月 1 日

跟踪期间：2020 年 9 月 29 日—2021 年 4 月 30 日

基础资产跟踪基准日：2021 年 4 月 30 日

票据跟踪基准日：2021 年 4 月 9 日

首次评级日期：2020 年 9 月 10 日

跟踪评级日期：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
消费金融类资产支持票据评级方法	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

分析师

张睿君 聂中一

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况进行了持续的关注，并结合上述要素对票据进行了现金流分析及压力测试。

联合资信分析了京东白条产品截至 2021 年 2 月底的静态池数据，以及资产服务机构提供的跟踪期内资产池的实际表现。分析结果表明，一方面，资产池实际表现良好，优于首评预测结果（资产池 30 天以上放款逾期率¹为 0.08%，90 天以上放款逾期率为 0.04%，而首评预测的同期限核销率²为 0.44%）；另一方面，近期京东白条产品的信用表现也维持稳定（截至 2021 年 2 月底，历史平均核销率为 0.97%，较首评水平下降 0.04 个百分点，收益率为 8.71%，较首次评级增加了 1.56 个百分点），保证了后续循环购买的资产质量；另外，剩余期限的缩短（由 12 个月缩短为 5 个月）也降低了资产池未来现金流的不确定性。因此，资产池总体质量与首评相比有所提升，仍然良好。

交易结构方面，超额利差累积形成 2.25% 的超额抵押提升了“20 东 3 白条 ABN001 优先”和“20 东 3 白条 ABN001 中间”获得的信用支持。从量化测算的结果看，“20 东 3 白条 ABN001 优先”维持首评结果，且风险承受能力有所提升；“20 东 3 白条 ABN001 中间”信用等级由 BBB⁺_{sf} 提升至 AAA_{sf}。

综合考虑上述因素，联合资信确定“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条第一期资产支持票据”项下“20 东 3 白

¹ 放款逾期率=期末逾期基础资产本金余额/初始入池本金金额+累计循环购买本金金额

² 具体计算公式详见正文“2.资产池逾期情况分析”

条 ABN001 优先”的信用等级维持为 AAA_{sf}，“20 东 3 白条 ABN001 中间”的信用等级提升至 AAA_{sf}。

优势

1. **资产池总体质量有所提升，仍然良好。**截至基础资产跟踪基准日，资产池 30 天以上放款逾期率为 0.08%，90 天以上放款逾期率为 0.04%，首评预测的同期限核销率为 0.44%，资产池实际表现良好，优于首评预测结果；截至基础资产跟踪基准日，本次跟踪评级基准核销率为 0.97%，较首评水平下降 0.04 个百分点，收益率为 8.71%，较首次评级增加了 1.56 个百分点，整体资产质量稳定，保证了后续循环购买资产质量；截至基础资产跟踪基准日，剩余期限由 12 个月缩短为 5 个月，专项计划剩余期限的缩短降低了未来现金流的不确定性。

2. **资产池超额利差累积形成的超额抵押提升了优先档票据的信用支持，是优先档票据测算结果提升的重要因素。**超额利差和循环购买放大效应使得本交易存在一定超额抵押。截至基础资产跟踪基准日，资产池应收账款余额为 101878.38 万元，信托账户现金余额 421.21 万元，合计对资产支持票据形成 2.25%的超额抵押，使得“20 东 3 白条 ABN001 优先”和“20 东 3 白条 ABN001 中间”获得的信用支持分别较首次评级提升了 2.00 个百分点和 2.14 个百分点。

3. **优先档票据实际发行利率的下降为测算结果的提升起到积极作用。**具体而言，“20 东 3 白条 ABN001 优先”发行利率为 3.80%，较首评预测下降 70bps；“20 东 3 白条 ABN001 中间”发行利率为 5.80%，较首评预测下降 120bps。

关注

1. **本交易具有循环购买风险。**截至基础资产跟踪基准日，本交易仍处于循环期内。在循环期内，如果循环期内新入池资产服务费率下降，或循环购买的资产质量下降以致违约率

上升，则现金流对优先级资产支持票据本息的保障程度将会降低；如果受托机构无法持续足额购买到合格的基础资产，闲置资金过多或沉淀时间过长，将减少基础资产产生的收益，影响本交易现金流，进而影响本交易本息的兑付。

2. **量化分析可能存在模型风险。**影响现金流预测、信用贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。

3. **外部经济环境不确定性风险。**目前，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负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

发起机构主要财务数据：

北京京东世纪贸易有限公司（合并口径）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1613.12	1808.22	2122.49
所有者权益（亿元）	224.47	361.33	532.53
全部债务（亿元）	241.89	243.31	252.27
营业收入（亿元）	4558.06	5502.85	6813.81
利润总额（亿元）	71.29	122.90	166.41
资产负债率（%）	86.08	80.02	74.91
营业利润率（%）	16.51	15.35	15.33

注：1. 2018-2020 年财务数据使用审计报告期末数据；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

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信用等级有可能发生变化。

一、票据兑付、信用支持及参与方履职能力分析

1. 票据兑付及信用支持

跟踪期内，本交易仍处于循环期内，未触发加速清偿事件、违约事件和权利完善事件。资产池对资产支持票据形成的超额抵押提升了“20 东 3 白条 ABN001 优先”和“20 东 3 白条 ABN001 中间”的信用支持。

本交易于 2020 年 9 月 29 日正式成立。截至票据跟踪评级基准日（2021 年 4 月 9 日），本交易仍处于循环期内，未进行本金分配，已进行 2 次收益分配，累计分配收益金额 1779.02 万元，具体如下表所示：

表 1 本交易收益分配情况（单位：万元）

分配时间	20 东 3 白条 ABN001 优先		20 东 3 白条 ABN001 中间		20 东 3 白条 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2021/01/11	--	963.64	--	--	--	--
2021/04/09	--	815.39	--	--	--	--
合计	--	1779.02	--	--	--	--

资料来源：受托人提供，联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日（2021 年 4 月 30 日），资产池未偿本金为 101878.38 万元，同时信托账户现金余额 421.21 万元，合计对资产支

持票据形成 2.25% 的超额抵押，本交易存续规模情况如下表所示：

表 2 截至基础资产跟踪基准日资产支持票据存续规模相关基本要素（单位：万元、%）

票据简称	存续规模		占比		发行利率		到期日	兑付情况
	跟踪基准日	初始基准日	跟踪基准日	初始基准日	实际发行	首评参数		
20 东 3 白条 ABN001 优先	89000.00	89000.00	87.00	89.00	3.80	4.50	2021/10/01	正常
20 东 3 白条 ABN001 中间	6000.00	6000.00	5.87	6.00	5.80	7.00	2021/10/01	正常
20 东 3 白条 ABN001 次	5000.00	5000.00	4.89	5.00	--	--	2021/10/01	正常
票据合计	100000.00	100000.00	97.75	100.00	--	--	--	--
超额抵押	2299.59	--	2.25	--	--	--	--	--
资产池合计	102299.59	100000.00	100.00	100.00	--	--	--	--

注：分配方式上，循环期内，20 东 3 白条 ABN001 优先按季付息，20 东 3 白条 ABN001 中间期间不分配收益；摊还期内，20 东 3 白条 ABN001 优先按专项计划约定的兑付日付息，过手摊还本金，待 20 东 3 白条 ABN001 优先本息清偿完毕后，偿还 20 东 3 白条 ABN001 中间本息，待 20 东 3 白条 ABN001 优先和 20 东 3 白条 ABN001 中间本息分配完毕后，20 东 3 白条 ABN001 次享有剩余收益

资料来源：受托人提供，联合资信整理

跟踪期间，本交易并未触发加速清偿事件、违约事件和权利完善事件。

2. 参与机构表现

跟踪期内，各参与机构未发生替换，履职情况稳定。

（1）资产服务机构

本交易的资产服务机构为北京正东金控信息服务有限公司（以下简称“正东金控”）。

正东金控成立于 2015 年 1 月 15 日，成立时注册资本 100.00 万元。截至 2020 年底，正东金控注册资本 45.00 亿元。京东科技控股股份有限公司（以下简称“京东科技”）全资持股，实际控制人为刘强东先生。

正东金控提供了 2019—2020 年度审计报告。2019—2020 年度审计报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留审计意见的审计结论。

截至 2020 年底，正东金控资产总额为 199.33 亿元，较年初增长 301.52%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和长期股权投资大幅增加所致。截至 2020 年底，正东金控负债总额为 116.51 亿元，较年初增长 295.34%，主要系其他应付款大幅增加所致。截至 2020 年底，正东金控所有者权益总额为 82.82 亿元，较年初增长 310.54%，主要系实收资本和资本公积大幅增长所致。2020 年，正东金控实现营业收入 2.03 亿元，同比下降 30.32%，主要系运营支持服务费收入下降所致；营业利润 0.49 亿元，同比增长 163.66%；利润总额 0.49 亿元，同比增长 160.35%。2020 年，正东金控经营活动产生的现金流量净额为 25.70 亿元；现金及现金等价物净增加额为 0.01 亿元。

正东金控作为京东科技旗下京东金融的重要主体之一，负责为个人金融、企业金融、金融科技三大板块的业务提供运营、技术等多方位的服务和支持。总体看，正东金控经营状况良好，资产规模和收入规模均实现大幅增长，由其作为资产服务机构，履职能力稳定。

（2）发起机构

本交易的发起机构为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世纪贸易”）。

京东世纪贸易成立于 2007 年 4 月，由银涛投资控股有限公司（以下简称“银涛投资”）出资设立，初始注册资本 300 万美元，初始投资额 500 万美元，银涛投资持股 100%。后历经几次增资，截至 2021 年 3 月底，京东世纪贸易注册资本为 139798.56 万美元，京东香港直接持股 100%，JD.Com Inc. 为间接控股股东，京东世纪贸易实际控制人为自然人刘强东³。

经营分析

京东世纪贸易主要从事互联网零售业务，经营模式涵盖自营在线零售模式和第三方平台零售模式。京东世纪贸易在线零售商品涉及 3C 产品、家用电器、日用百货等全品类交易。从商品交易总额以及用户数量情况看，2019—2020 年，京东集团⁴交易总额（GMV）分别为 2.09 万亿元和 2.61 万亿元，2020 年同比增长 7.18%；用户数量（活跃）近两年分别为 3.62 亿人和 4.72 亿人，2020 年同比增长 30.39%。2019 年，京东商城在“双十一”实现销售额 2044 亿元，同比增加 446 亿元，同比增速从 2018 年的 25.7% 提升到 27.9%；2020 年，京东商城“双十一”实现销售额 2715 亿元，同比增加 671 亿元，同比增长 32.83%。总体看，随着商品交易额及活跃用户数量逐年快速增长，推动京东世纪贸易收入及利润不断提升。截至 2020 年底，平台销售业务中共拥有超过 25 万个签约商家。物流配送方面，京东世纪贸易主要依托京东集团所构建的物流体系为客户提供高效、便捷的配送服务。截至 2020 年底，京东物流运营超过 900 个仓库，包含京东物流管理的云仓面积在内，京东物流仓储总面积约 2100 万平方米，实现了大陆行政区县 100% 覆盖。

总体看，借助通畅的供应商渠道、强大的物流体系和售后服务能力，京东世纪贸易相关运营指标表现良好。

财务分析

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对京东世纪贸易 2019—2020 年度的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，京东世纪贸易资产总额为 2122.49 亿元，较上年底增长 17.50%。从资产结构来看，京东世纪贸易资产以流动资产为主，截至 2020 年底，流动资产为 1750.08 亿元，占

³刘强东先生通过 BVI 公司 Max Smart Limited 以及 BVI 公司 Fortune Rising Holdings Limited 持有 JD.com, Inc. A 级别、B 级别两种不同类的股票，对应 76.9% 的投票权。刘强东先生为 JD.com, Inc. 的实际控制人，并通过 JD.com, Inc. 与京东世纪贸易之间的各级股权和管理层的控制关系对京东世纪贸易进行实际控制。

⁴指 JD.com, Inc. 及其同系子公司

总资产的比例为 82.45%。京东世纪贸易流动资产主要由货币资金、存货、其他应收款和其他流动资产构成，占比分别为 6.89%、30.56%、29.26%和 28.82%。其中，截至 2020 年底，京东世纪贸易货币资金 120.54 亿元，较上年底增加 21.24 亿元，其中，货币资金使用受到限制的金额为 29.02 亿元，受限金额较高；存货 534.91 亿元，主要为京东世纪贸易自营模式下所需的库存商品和订单耗材，2020 年京东世纪贸易计提存货跌价准备 3.92 亿元；其他应收款 512.02 亿元，较上年底增长 16.21%，主要来自于关联方往来款，其中应收关联公司北京京邦达贸易有限公司（以下简称“京邦达”）和北京联茂方泰房地产开发有限公司（以下简称“联茂方泰”）的款项占比较高，京邦达为京东集团物流板块的主要运营主体，联茂方泰主营业务为房地产开发，主要负责京东总部办公大楼和仓储物流项目的开发；应收账款为 40.07 亿元，较上年底有所下降，主要是应收个人白条和应收企业客户白条订单结算款，订单结算比较零散；其他流动资产为 504.33 亿元，较上年底增长 55.69%，以理财产品（393.24 亿元）和待抵扣进项税（110.98 亿元）为主。截至 2020 年底，京东世纪贸易非流动资产为 372.41 亿元，占总资产的比重为 17.55%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和其他非流动资产构成，分别占非流动资产的 16.06%、26.95%、19.03%和 22.53%。其中，截至 2020 年底，京东世纪贸易可供出售金融资产为 59.80 亿元；长期股权投资为 100.35 亿元，较上年底增加 21.60 亿元，全部系对联营公司的股权投资；京东世纪贸易固定资产主要由房屋及建筑物、网络及监控设备、物流及运输设备和电子、办公等其他设备构成；截至 2020 年底，固定资产账面价值为 70.86 亿元，较上年底减少 25.75 亿元，主要系物流运输设备和电子、办公设备的减少；截至 2020 年底，京东世纪贸易其他非流动资产为 83.89 亿元，主要由预付不动产购

置款（33.89 亿元）和一年以上的定期存款（50.00 亿元）构成。

截至 2020 年底，京东世纪贸易总负债为 1589.95 亿元，较上年底增长 9.89%。负债结构方面，京东世纪贸易负债以流动负债为主，截至 2020 年底，负债中流动负债占 99.16%，主要由其他应付款、应付账款和应付票据构成。其中，其他应付款 328.35 亿元，占京东世纪贸易流动负债的 20.83%，主要系应付关联方往来款、供应商保证金及其他保证金等；应付账款 736.64 亿元，占京东世纪贸易流动负债的 46.72%；应付票据为 252.27 亿元，占京东世纪贸易流动负债的 16.00%。截至 2020 年底，京东世纪贸易非流动负债合计 13.28 亿元，主要为递延收益和递延所得税负债。

有息债务方面，截至 2020 年底，京东世纪贸易全部债务合计 252.27 亿元，全部为短期债务。债务指标方面，截至 2020 年底，京东世纪贸易资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.91%和 32.14%，较上年底分别减少 5.11 个百分点。根据 Wind 数据统计，截至 2021 年 5 月 8 日，京东世纪贸易存续的 ABS、ABN 等资产支持票据合计 123 只，融资余额合计 361.11 亿元。其中，1 年以内债券 75 只，融资余额合计 217.81 亿元；1—3 年债券 48 只，融资余额合计 143.30 亿元。由于上述债券随着底层资产已经出表，该部分有息债务未反映在报表中。

截至 2020 年底，京东世纪贸易所有者权益为 532.53 亿元，较上年底增长 48.10%，主要来自未分配利润的增长。截至 2020 年底，京东世纪贸易所有者权益为 532.53 亿元，主要由未分配利润、实收资本和资本公积构成。其中，未分配利润为 412.37 亿元，占所有者权益的比重为 77.44%；资本公积 47.38 亿元，较上年底增加 29.03 亿元，主要为员工股权激励使得其他资本公积增加所致；其他综合收益-20.22 亿元，为可供出售金融资产公允价值变动所致。京东

世纪贸易少数股东权益规模较小，2020 年底为 2.17 亿元。

2019—2020 年，京东世纪贸易营业收入分别为 5502.85 亿元和 6813.81 亿元，上涨幅度明显。京东世纪贸易营业收入包括自营销售业务产生的销售收入和广告、佣金等第三方平台服务收入，增长主要来自自营销售收入。营业利润率方面，2019—2020 年，京东世纪贸易在新业务领域以及拓宽渠道方面支出了大量资金，使得营业成本呈增长态势，但其盈利能力总体变动不大；2019—2020 年，营业利润率分别为 15.35% 和 15.33%。期间费用方面，2019—2020 年，京东世纪贸易期间费用占收入的比重分别为 13.53% 和 13.46%，呈现下降趋势。期间费用构成中，销售费用占比较大，2019—2020 年分别为 594.97 亿元和 742.58 亿元，销售费用的增长一方面是由于订单量大幅增加，相应的订单履约成本随之增加，另一方面是由于京东世纪贸易为增加品牌认可度、吸引新用户，逐步通过品牌广告、购物节等途径加大宣传力度，导致市场推广费有较大幅度增加。随着京东世纪贸易不断推出新的业务，2019—2020 年研发费用呈现增长态势，分别为 124.23 亿元和 142.05 亿元。京东世纪贸易投资收益主要为理财收益，近两年分别为 12.38 亿元和 12.90 亿元；其他收益以政府补助为主，近两年分别为 21.22 亿元和 26.28 亿元。2019—2020 年，京东世纪贸易利润总额分别为 122.90 亿元和 166.41 亿元，呈增长态势，主业盈利能力强。

现金流方面，2019—2020 年，京东世纪贸易经营活动产生的现金流量净额分别为 206.06 亿元和 250.33 亿元。随着京东世纪贸易活跃用户数和订单量增长，京东世纪贸易收入和现金流入大幅增长，经营活动产生的现金流净额保持净流入；收入实现方面，2019—2020 年，京

东世纪贸易现金收入比分别为 115.23% 和 113.68%，收入实现质量较好。京东世纪贸易近年来对外投资规模较大，主要系固定资产的投资和购买理财产品，2019—2020 年，投资活动产生的现金流量净额分别为 -204.38 亿元和 -207.68 亿元。2019—2020 年，京东世纪贸易筹资活动净现金流均呈流出状态，分别为 -42.70 亿元和 -0.87 亿元，净流出规模有所收缩。

从短期偿债能力指标看，2019—2020 年末，京东世纪贸易流动比率分别为 103.94% 和 111.00%，速动比率分别为 64.73% 和 77.07%，经营现金流动负债比分别为 14.38% 和 15.88%，现金类资产/短期债务比分别为 0.41 倍和 0.48 倍。

从长期偿债能力指标看，2019—2020 年，京东世纪贸易 EBITDA 分别为 159.41 亿元和 167.28 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 223.33 倍和 193.01 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力良好；全部债务/EBITDA 分别为 1.53 倍和 1.51 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度强。

截至 2020 年底，京东世纪贸易合并口径共获银行授信人民币 872.02 亿元，其中已使用授信人民币 221.93 亿元，未使用授信人民币 650.09 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，京东世纪贸易合并口径无对外担保。

根据企业提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1011011506073820A），截至 2021 年 5 月 13 日，京东世纪贸易本部无未结清不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

（3）受托人与托管银行/托管人

跟踪期内，本交易受托人与托管银行未发生替换，履职情况稳定。

二、基础资产分析

跟踪期内，循环购买机制非常有效，资产

池总体质量与首评相比有所提升，仍然良好。

1. 资产池概述

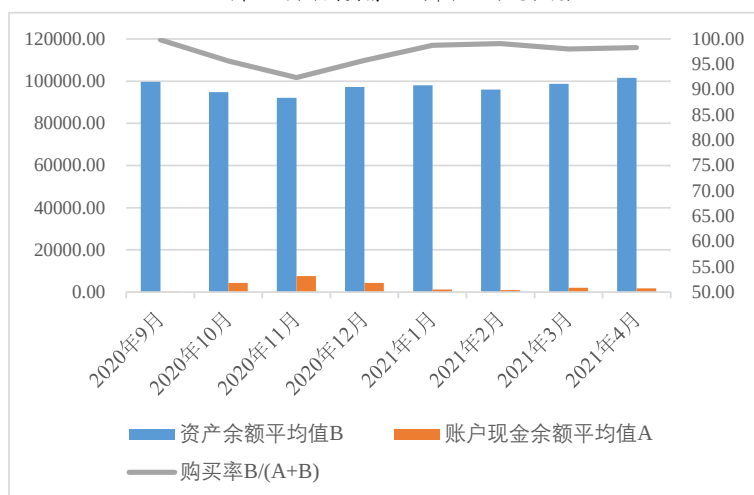
本交易涉及的基础资产为消费者在京东商城购买商品或服务时形成的白条资产。跟踪期间，通过循环购买，资产池规模较初始基准日放大，形成了一定的超额抵押。截至基础资产跟踪基准日（2021年4月30日），资产池未偿本金为101878.38万元，同时信托账户现金余额421.21万元，合计对资产支持票据形成2.25%的超额抵押。截至基础资产跟踪基准日，资产池累计循环购买的白条资产本金之和达到

48.16亿元，为期初资产规模的4.82倍。

2. 循环购买机制有效性分析

本交易设有循环购买结构。标准条款约定，循环期内，受托人计提专项计划应付的税收、费用、应兑付投资者的收益后，以剩余款项用于循环购买。截至票据跟踪基准日（2021年4月9日），本交易尚处于循环期。跟踪期间，受托人及资产服务机构严格按照交易文件约定的流程进行基础资产的循环购买。

图1 循环购买情况⁵（单位：万元、%）



资料来源：正东金控提供，联合资信整理

由上图可见，本交易自成立至本次票据跟踪基准日，购买率平均值为97.21%，跟踪期间资金利用效率很高，循环购买机制非常有效。

3. 资产置换情况分析

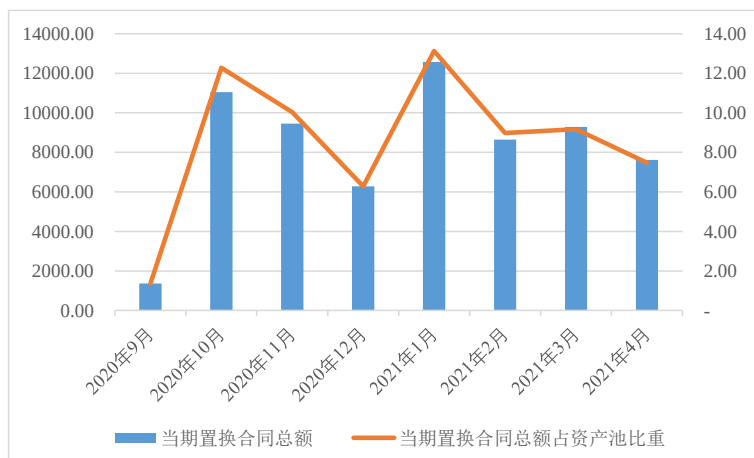
本交易约定，发起机构承诺在专项计划存续期内根据相关约定对灭失资产⁶予以置换。本

交易自成立至本次票据跟踪基准日，资产发生了少量灭失情况，京东世纪贸易对其进行了置换。本交易自成立至本次票据跟踪基准日，累计置换的合同总额为66269.12万元，月均置换8283.64万元，各期置换资产合同总额占当期资产池期末余额的比例平均值为8.59%，占比较小。

⁵ 账户现金余额平均值 = (期初账户现金余额 + 期末账户现金余额) / 2；资产余额平均值 = (期初资产余额 + 期末资产余额) / 2

⁶ 灭失资产系指就某笔资产而言，系指在其对应的初始起算日、信托财产交付日、信托生效日、循环购买基准日或置换起算日后，该笔资产出现以下任一情形而全部或部分消灭：(i) 该笔资产对应的买卖协议（购物订单或其他形式）在向债务人交付商品或服务前被解除或撤销；(ii) 该笔资产对应的买卖协议项下的商品或服务发生退货导致相应的买卖协议被解除或撤销或导致应付货款、服务费及其他应付款项（如有）减损。

图2 置换合同金额占比情况（单位：万元、%）



资料来源：正东金控提供，联合资信整理

4. 资产池逾期情况分析

资产池中放款逾期率分布如下表所示：

自本交易成立日（2020年9月29日）起，

表3 资产池逾期率变化（单位：天、%）

逾期天数	2020/9/30	2020/10/31	2020/11/30	2020/12/31	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30
≤30	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05
(30, 90]	0.00	0.02	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04
>90	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04
合计	0.07	0.08	0.09	0.11	0.13	0.14	0.16	0.14

资料来源：正东金控提供，联合资信整理

从上表可以看出，截至基础资产跟踪基准日，30天以上放款逾期资产占比为0.08%，资产池90天以上逾期占比极低，占比为0.04%，首评预测的同期限核销率0.44%，实际表现与首评预测结果基本一致。资产池逾期资产未偿本金余额占累计循环购买本金金额的比重呈波动增长趋势，主要是由于随着时间的推移风险逐渐暴露，逾期资产增速大于累计放款的增速

导致。考虑到截至基础资产跟踪基准日，资产池累计循环购买的白条资产本金之和达到48.16亿元，为期初资产规模的4.82倍，首评预测的同期限核销率为0.44%，因此，资产质量表现较首次评级时保持稳定，考虑到资产池剩余期限缩短，资产池整体质量有所提升，仍然良好。

三、定量分析

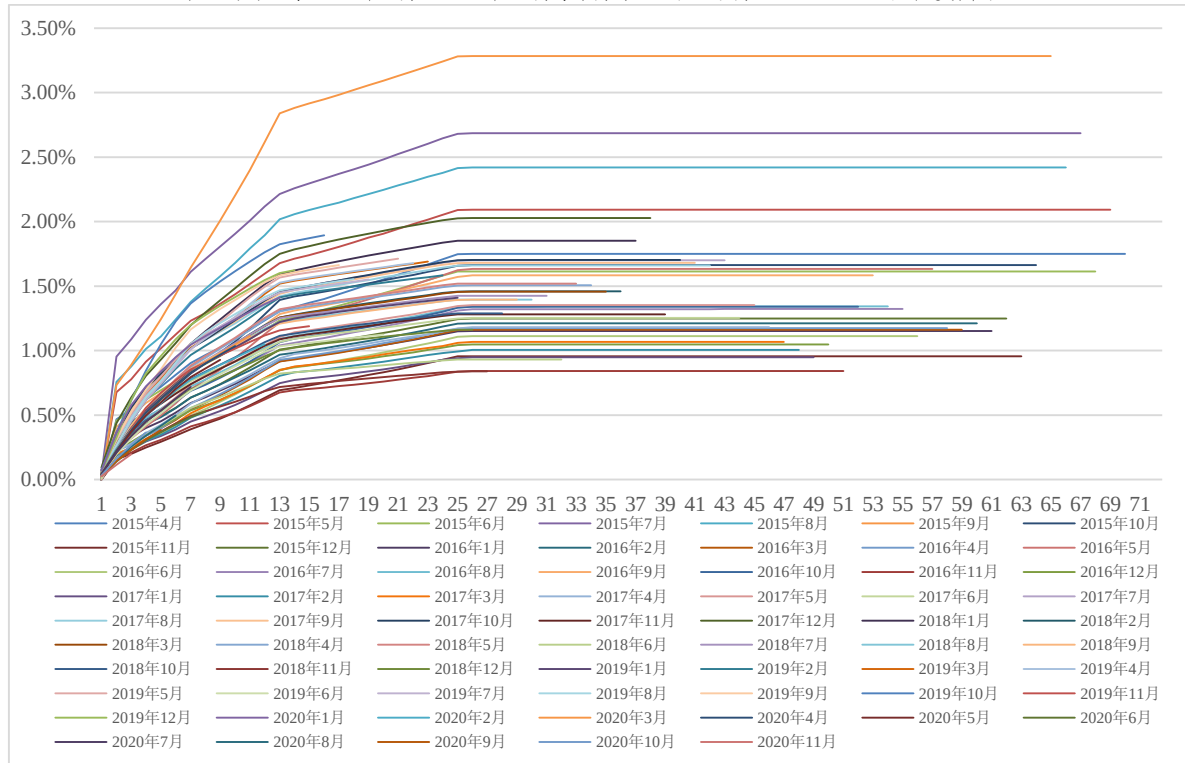
1. 现金流分析

本交易的资产为发起机构的应收账款资产债权。考虑到债务人早偿和拖欠的可能，模拟资产池的还款金额及时点分布会与发起机构应收账款约定的还款安排存在巨大差异。本交易设有循环购买机制，预计循环期内按日循环购买符合合格标准的资产。本交易预计期限为一

年，联合资信根据京东白条产品的历史表现，共提取71个静态池数据。其中，由于2020年12月—2021年2月静态池数据表现时间太短，联合资信未将该3个静态池纳入测算范围。最终，联合资信在测算时使用了2015年4月—2020年11月共计68个静态池样本的历史数据，并计算出收益率、核销率和月还款率三个

量化指标，并根据资产池实际表现情况计算出 易未来现金流情况。
购买率指标（详见下表结果），用于模拟本交

图3 京东白条 2015年4月—2020年11月每个月静态池在后续月份的30天以上累计逾期率表现



注：每条线代表某个月新增资产的逾期表现；纵轴为30天以上逾期率；横轴为逾期率对应的月份间隔，时点区间是2015年4月—2020年11月
资料来源：正东金控提供，联合资信整理

联合资信本次跟踪评级计算得出的量化参数与首次评级时采用的基准参数对比如下表所示：

表4 基准参数表（单位：%）

参数名称	参数基准值	
	本次	首次
收益率	8.71	7.15
核销率	0.97	1.01
月还款率	20.54	20.77
购买率	96.99	100.00

资料来源：正东金控提供，联合资信整理

从上表中可以看出，京东白条资产的收益率指标较首次评级增加了1.56个百分点，月还款率指标较首次评级时下降了0.23个百分点，核销率保持较低水平。总体看，京东白条资产质量良好，且基本保持稳定。

2. 压力测试

上述基准参数主要用于预测一般情况下，

资产池未来现金流的表现。但要使票据的信用等级能达到投资级以上，票据就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，票据及时、足额偿付的能力。

目前，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负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性影响。

（1）压力测试标准

对于现金流模型，联合资信仅针对现金流入端进行加压考虑，以判断在目标评级的情况下“20东3白条ABN001优先”和“20东3白条ABN001中间”是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于收益率、核销率、月还款率和购买率四个量化指标按照目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力标准进行加压考量。本交易存续期限超过 6 个月，核销率、收益率、月还款率与购买率不再设压力过渡时间。

同时，由于京东白条业务开展时间超过 3 年，历史数据较为充分，资产服务机构风控水平较好，联合资信维持资产服务机构压力调整系数为 1.0 不变。现金流流入端最终压力参数结果如下表所示：

表 5 目标评级压力情境下现金流流入压力参数设置

参数名称	收益率	核销率	月还款率	购买率
基准参数 (%)	8.71	0.97	20.54	96.99
加压过渡时间 (月)	0	0	0	0
AAA _{sf} 折损率/乘数加压标准	0.45	5.50	0.50	0.45
压力调整系数	1.00			
最终压力参数 (%)	4.79	5.34	10.27	53.34

资料来源：正东金控提供，联合资信整理

除了对于上述量化指标的加压外，在本次跟踪评级的现金流压力测试过程中，联合资信采用 102090.95 万元作为资产池规模，即在基础资产跟踪基准日时，资产池规模=资产池未偿本金余额+信托账户现金余额之和+发起机构收款账户余额-逾期 90 天以上资产未偿本金余额。

现金流流出端压力因子设置

现金流流出端的参数主要涉及税费、发行利率以及各机构费用等，考虑到票据存续期间上述参数发生变化的概率较低，因此，联合资信在量化测算中不再对其进行单独加压。

联合资信参照本交易成立时确定的相关信息设置跟踪评级时的现金流流出参数，具体如下表 6 所示：

表 6 基准参数表 (单位: %)

参数名称	参数值	
	本次	首次
20 东 3 白条 ABN001 优先收益率	3.80	4.50
20 东 3 白条 ABN001 中间收益率	5.80	7.00
税率	3.26	3.26
合计服务费率	0.12	0.12

从上表可以看出，“20 东 3 白条 ABN001 优先”发行利率为 3.80%，较首评预测下降 70bps；“20 东 3 白条 ABN001 中间”发行利率为 5.80%，较首评预测下降 120bps。税率和服务费率与首评时保持一致。

(2) 压力测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到目标评级 AAA_{sf} 下各档票据的压力测试结果，具体如下表所示：

表 7 目标评级 AAA_{sf} 情景下压力测试结果 (单位: 万元)

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款本金	112769.42	税费	567.00	567.00
		20 东 3 白条 ABN001 优先票据利息	1175.28	1175.28
		20 东 3 白条 ABN001 中间票据利息	232.64	232.64
		循环购买支出	--	16760.69
回收款利息	1132.16	20 东 3 白条 ABN001 优先票据本金	89000.00	89000.00
		20 东 3 白条 ABN001 中间票据本金	6000.00	6000.00
		20 东 3 白条 ABN001 次票据本金	5000.00	165.98
流入合计	113901.58	流出合计	101974.91	114078.91

根据目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力测试结果看出,“20 东 3 白条 ABN001 优先”可在预期到期日偿还完所有本息,同时信托账户中尚余 6398.62 万元可用于兑付“20 东 3 白条 ABN001 中间”“20 东 3 白条 ABN001 次”本金和“20 东 3 白条 ABN001 中间”利息,从而对“20 东 3 白条 ABN001 优先”本金形成 7.19% 的安全距离⁷;“20 东 3 白条 ABN001 中间”本金可在预期到期日偿还完所有本息,同时信托账户中尚余 165.98 万元可用于兑付“20 东 3

白条 ABN001 次”本金,从而对“20 东 3 白条 ABN001 中间”本金形成 0.17% 的安全距离⁸。因此,“20 东 3 白条 ABN001 优先”和“20 东 3 白条 ABN001 中间”能通过目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力测试。

联合资信最终确定“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条第一期资产支持票据”项下的“20 东 3 白条 ABN001 优先”的信用等级维持为 AAA_{sf},“20 东 3 白条 ABN001 中间”的信用等级提升至 AAA_{sf}。

四、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量,确定“北京京东世纪贸易有限公司 2020 年度东道 3 号京东白条第一期资产支持票据”项下“20 东 3 白条 ABN001 优先”的信用等级维持为 AAA_{sf},“20 东 3 白条 ABN001 中间”的信用等级提升至 AAA_{sf},“20 东 3 白条 ABN001 次”未予评级。

上述“20 东 3 白条 ABN001 优先”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极强,违约风险极低;“20 东 3 白条 ABN001 中间”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极强,违约风险极低。

⁷20 东 3 白条 ABN001 优先安全距离=20 东 3 白条 ABN001 优先本息兑付完毕后剩余的现金/20 东 3 白条 ABN001 优先未偿规模

⁸20 东 3 白条 ABN001 中间安全距离=20 东 3 白条 ABN001 中间本息兑付完毕后剩余的现金/20 东 3 白条 ABN001 优先及 20 东 3 白条 ABN001 中间的未偿规模之和。

附件 1 发起机构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）	126.90	99.32	120.59
资产总额（亿元）	1613.12	1808.22	2122.49
所有者权益（亿元）	224.47	361.33	532.53
短期债务（亿元）	241.89	243.31	252.27
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	241.89	243.31	252.27
营业收入（亿元）	4558.06	5502.85	6813.81
利润总额（亿元）	71.29	122.90	166.41
EBITDA（亿元）	110.43	159.41	167.28
经营性净现金流（亿元）	159.94	206.06	250.33
财务指标			
销售债权周转次数（次）	26.04	58.50	150.58
存货周转次数（次）	9.08	9.39	10.50
总资产周转次数（次）	2.86	3.22	3.47
现金收入比（%）	117.50	115.23	113.68
营业利润率（%）	16.51	15.35	15.33
总资本收益率（%）	15.51	18.29	19.80
净资产收益率（%）	29.80	30.41	29.01
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	51.87	40.24	32.14
资产负债率（%）	86.08	80.02	74.91
流动比率（%）	92.14	103.94	111.00
速动比率（%）	61.21	64.73	77.07
经营现金流动负债比（%）	11.57	14.38	15.88
现金短期债务比（倍）	0.52	0.41	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	20.29	223.33	193.01
全部债务/EBITDA（倍）	2.19	1.53	1.51

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+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) / 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+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。