

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《厦门象屿集团有限公司 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
二零一九年一月二十九日



信用等级公告

联合[2019] 253 号

联合资信评估有限公司通过对“厦门象屿集团有限公司 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，确定厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月二十九日



厦门象屿集团有限公司 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 A 级资产支持票据	85000.00	68.55	AAA _{sf}
优先 B 级资产支持票据	38000.00	30.65	AAA _{sf}
次级资产支持票据	1000.00	0.81	NR
合 计	124000.00	100.00	—

注：1. NR——未予评级，下同。

2. 各项求和与“合计”不等是四舍五入所致，下同。

交易概览

评估基准日：2018 年 7 月 1 日
载体形式：信托型资产支持票据
资产：委托人为设立信托而根据《票据信托合同》信托予受托机构的标的信托受益权
信用提升机制：超额覆盖、超额抵押、差额支付、差额补足、优先/次级结构
委托人/回售和回购承诺人/发起机构/标的信托委托人/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人：象屿集团有限公司
受托人/标的信托受托人：平安信托有限责任公司
借款人/出质人：厦门国际物流中心开发有限公司、厦门象屿尚高物业服务有限公司、上海象屿投资管理有限公司
抵押人：厦门国际物流中心开发有限公司、上海象屿投资管理有限公司
监管银行/标的信托资金保管机构/资金保管机构/主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司

评级时间

2019 年 1 月 29 日

分析师

屈晓灿 崔健 叶广志

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“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”所涉及的资产、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考量，并在考虑了差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人的信用水平、偿付意愿的前提下，确定“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低；优先 B 级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易抵押物涉及两处物业，深圳市世联土地房地产评估有限公司（以下简称“世联评估”）于评估基准日给予抵押物的评估价值合计为 231053.45 万元人民币，优先 A 级资产支持票据对抵押物评估价值抵押率为 36.79%，优先 A 级和优先 B 级资产支持票据对抵押物评估价值抵押率为 53.23%，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. 厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）承诺为本交易标的信托财产专户内的资金不足以支付《信托贷款合同》项下应付本息及其他应付费用的差额部分承担补足义务。象屿集团承诺对本交易项下财产信托财产专户内的可供分配资金金额不

足支付优先级资产支持票据当期应付本息金额之和的差额部分承担补足义务。象屿集团经营稳健，信用水平很高，联合资信给予其主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。象屿集团提供的差额支付、差额补足承诺能有效缓释本交易中的信用风险和流动性风险。

3. 本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 级、优先 B 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. 本交易项下资产对应的标的信托设置了多重担保机制。针对《信托贷款合同》项下的主债权，出质人以其自基准日（含该日）起享有的《质押合同》载明的各项款项其提供质押担保；抵押人以其持有的《抵押合同》载明的房产和土地使用权为其提供抵押担保；象屿集团则对其项下应付本息及费用承担差额支付义务。象屿集团对优先级资产支持票据当期应付本息金额之和承担差额补足义务。以上担保机制对优先级资产支持票据的本息兑付起到了较好的保障作用。

关注及风险缓释

1. 优先级资产支持票据各期利息和期间本金的还款来源为物业运营收入，在信托存续期内，若物业运营收入发生大幅波动，或将导致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：本交易目标资产共涉及两处物业，厦门国际航运中心大楼物业和上海象屿大厦物业，所在地区经济发达程度较高，物业历史出租情况较好，未来租金收入有望保持稳定并随市场行情上调，因而目标

资产运营收入面临的波动风险较小。

2. 本交易未设置资产服务机构，目标资产的运营方目前为厦门国际物流中心开发有限公司（以下简称“物流中心”）、厦门象屿高尚物业服务有限公司（以下简称“高尚物业”）以及上海象屿投资管理有限公司（以下简称“象屿投资”），各运营方的持续运营能力将对目标资产的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息的兑付。

风险缓释：本交易的各运营方的实际控制人均为象屿集团。两处物业近三年的出租率均维持在 93% 以上，历史运营情况较好，本交易面临的资产服务机构缺位风险和持续运营风险较低。

3. 在本资产支持票据到期之时，借款人将面临较大规模资金支出以偿付未偿本金及当期利息，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，同时象屿集团也为《信托贷款合同》项下的主债权承担差额支付、优先级票据本息承担差额补足义务。本交易优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 53.23%，抵押担保及差额支付、差额补足安排对优先级资产支持票据本金的偿付具有较好的保障作用。

4. 商业地产与经济增速紧密关联，近年来我国经济持续放缓，同时受网络电商平台的冲击，商业地产行业增速波动下行。因此，本交易借款人营业收入水平、抵押物价值会受到商业地产行业的发展状况影响，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信评级过程中已经考虑了商业地产行业波动对物业未来现金流入及估值带来的影响，同时也将持续关注国家宏观政策变化和商业地产行业发展情况。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构厦门象屿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厦门象屿集团有限公司/平安信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门象屿集团有限公司/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，未因厦门象屿集团有限公司/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“厦门象屿集团有限公司 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。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的原始权益人厦门象屿集团有限公司将其合法所有的标的信托合同项下的标的信托受益权作为资产，采用特殊目的载体机制，通过平安信托有限责任公司设立“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。平安信托以受托的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优先级资产支持票据（包括优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据，下同）和次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该等资产支持票据（以下简称“票据”）取得票据信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/回售和回购承诺人/发起机构/标的信托委托人/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人：厦门象屿集团有限公司
受托人/标的信托受托人：平安信托有限责任公司
监管银行/标的信托资金保管机构/资金保管机构/主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：中国建设银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司
现金流评估预测机构/资产评估机构：深圳市世联土地房地产评估有限公司
法律顾问：福建天衡联合律师事务所

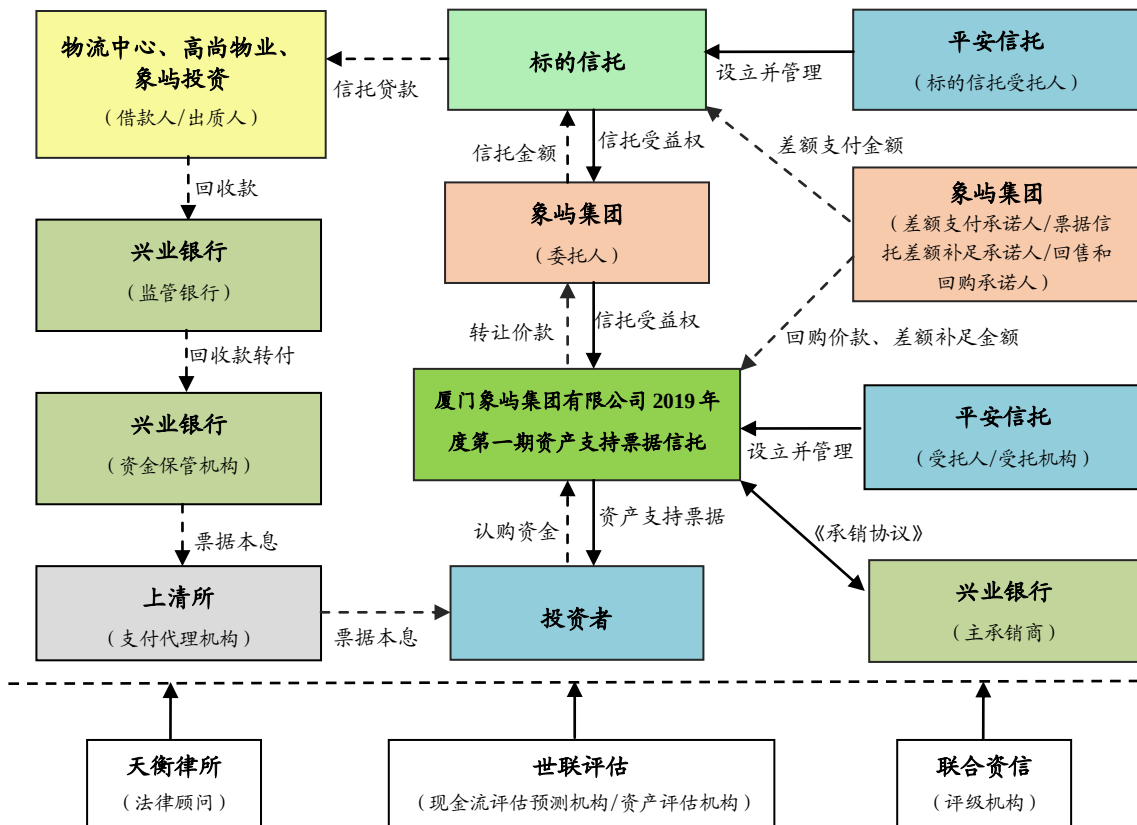


图 1 交易安排

2. 基础资产

本交易的基础资产系指由委托人象屿集团

为设立票据信托而根据《厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托合同》（以

下简称“《票据信托合同》”)信托并转让予受托人平安信托的其所持有的标的信托受益权。上述信托受益权来源于委托人象屿集团将资金委托给平安信托设立标的信托而享有的信托利益。该资金信托项下资金用于向借款人物流中心、高尚物业和象屿投资发放信托贷款,贷款规模为124000.00万元人民币,贷款期限为20年,贷款用途为补充流动资金(具体用途以《发行说明书》为准)。本交易标的信托设置了抵/质押担保机制,即抵押人以其持有的《抵押合同》项下房屋及其对应的土地提供抵押担保,出质人以其在特定期间内享有的物业运营收入及其有权收取的其他款项提供质押担保。此外象屿集团为标的信托《信托贷款合同》项下的主债权提供差额支付。

3. 资产支持票据

本交易计划发行资产支持票据规模为124000.00万元,包括优先级票据和次级票据。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A级票据预计发行规模为85000.00万元,预计存续期20年,每3年启动开放退出一次,按半年还本付息,预期本金偿付计划详见表2;优先B级票据预计发行规模为38000.00万元,预计存续期为20年,每3年启动开放退出一次,按半年付息,本金到期一次性兑付。次级票据不设票面利率,享有最终剩余收益。

表2 优先A级票据预期本金偿付计划 单位: 万元

兑付日	还本金额	兑付日	还本金额
第 1 个	350.00	第 21 个	1975.00
第 2 个	350.00	第 22 个	2050.00
第 3 个	375.00	第 23 个	2075.00
第 4 个	450.00	第 24 个	2325.00
第 5 个	475.00	第 25 个	2350.00
第 6 个	500.00	第 26 个	2450.00
第 7 个	500.00	第 27 个	2500.00
第 8 个	625.00	第 28 个	2700.00
第 9 个	625.00	第 29 个	2800.00
第 10 个	1025.00	第 30 个	2900.00
第 11 个	1025.00	第 31 个	2975.00
第 12 个	1300.00	第 32 个	3225.00
第 13 个	1325.00	第 33 个	3300.00
第 14 个	1400.00	第 34 个	3400.00
第 15 个	1400.00	第 35 个	3500.00
第 16 个	1600.00	第 36 个	3775.00
第 17 个	1625.00	第 37 个	3875.00
第 18 个	1700.00	第 38 个	3975.00
第 19 个	1725.00	第 39 个	4050.00
第 20 个	1925.00	第 40 个	8500.00

自信托生效日(含该日)至首个利率调整日(不含该日)之间的期间内,优先级票据的票面利率根据簿记建档结果确定;在每个利率调整公告日前,发起机构经与受托人协商,有权对优先级票据的票面利率进行调整。自首个利率调整日(含该日)起,优先级票据的票面利率根据受托人发布的优先级票据票面利率调整公告确定。

表3 资产支持票据概况

单位: 万元/%

名称	信用等级	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 A 级资产支持票据	AAA _{sf}	计划摊还	半年	85000.00	68.55	固定	信托成立后满 20 年之日	预期到期日后满 24 个月
优先 B 级资产支持票据	AAA _{sf}	到期一次还本	半年	38000.00	30.65	固定	信托成立后满 20 年之日	预期到期日后满 24 个月

次级 资产支持票据	NR	到期一次 还本	—	1000.00	0.81	—	信托成立后满 20 年之日	预期到期日后满 24 个月
--------------	----	------------	---	---------	------	---	------------------	------------------

二、基础资产分析

本交易的基础资产为原始权益人象屿集团持有的单一资金信托受益权，上述信托受益权来源于委托人象屿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借款人发放信托贷款，信托贷款以目标资产抵押、物业运营收入及其有权收取的其他款项质押及象屿集团差额支付为担保措施。优先级票据各期利息和期间本金的第一还款来源主要为借款人收取的目标资产运营净收入，优先级票据期末本金与利息的最终兑付还依赖于借款人的再融资能力和抵押物的变现价值。因此上述目标资产运营净收入以及抵押物的变现价值对优先级票据利息、本金的偿付具有重要作用。

1. 目标资产概况

本交易目标资产是指象屿集团大厦物业与厦门国际航运中心大楼物业。

(1) 象屿集团大厦物业

目标资产象屿集团大厦物业位于上海市黄浦区西藏中路 725 弄 28 号，产权证显示其建筑面积合计 10840.46 平方米，权利人/土地使用权人为上海象屿投资管理有限公司。根据发起机构提供合同台账统计，共计 30 间办公室，地下车位 67 个。物业对外租户以物流、贸易、教育、金融类性质的公司为主，出租经营面积约 0.9 万平方米，截至 2017 年底办公室已经全部出租经营，出租率达 100%。

象屿集团大厦于 2010 年竣工开业运营，各系统设施设备配置较为完善，地上 10 层，地下 2 层，包含商务、办公。现楼栋 1 至 5 层部分为出租，部分为自用；7 至 10 层为自用，地下车位部分用于出租，部分自用，地下一层为自用员工餐厅和办公用房。大厦为钢混结构，建筑外立面为巴洛克风格，采用了最新节能标

准。建筑材质与老建筑保持协调一致，保证连续的街道空间及建筑界面风格。

总体来看，目标资产产权明晰，实体状况较好，地理位置优越，交通便利，配套齐全，整体情况良好。

(2) 厦门国际航运中心大楼物业

厦门国际航运中心大楼物业包含位于福建省厦门市湖里区象屿路 89 号厦门国际航运中心大楼的共 272 套物业，建筑面积 64310.37 平方米¹，土地使用权人为厦门国际物流中心开发有限公司。根据发起机构提供的合同台账以及现场访谈调查，2017 年平均出租率为 93%。

国际航运中心于 2011 年 04 月开业试运营，共分 A、B、C、D、E 五个区，其中 A、B 区地上共 7 层，C 区地上共 6 层，D、E 区地上共 11 层，其中本交易目标资产包括 B、D、E 区以及 A 区 1-2 层两个银行店面、C 区 1 层报关大厅，室内净层高均约 3 米，室内格局方正，布局较合理，目前整体处于成熟阶段。厦门国际航运中心大楼物业为钢筋混凝土结构，楼栋内设施设备齐全。楼栋外墙为高级墙砖及玻璃幕墙，整体造型好，外观成新度较高，室内装修精良。

总体来看，目标资产产权明晰，实体状况良好，运行成熟，交通便利，配套齐全，整体情况良好。

2. 目标资产运营收入情况分析

本交易入池的目标资产均为写字楼，影响目标资产现金流的主要因素包括租金水平、空置率、租金增长率、承租人集中度以及运营费用支出等方面。

¹ 根据发起机构提供的《厦门市土地房屋权证》（厦国土房证第地 00010661 号），估价对象的证载面积合计不超过 69426 平方米，此处参考资产评估机构的评估口径，以《土地房屋产籍调查表》记载的面积为准，合计为 64310.37 平方米。

(1) 象屿集团大厦物业经营收入情况
象屿集团大厦物业运营收入主要来源于办公楼租赁现金流入、停车场现金流入、水电费

收入、其他收入及相应付现成本（现金流出），近三年经营收入组成情况详见表 4。

表 4 象屿集团大厦物业经营收入组成情况

单位：万元/%

年度	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租金收入	1360.33	57.70	1334.91	30.89	1555.82	75.90
物业管理费收入	292.17	12.39	275.53	6.38	268.98	13.12
车位收入	44.54	1.89	49.67	1.15	48.70	2.38
水电费	0.00	0.00	34.45	0.80	51.32	2.50
维修业务费收入	0.00	0.00	2600.00	60.16	0.00	0.00
其他业务收入	660.69	28.02	26.96	0.62	125.07	6.10
营业总收入	2357.72	—	4321.53	—	2049.89	—

注：1. 以上数据摘自发起机构提供资料，下同；

2. 因企业 2016 年开展了维修业务，故营业收入大幅上升。

象屿集团大厦物业于 2010 年投入运营，可用于出租的办公室共 30 项，计租面积合计 9097.37 平方米，除收回自用外大部分会选择续租，近年来整体出租率一直保持在 95%以上，其中 2016 年出租率为 97.2%，2017 年出租率为 100%。

根据发起机构提供的象屿集团大厦物业租户租赁合同台账，大部分作办公物业出租，前十大主力租户信息如下：

表 5 象屿集团大厦物业前十大租户情况

序号	承租人	日租金 (元/㎡)	租赁面积 (㎡)	租期 (年)
1	承租人 1	4.80	1183.65	1.00
2	承租人 2	5.30	1047.32	2.25
3	承租人 3	4.90	1046.76	3.00
4	承租人 4	4.80	886.44	1.00
5	承租人 5	4.59	654.92	2.00

6	承租人 6	5.05	627.22	2.00
7	承租人 7	4.80	536.91	1.00
8	承租人 8	4.80	354.73	1.00
9	承租人 9	4.80	347.06	1.00
10	承租人 10	4.59	280	2.00

(2) 厦门国际航运中心大楼物业经营收入情况

厦门国际航运中心大楼物业运营收入包括物业持有人运营收入以及大楼物业运营公司厦门象屿高尚物业服务有限公司的运营收入。其中物业持有人运营收入主要来源于办公楼租赁项目、停车场项目和多种经营性项目等现金流入及相应付现成本（现金流出），大楼物业运营公司运营收入源自其物业管理费、车位管理费、等现金流入及相应付现成本（现金流出）等，近三年经营收入组成情况详见表 6 及表 7。

表 6 厦门国际航运中心大楼物业经营收入组成情况

单位：万元/%

年度	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
写字楼收入	5277	84.56	5294	84.35	5110	85.59

报关大厅收入	475	7.62	444	7.07	398	6.66
车位收入	437	7.01	501	7.98	440	7.37
其他收入	51	0.82	37	0.59	22	0.38
营业总收入	6241	—	6276	—	5970	—

表 7 大楼物业运营公司经营收入组成情况

单位：万元/%

年度	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业管理费收入	1103.51	91.07	1030.74	50.70	960.69	47.72
车位管理费收入	48.07	3.97	45.7	2.25	54.6	2.71
水电费收入	0.00	0.00	891.03	43.83	935.79	46.48
其他收入	60.17	4.97	65.43	3.22	62.1	3.08
营业总收入	1211.75	—	2032.90	—	2013.18	—

厦门国际航运中心大楼物业自投入运营，出租率一直处于较高水平，2015 年至 2017 年平均出租率分别为 98%、95%和 93%。根据租赁台账，共计 1084 个车位，其中 424 个停车位已经固定出租。

根据发起机构提供的厦门国际航运中心大楼物业租户租赁合同台账，大部分单位均已出租经营，世联评估选定的十大主力租户信息如下：

表 8 厦门国际航运中心大楼物业十大主力租户情况

序号	承租人	月租金 (元/㎡)	租赁面积 (㎡)	租期 (年)
1	承租人 1	78	4052.16	1.42
2	承租人 2	77	2211.2	1.33
3	承租人 3	72/79	1850.99	1.33
4	承租人 4	72	970.87	3.00
5	承租人 5	98-239	803.01	4.00
6	承租人 6	86	696.51	2.00
7	承租人 7	84-208	615.21	5.00
8	承租人 8	74	529.04	2.00
9	承租人 9	78/84	523.2	2.92
10	承租人 10	77	69.648	3.00

3. 未来现金流预测情况

(1) 象屿集团大厦物业现金流预测情况

根据深圳市世联土地房地产评估有限公司出具的现金流预测报告，假设物业租金增长率为每两年递增 8%，办公楼空置率为 1%；车位租金递增率每两年递增 2%；除已固定出租车位外，剩余车位空置率为 50%；水电费收入占办公楼租金比重为 2.94%；押金利息收入利率取 1 年期存款利率 1.5%；其他经营收入（广告牌以及使用会议室服务费）占办公楼租金的比重为 5.03%。

世联评估对物业付现成本（现金流出）做出了估计，现金流出包括象屿投资的经营税金及附加、经营成本及费用，象屿集团大厦的付现成本约占其营业收入的 27%。

(2) 厦门国际航运中心大楼物业现金流预测情况

世联评估假设该物业办公楼租金增长率为前 8 年每两年递增 8%，从第 8 年后两年递增 4%，空置率为 5%；报关大厅租金递增率为每两年 2%，空置率为 45%；车位租金递增率为每两年 1%，除已固定出租停车位外，其余车位空置率取 40%；利息收入利率为 1.5%；其他经营占办公楼租金的比重为 0.48%。物业管理费递

增率为每两年 1%；物业公司水电费收入按前 2 年水电费平均值计算；物业公司其他收入按前 3 年平均值计算。

世联评估对物业付现成本（现金流出）做出了估计，现金流出包括物流中心和高尚物业的税金及附加、经营成本及费用，厦门国际航运中心大楼的付现成本约占其营业收入的

37%。

（3）合计未来现金流预测情况

在上述前提下，世联评估预测象屿集团大厦物业以及厦门国际航运中心大楼物业在 2018 年第三季度至 2038 年第二季度期间的物业运营收入净现金流详情如表 9 所示。

表 9 未来物业运营收入净现金流预测情况 单位：万元

年份	象屿集团大厦	厦门国际航运中心大楼	合计	年份	象屿集团大厦	厦门国际航运中心大楼	合计
2018 年下半年	652.88	2868.68	3521.56	2028 年下半年	937.6	3808.25	4745.85
2019 年上半年	655.4	2869.8	3525.2	2029 年上半年	937.6	3808.25	4745.85
2019 年下半年	655.4	2871.15	3526.55	2029 年下半年	937.6	3808.25	4745.85
2020 年上半年	723.8	2895.29	3619.09	2030 年上半年	974.96	3939.87	4914.83
2020 年下半年	744.64	2895.29	3639.93	2030 年下半年	974.96	3939.87	4914.83
2021 年上半年	744.64	2895.29	3639.93	2031 年上半年	974.96	3939.87	4914.83
2021 年下半年	744.64	2895.29	3639.93	2031 年下半年	974.96	3939.87	4914.83
2022 年上半年	803.52	2920.71	3724.23	2032 年上半年	1013.76	4076.55	5090.31
2022 年下半年	803.52	2920.71	3724.23	2032 年下半年	1013.76	4076.55	5090.31
2023 年上半年	803.52	3357.73	4161.25	2033 年上半年	1013.76	4076.55	5090.31
2023 年下半年	803.52	3357.73	4161.25	2033 年下半年	1013.76	4076.55	5090.31
2024 年上半年	867.14	3559.57	4426.71	2034 年上半年	1054.16	4218.55	5272.71
2024 年下半年	867.14	3559.57	4426.71	2034 年下半年	1054.16	4218.55	5272.71
2025 年上半年	867.14	3559.57	4426.71	2035 年上半年	1054.16	4218.55	5272.71
2025 年下半年	867.14	3559.57	4426.71	2035 年下半年	1054.16	4218.55	5272.71
2026 年上半年	901.7	3681.57	4583.27	2036 年上半年	1096.14	4366.05	5462.19
2026 年下半年	901.7	3681.57	4583.27	2036 年下半年	1096.14	4366.05	5462.19
2027 年上半年	901.7	3681.57	4583.27	2037 年上半年	1096.14	4366.05	5462.19
2027 年下半年	901.7	3681.57	4583.27	2037 年下半年	1096.14	4366.05	5462.19
2028 年上半年	937.6	3808.25	4745.85	2038 年上半年	1139.78	4519.19	5658.97

4. 抵押物价值分析

本交易抵押物涉及商业写字楼，根据世联评估出具的评估报告，在经营性物业评估中，

收益法测算结果一般作为一种从收益角度判断房地产市场价值的评估方法，而比较法是通过对比估价对象周边类似房地产的已知价格作适当

的修正得出，比较法估价结果更接近房地产的市场价值，现实性较强，更能反映估价对象在价值时点的市场价值。

本交易涉及办公房地产以及车位物业等，办公房地产价值评估采用收益法和比较法相结合的方法进行估价，收益法估价结果权重为 60%，比较法估价结果权重为 40%，取两者的

加权算术平均值来确定估价对象的最终市场价值，其他评估物业在基准的基础上因面积、楼层、景观进行调整确定其价值；车位物业采用比较法评估结果确定估价对象的最终市场价值。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合计为 231053.45 万元。

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

借款人收款账户系指借款人开立的专门用于接收目标资产运营收入的人民币资金账户；监管账户系指借款人在监管银行开立的专门用于接收标的信托发放的信托贷款、接收目标资产产生的物业运营收入、监管账户中存款产生的活期利息及其他收入（如有），并对外进行支付的人民币资金账户；标的信托财产专户系指标的信托受托人专门在标的信托资金保管机构为标的信托而开立的独立人民币银行结算账户，标的信托的一切货币收支活动，包括但不限于接收标的信托委托人交付的资金、接收借款人偿还的信托贷款本金和利息、差额支付承诺人支付的差额补足款项及其他应属标的信托的款项、向标的信托受益人分配标的信托利益，均必须通过该账户进行；信托账户系指受托机构专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户，用于信托的货币收支。

每一个还款期间，在物业运营收入归集日²借款人将借款人收款账户收到的物业运营收入划转至监管账户，并于监管账户划款日³无条件授权监管银行（监管银行接受该授权）将监管账户内等值于必备金额的款项划转至标的信托财产专户；就每个监管账户划款日而言，必备

金额系指根据《信托贷款合同》，在该监管账户划款日紧邻的下一个信托贷款还款日⁴的应还信托贷款本息之和及《信托贷款合同》约定的其他费用（如有），具体以届时标的信托受托人通知为准。在标的信托利益分配日/信托转付日⁵，标的信托受托人将标的信托财产专户内的资金划转至信托账户，作为标的信托受益人享有的标的信托利益。在资金保管机构划款日⁶，资金保管机构按照划款指令将当期资产支持票据利息和本金划拨至支付代理机构指定的资金账，用于兑付资产支持票据的本息及收益。在每个兑付日⁷，支付代理机构将信托分配资金划付至资产支持票据持有人资金账户。

2. 现金流支付机制

（1）触发事件定义

贷款提前到期事件系指以下任一事件：(a) 发起机构、回售和回购承诺人、差额支付义务人的主体长期信用评级被评级机构降低至 AA+ 等级；(b) 差额支付承诺人未履行《差额支付承诺函》项下全部或部分义务的；(c) 发生任一违约事件；(d) 评级机构对优先 A 级资产支持票据

² 物业资产运营收入归集日为渡期间内，在借款人尚未将收款账户变更为监管账户前，借款人由借款人收款账户向监管账户归集物业运营收入之日，具体为厦门国际物流中心开发有限公司、厦门象屿集团高尚物业服务服务有限公司及/或上海象屿投资管理有限公司收到物业运营收入之日起第 3 个工作日及监管账户划款日。

³ 监管账户划款日为信托贷款还款日前第 6 个工作日以及标的信托终止日后第 2 个工作日。

⁴ 信托贷款还款日为兑付日前的第 8 个工作日（T-8）以及标的信托终止日后第 4 个工作日。

⁵ 标的信托利益分配日/信托转付日为信托贷款还款日后的第 1 个工作日。

⁶ 资金保管机构划款日为兑付日前的第 1 个工作日，即 T-1 日。

⁷ 兑付日即 T 日，包括期间分配兑付日与清算分配兑付日。期间分配兑付日系指信托期限内，自 2018 年起至 2038 年止的期间内，每一自然年度的第 1 月、7 月的最后一个工作日，若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日；清算分配兑付日系指在信托终止及清算后，受托机构根据清算方案将信托财产向资产支持票据持有人进行分配之日。

的跟踪评级下调至 AA+及以下级别；(e)评级机构对优先 B 级资产支持票据的跟踪评级下调至 AA+及以下级别；(f)标的信托终止；(g)发生了交易文件、资产文件项下约定的其他贷款提前到期或标的信托受托人有权宣布信托贷款提前到期的情形。

违约事件系指差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的条款与条件承担差额支付义务，导致借款人未能根据《信托贷款合同》的约定按时足额偿付任何一期信托贷款的本息。

(2) 分配机制

在信托存续期间，违约事件发生前，信托资金将按以下顺序进行分配：首先支付税收（如有），之后同顺序支付各参与机构报酬及限额内可报销费用支出和受托人垫付费用，然后顺序支付优先 A 级票据当期应付利息、优先 A 级票据当期应付本金、优先 B 级票据当期应付利息、优先 B 级票据当期应付本金、限额外可报销费用支出，如次级票据的预期到期日届至，则将剩余资金作为次级票据的收益（如有）。违约事件发生前的信托利益的分配顺序详见附图 1。

在信托存续期间，违约事件发生后，信托资金将按以下顺序进行分配：首先支付税收（如有），同顺序支付各参与机构报酬及可报销费用支出和受托人垫付费用，然后顺序支付优先 A 级票据应付利息、优先 A 级票据本金直至清偿完毕、优先 B 级票据应付利息、优先 B 级票据本金至清偿完毕，剩余资金作为次级票据的收益（如有）。违约事件发生后的信托利益的分配顺序详见附图 2。

信托终止后，信托财产将按以下顺序进行分配：首先支付 2 税收（如有），支付信托财产清算费用，同顺序支付各参与机构报酬及可报销费用支出和受托人垫付费用，然后顺序支付优先 A 级票据应付利息、优先 A 级票据本金直至清偿完毕、优先 B 级票据应付利息、优先 B 级票据本金至清偿完毕，剩余信托财产全部按信托财产的原状分配给次级票据持有人。信托终止后的信托利益的分配顺序详见附图 3。

3. 票面利率调整安排

根据交易文件约定，在每个票面利率调整公告日⁸前发起机构有权对优先级资产支持票据的票面利率进行调整，并向受托人发出票面利率调整通知。

受托人应于相应的票面利率调整公告日向资产支持票据持有人公告资产支持票据票面利率调整结果，并在相应的利率调整日前通知标的信托受托人，指令其就信托贷款的利率进行相应调整，并在下一个兑付日按照调整后的票面利率向受益人分配本金和利息。

4. 优先级票据的回售和回购安排

根据交易文件约定，受托人在回售登记期⁹前的第 1 个工作日 16:00 前披露的《回售登记期提示性公告》。在回售登记期内，优先级资产支持票据持有人有权选择将所持有的优先级资产支持票据份额全部或部分回售给象屿集团。若优先级资产支持票据持有人决定行使回售的权利，须在回售登记期内进行登记，登记手续完成即视为已不可撤销地行使回售的权利；若优先级资产支持票据持有人未在回售登记期内进行登记，则视为放弃回售的权利和同意继续持有其所持的优先级资产支持票据份额。为避免疑义，在回售和回购日前，无论是否调整优先级资产支持票据的票面利率，优先级资产支持票据持有人均享有回售选择权。

回购选择权是指回售登记期结束后，象屿集团除接受优先级资产支持票据持有人回售的优先级资产支持票据份额外，有权选择回购优先级资产支持票据的部分或所有剩余份额。为避免疑义，即使优先级资产支持票据持有人未选择售回优先级资产支持票据，象屿集团仍然有权按照本款的约定回购优先级资产支持票据的部分或所有剩余份额。

⁸ 票面利率调整公告日为回售和回购日前的第 45 个工作日。回售和回购日为信托生效日所在自然年度起（不含）第(3n)个自然年度的 1 月 31 日（n=1,2,3...）。若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日。该日亦为一个利率调整日。

⁹ 回售登记期为回售和回购日前的第 44 个工作日（含）的 09:00 时至回售和回购日前的第 30 个工作日（含）的 17:00 时。

5. 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 231053.45 万元人民币，优先 A 级票据对抵押物评估价值抵押率为 36.79%，优先 A 级和优先 B 级票据对抵押物评估价值抵押率为 53.23%，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) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 级、优先 B 级和次级资产支持票据。监管账户收取的物业运营收入、合格投资产生的全部投资收益及其他收入按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付。

(3) 触发机制

本交易设置了贷款提前到期事件、和违约事件作为触发机制，当发生以上任一事件时，受托人应召开资产支持票据持有人大会。

发生贷款提前到期事件的，资产支持票据持有人大会将决定并指令标的信托受托人宣布信托贷款提前到期，借款人应当于贷款提前到期日将应付利息、贷款本金支付至信托财产专户，同时受托人有权宣布信托终止，信托自受托人宣布的信托终止之日立即终止，并进入清算程序。发生违约事件的，资产支持票据持有人大会将决定是否以出售、转让等方式处置全部或部分信托财产，决定是否宣布资产支持票据立即到期并应支付本息。

本交易触发机制的设置在一定程度上缓解了事件风险的影响。

6. 担保机制

(1) 差额支付/差额补足承诺

象屿集团对本交易项下标的信托财产专户内的资金不足以支付《信托贷款合同》项下应付本息及其他应付费用的差额部分承担补足义务。具体而言，截至任何一个信托贷款还款日，标的信托财产专户内的资金不足以支付该信托贷款还款日应付本息及其他应付费用时，象屿

集团承诺将根据相关交易文件约定履行差额支付义务，将当期收到的《差额支付通知书》中载明的资金确认无误后足额汇付至标的信托财产专户。

象屿集团对本交易项下财产信托财产专户内的可供分配资金金额不足支付优先级资产支持票据当期应付本息金额之和的差额部分承担补足义务，差额补足义务人于票据信托差额补足划款日将相应金额的资金划付至财产信托账户，直至财产信托账户内资金根据《票据信托合同》的规定足以支付该次分配所对应的优先级资产支持票据预期支付额资金总额。

象屿集团经营稳健，信用水平很高，联合资信给予其主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。象屿集团的差额支付/差额补足承诺能为优先级票据提供有力的流动性支持和信用支持。

(2) 物业运营收入质押

本交易信托贷款质押物为系指在特定期间内，物流中心、象屿投资自基准日（含该日）起，因运营、管理目标资产物业而取得的房屋及商铺出租收入、车位租金收入、物业广告收入、水电费等；高尚物业自基准日（含该日）起，因经营目标资产物业而取得的一切收入（包括但不限于物业服务费等）以及前述收入对应的逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有），以及借款人有权收取的其他款项。

出质人将该质押物质押给平安信托，为借款人在《信托贷款合同》项下的债务提供担保。票据信托成立前，出质人应当协助质权人完成质押物的质押登记手续，使得标的信托受托人登记为质押物的第一顺位质权人。物业运营收入质押担保措施对优先级票据的偿付具有一定的保障作用。

(3) 不动产抵押

本交易的抵押物为抵押人合法持有的，《抵押合同》项下房屋及其对应的土地使用权，涉及厦门和上海的两处目标资产，建筑面积共计

75213.83 平方米，世联评估于评估基准日给予抵押物的评估价值合计为 231053.45 万元人民币。票据信托成立前，抵押人和抵押权人应当到有关登记机构办理抵押登记，使得标的信托受托人为抵押物的第一顺位抵押权人。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。

7. 交易结构风险分析

(1) 目标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还款来源为物业运营收入，在信托存续期内，若物业运营收入发生大幅波动，或将导致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。

本交易目标资产共涉及的两处物业分别位于厦门湖里区象屿路和上海黄浦区西藏中路，所在地区经济发达程度较高，物业历史出租情况较好，未来租金收入有望保持稳定并随市场行情上调，因而目标资产运营收入面临的波动风险较小。

(2) 资产服务机构缺位风险和持续运营风险

本交易未设置资产服务机构，目标资产目前的运营方物流中心、高尚物业以及象屿投资，各运营方的持续运营能力将对目标资产的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息

的兑付。本交易的各运营方的实际控制人均为象屿集团。其中，物流中心持有厦门国际航运中心大楼物业，该物业的日常运营和物业管理分别有物流中心和高尚物业负责。象屿投资持有上海象屿大厦物业，同时负责该物业的日常运营。两处物业近三年的出租率均维持在 93%以上，历史运营情况较好，因而本交易面临的资产服

务机构缺位风险和持续运营风险较低。

(3) 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，或将导致本交易项下资产损失。

本交易设置了监管账户，在标的信托存续期内借款人需按季将其收款账户中的物业运营收入划转至监管账户，一定程度上可缓解本交易面临的混同风险。

(4) 流动性风险

本交易中，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。

本交易物业运营收入对优先级票据期间应付本息的保障程度尚可，此外差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人象屿集团信用水平极高，能够为优先级票据的利息支付提供良好的保障。

(5) 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《票据信托合同》的约定以银行存款、大额存单、货币市场基金以及监管机构认可的其他风险较低、变现能力较强的固定收益类产品的方式存放于合格实体。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。合格实体系指主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。本交易资金保管机构为兴业银行股份有限公司，其主体长期信用等级为 AAA，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/当期的本金和

利息偿付额))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在各偿还时点上,本交易可分配资金对各档票据各期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

假定目标资产未来收入符合现金流预测评估报告所预测的现金流,联合资信根据本交易偿付安排,测算在一般情景下,即每个兑付日回收款与预测水平一致,优先 A 级、优先 B 级票据的预期发行利率分别为 5.5%、5.7%的情形下,各档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各档票据本息支出的保障程度。本交易中 20 年期收入现金流对票据利息及本金偿付能力情况详见表 10。

表10 一般情景下优先档票据DSCR水平

单位: 万元/倍

兑付日	回收款	优先 A 级 DSCR	优先 B 级 DSCR	兑付日	回收款	优先 A 级 DSCR	优先 B 级 DSCR
第 1 个	3521.56	2.91	2.24	第 21 个	4745.85	1.20	0.94
第 2 个	3525.20	1.22	0.89	第 22 个	4745.85	1.20	0.94
第 3 个	3526.55	1.20	0.87	第 23 个	4745.85	1.20	0.94
第 4 个	3619.09	1.21	0.89	第 24 个	4914.83	1.20	0.95
第 5 个	3639.93	1.20	0.88	第 25 个	4914.83	1.20	0.95
第 6 个	3639.93	1.22	0.89	第 26 个	4914.83	1.20	0.95
第 7 个	3639.93	1.21	0.89	第 27 个	4914.83	1.20	0.95
第 8 个	3724.23	1.21	0.89	第 28 个	5090.31	1.21	0.96
第 9 个	3724.23	1.20	0.89	第 29 个	5090.31	1.20	0.95
第 10 个	4161.25	1.21	0.92	第 30 个	5090.31	1.20	0.96
第 11 个	4161.25	1.20	0.91	第 31 个	5090.31	1.20	0.95
第 12 个	4426.71	1.20	0.93	第 32 个	5272.71	1.20	0.96
第 13 个	4426.71	1.20	0.92	第 33 个	5272.71	1.20	0.96
第 14 个	4426.71	1.20	0.93	第 34 个	5272.71	1.20	0.97
第 15 个	4426.71	1.20	0.93	第 35 个	5272.71	1.20	0.96
第 16 个	4583.27	1.20	0.94	第 36 个	5462.19	1.20	0.97
第 17 个	4583.27	1.20	0.93	第 37 个	5462.19	1.20	0.97
第 18 个	4583.27	1.20	0.94	第 38 个	5462.19	1.21	0.97
第 19 个	4583.27	1.20	0.93	第 39 个	5462.19	1.21	0.98
第 20 个	4745.85	1.20	0.94	第 40 个	5658.97	0.64	0.12

测试结果显示在一般情景下,除最后一个兑付日外,优先 A 级票据各期 DSCR 均在 1.20 倍以上,除首个兑付日外,优先 B 级票据 DSCR 均低于 1.00 倍。该结果表明在一般情景下,回收款对优先 A 级票据本息支出有一定的保障程度,优先 B 级票据期间利息的支付高度依赖

于平安信托的管理能力和象屿集团的差额补足。平安信托有较丰富的资产证券化实践经验,象屿集团的主体信用等级极高,对优先 B 级票据的利息支出保障程度较好。

(2) 压力情景下 DSCR 测算

联合资信分别测算了单因素压力情景和组

合压力情景下本交易各档优先级票据各期的 DSCR 水平。

本交易净现金流会受到目标资产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，联合资信对预期利率进行了单因素压力测算。在此基础上测算组合压力情景下，即每个兑付日回收款为预测水平的 90%，优先 A 级、优先 B 级票据预期发行利率分别上升 50bp 情形下，本交易的 DSCR 水平，详见表 11。

表11 组合压力情景下优先档票据DSCR水平

单位：万元/倍

兑付日	回收款	优先 A 级 DSCR	优先 B 级 DSCR	兑付日	回收款	优先 A 级 DSCR	优先 B 级 DSCR
第 1 个	3169.40	2.47	1.89	第 21 个	4271.27	1.03	0.80
第 2 个	3172.68	1.02	0.74	第 22 个	4271.27	1.04	0.81
第 3 个	3173.90	1.00	0.73	第 23 个	4271.27	1.04	0.81
第 4 个	3257.18	1.02	0.74	第 24 个	4423.35	1.04	0.81
第 5 个	3275.94	1.01	0.74	第 25 个	4423.35	1.04	0.81
第 6 个	3275.94	1.02	0.75	第 26 个	4423.35	1.04	0.82
第 7 个	3275.94	1.01	0.74	第 27 个	4423.35	1.04	0.82
第 8 个	3351.81	1.01	0.75	第 28 个	4581.28	1.06	0.83
第 9 个	3351.81	1.01	0.74	第 29 个	4581.28	1.05	0.82
第 10 个	3745.13	1.02	0.78	第 30 个	4581.28	1.05	0.83
第 11 个	3745.13	1.02	0.77	第 31 个	4581.28	1.05	0.83
第 12 个	3984.04	1.02	0.79	第 32 个	4745.44	1.06	0.84
第 13 个	3984.04	1.02	0.78	第 33 个	4745.44	1.06	0.84
第 14 个	3984.04	1.02	0.79	第 34 个	4745.44	1.06	0.84
第 15 个	3984.04	1.03	0.79	第 35 个	4745.44	1.06	0.84
第 16 个	4124.94	1.03	0.80	第 36 个	4915.97	1.06	0.85
第 17 个	4124.94	1.03	0.79	第 37 个	4915.97	1.07	0.85
第 18 个	4124.94	1.03	0.80	第 38 个	4915.97	1.07	0.86
第 19 个	4124.94	1.03	0.79	第 39 个	4915.97	1.08	0.86
第 20 个	4271.27	1.03	0.81	第 40 个	5093.07	0.58	0.11

测试结果显示，在组合压力情景下，优先 A 级票据各期 DSCR 大于 1.00 倍，除第一个兑付日外，优先 B 级票据 DSCR 均低于 1.00 倍。该结果表明在压力情景下，本交易优先 A 级票据的本息可以正常兑付，优先 B 级票据的本息正常兑付高度依赖于平安信托的管理能力和象屿集团的差额补足。平安信托有较丰富的资产证券化实践经验，象屿集团的主体信用等级极高，对优先级票据的本息兑付保障程度较好。

2. 按揭比率

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 231053.45 万元。在抵押物价值评估成立的情形下，本交易优先 A 级票据 LTV 为 36.79%，优先 A 级和优先 B 级票据 LTV 为 53.23%，处于较低水平，抵押担保措施对优先级票据到期时，最后一个兑付日的本息偿付具

有较好的保障作用。

联合资信通过调整租金收入水平、租金增长率、资本化率等变量，测算目标资产在区域经济或行业波动等压力情境下，抵押物价值的变化情况。测算结果表明，如受托人行使《抵

押合同》项下的担保权利，抵押物在压力情景下的抵押物价值扣除成本、税费后仍可覆盖优先级票据应付未付本息。本交易优先 A 级票据和优先 B 级票据的 LTV 均能够达到联合资信 AAA_{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/回售和回购承诺人/发起机构/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人

本交易的委托人/回售和回购承诺人/发起机构/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人是厦门象屿集团有限公司。象屿集团系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府[1995]综 230 号）批准组建的国有企业集团，于 1995 年 11 月 28 日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为 1.38 亿元。2007 年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 15.76 亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。

目前，公司已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中公司供应链物流服务业以大宗商品贸易为主，物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、大宗商品采购分拨为主营的大物流产业群。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 916.99 亿元，所有者权益 280.87 亿元（含少数股东权益 166.04 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 2140.89 亿元，利润总额 24.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1051.12 亿元，所有者权益 291.83 亿元（含少数股东权益 174.45 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，利润总额 4.21 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1180.06 亿元，所有者权益 341.50 亿元（含少数股东权益 189.22 亿元）；2018 年 1~9

月，公司实现营业收入 1759.14 亿元，利润总额 18.37 亿元。

（1）经营分析

公司以供应链管理为主业，辅以房地产开发及类金融业务。2016 年以来，公司加快供应链业务的拓展，同时大宗商品价格回暖，带动公司收入迅速增长，2017 年实现营业收入 2140.89 亿元。

从收入构成来看，2015~2017 年，公司物流供应链业务规模快速扩张，年均复合增长 84.19%，2017 年实现收入 2032.91 亿元，同比增长 70.74%，主要是①2017 年以来公司主要贸易产品行情回暖，量价齐升；②公司实体全程供应链项目日趋成熟，同时公司借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加。2017 年，物流供应链业务占营业收入比重为 94.96%，同比略有下降仍为公司收入主要来源。近三年，房地产业务收入受项目结算的周期性影响波动增长，2017 年实现收入 74.06 亿元，同比增长 92.01%，占营业收入比重增长至 3.46%。类金融及其他收入 2017 年大幅增长至 33.92 亿元，主要系深加工板块收入规模增加所致，占比仍较小，2017 年占营业收入的 1.58%。

从毛利率来看，2015~2017 年，物流供应链业务毛利率呈下降趋势，2017 年，物流供应链毛利率水平下降至 2.32%，主要是由于公司实体企业全程供应链项目模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分挖掘体现，收益水平尚未匹配收入增幅；同时公司加大对核心物流资源的布局，固定成本负担持续增长，

整体毛利水平低；公司房地产业务收入及毛利率存在一定的波动性，主要系 2016 年结转的上海闸北项目毛利偏高带动当期综合毛利率水平提高，2017 年房地产业务毛利率正常回落至 26.75%；公司类金融及其他业务毛利率近三年呈下降趋势，2017 年同比下滑至 32.30%，系新设板块如深加工制造业尚在业务培育期，毛利率偏低所致，受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，同比增长 13.12%，其中物流供应链业务同比增长 15.72%，延续增长态势，占营业收入比重为 97.20%，毛利率水平增长至 3.02%。同期，房地产业务结转收入 3.17 亿元，同比下降 79.63%，主要是项目竣工结算面积下降，确认收入规模下降所致，毛利率较增长至 41.14%。当期公司综合毛利率为 3.78%，较 2017 年全年略有增长。

表 12 公司营业收入及毛利润情况

单位：亿元/%

业务种类	2015 年				2016 年			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	599.23	91.33	22.83	3.81	1190.67	96.07	40.44	3.40
房地产	52.60	8.02	10.01	19.03	38.57	3.11	18.60	48.21
类金融及其他	4.28	0.65	2.76	64.56	10.14	0.82	4.52	44.59
合计	656.11	100.00	35.61	5.55	1239.38	100.00	63.56	5.13
业务种类	2017 年				2018 年 1-3 月			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	2032.91	94.96	47.18	2.32	466.88	97.20	14.11	3.02
房地产	74.06	3.46	19.81	26.75	3.17	0.66	1.31	41.14
类金融及其他	33.92	1.58	10.96	32.30	10.25	2.13	2.75	26.83
合计	2140.89	100.00	77.95	3.64	480.31	100.00	18.17	3.78

注：1. 以上数据摘自发起机构提供资料，下同；

2. 物流供应链中的贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

（2）财务分析

资产质量方面，2015~2017 年，公司资产规模不断扩大，年均增长 37.76%。截至 2017 年底，公司资产总额 916.99 亿元，同比增长 25.68%。截至 2017 年底，公司流动资产占 72.37%，非流动资产占 27.63%，公司资产结构以流动资产为主。2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率 41.01%，截至 2017 年底，公司流动资产 663.64 亿元，同比增长 26.88%，主要由货币资金（占 13.73%）、预付账款（占 12.60%）、存货（占 47.23%）和其他流动资产（占 14.84%）构成。2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，截至 2017 年底，公司非流动资产 253.34 亿元，同比增长 22.64%，主要由可供出售金融资产（占 13.58%）、

长期股权投资（占 18.75%）、固定资产（占 32.43%）和其他非流动资产（占 9.13%）构成。总体看，近年来，随着业务规模扩大，公司资产总额快速增长，资产以流动资产为主，存货和预付款项占比大，对公司资金形成一定占用，非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量良好。

在所有者权益方面，2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 33.55%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 280.87 亿元（其中少数股东权益 166.04 亿元），同比增长 24.15%，主要系公司其他权益类工具规模扩大以及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。归属于母公司权益（114.82 亿元）中，实收资本占 13.72%、资本公积占 12.20%、其他

权益工具占 39.19%、未分配利润占 28.00%。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 291.83 亿元（含少数股东权益 174.45 亿元），较上年底增长 3.90%。总体看，近年来，受子公司象屿股份配股及公司供应链及房地产板块成立多家合资公司影响，少数股东权益规模快速提升。2016 年以来，公司所有者权益增长主要来自发行永续中期票据及少数股东权益增加，所有者权益稳定性较弱。

在负债方面，2015~2017 年，公司负债总额持续增长，截至 2017 年底，公司负债合计为 636.12 亿元，同比增长 26.37%，其中流动负债占比下降至 76.62%，构成仍以流动负债为主。截至 2017 年底，公司流动负债为 487.38 亿元，同比增长 14.35%，主要由短期借款（占 49.18%）、应付账款（占 11.59%）、预收款项（占 15.58%）和其他应付款（占 7.33%）构成。2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率 36.36%。截至 2017 年底，公司短期借款为 239.69 亿元，同比增长 64.04%，主要是经营规模扩大导致资金需求增加所致。随着公司业务规模的扩大以及使用票据结算比例的增加，截至 2017 年底，公司应付账款同比增长 21.51%至 56.51 亿元，其中账龄一年以内的应收账款占 93.70%；同期，公司应付票据保持较大规模，2017 年底为 32.91 亿元，主要为银行承兑汇票。2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率 52.97%。截至 2017 年底，公司非流动负债 148.74 亿元，同比大幅增长 92.74%，主要源于长期借款和应付债券的增长；构成上以长期借款（占 57.81%）和应付债券（33.52%）为主。总体看，近年来，公司物流供应链业务的开发以及房地产业务投资的加大，共同推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主。整体看，公司债务负担很重，短期偿债压力大。

盈利能力方面，2015~2017 年，公司供应链业务快速拓展，房地产开发投资加大，营业收入规模快速提升，年均复合增长率 80.64%。

2017 年，公司实现营业收入 2140.89 亿元，同比增长 72.74%，营业成本 2062.94 亿元，同比增长 75.45%；营业利润率 3.27%，同比减少 1.38 个百分点。2015~2017 年，公司分别实现利润总额 11.13 亿元、17.08 亿元和 24.30 亿元，2017 年利润总额同比增长 42.29%，主要为产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张以及非经常性损益贡献。从盈利指标看，近三年公司总资本收益率呈波动下降趋势，同期，净资产收益率逐年增长，两项指标三年均值分别为 4.37% 和 5.95%，2017 年分别为 4.49% 和 6.47%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，同比增长 13.12%，营业利润率为 3.62%，同比增加 1.30 个百分点；公允价值变动收益 0.56 亿元，同比大幅减少 6.83 亿元，主要是由于上年同期大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈，当期大宗商品行情变动不大所致；公司实现投资收益 0.65 亿元，同比实现扭亏。公司实现利润总额 4.21 亿元，同比增长 55.86%。总体看，近年来，受益于公司供应链业务的快速拓展以及当期房地产收入确认规模的增长，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强；公司所持期货合约和贵金属合约易受大宗商品市场价格波动影响，公允价值变动收益和投资收益波动较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高。

现金流方面，经营活动方面，2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量均持续增长。2017 年，分别为 2468.78 亿元和 2546.28 亿元，分别同比增长 68.43% 和 69.99%。从收入实现能力看，近三年公司现金收入比分别为 111.86%、115.70% 和 115.32%，公司收入实现质量较好。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金及工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2017 年分别为 76.08 亿元和 108.15 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 46.40 亿元、-19.37 亿元和 -56.48 亿元，净流出规模进一步放大。投资活动方面，近三年，公司投资活动流入量逐年增长，投资活动流出量波动增长。2017 年，公司收回投资收到

的现金及投资支付的现金大幅增加，主要由于公司利用闲置资金阶段性操作短期理财及国债逆回购摊低融资成本，并且对产业相关投资加大，收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 136.49 亿元和 144.96 亿元。受益于当期公司加大期货套保保证金及理财款收回力度，以及支付股权投资款减少，2017 年，公司投资活动现金流量净额为-40.34 亿元，投资活动现金流净流出规模有所收紧，公司资金缺口仍较大。筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 18.86 亿元、-134.02 亿元和-96.82 亿元，存在较大对外融资需求。2017 年公司筹资活动现金流入为 698.52 亿元，同比下降 12.21%，主要为取得借款收到的现金（620.93 亿元）和吸收投资收到的现金（67.58 亿元）；筹资活动现金流出为 563.31 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 135.22 亿元，同比变动不大。2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净额为-45.20 亿元；收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 17.81 亿元和 31.69 亿元，规模很大，主要是公司将短期闲置资金阶段性操作国债逆回购及购买短期理财所致；当期投资活动产生的现金流量净额为-20.50 亿元；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金流量净额为 91.88 亿元。总体看，房地产开发投资及供应链业务的快速拓展，公司资金压力加重，对经营活动现金流带来一定影响，收入实现质量较好。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，公司仍存在较大的对外融资需求。

偿债能力方面，从短期偿债能力看，2015~2017 年，公司流动比率、速动比率均呈波动增长趋势，2017 年底分别为 136.17% 和 71.85%；截至 2018 年 3 月底，上述两项比率继续增长至 140.58% 和 77.27%。考虑到公司流动资产中存货及预付款项规模较大，且随着业务规模的快速拓展，公司经营活动及投资活动资金需求增大，对外筹资压力增大，短期债务快速提升，公司

短期偿债压力大。从长期偿债能力看，2015~2017 年公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 22.21 亿元、29.66 亿元和 44.17 亿元。同期，EBITDA 利息倍数分别为 1.43 倍、2.39 倍和 2.57 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 10.39 倍、10.87 倍和 9.81 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。截至 2018 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1224.73 亿元，尚未使用额度 590.31 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，直接融资便利。整体看，公司融资渠道畅通。截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 33.58 亿元，公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.84 亿元，象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 6.80 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 21.24 亿元，对社会公益项目（被担保方为厦门市慈善总会）的银行融资提供担保 0.70 亿元。

总体来看，象屿集团作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势，信用水平很高，联合资信给予象屿集团的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为本交易的委托人/回售和回购承诺人/发起机构/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人，能够较好地履行本交易中的相关义务。

2. 借款人/出质人/抵押人

本交易涉及的借款人/出质人为物流中心、高尚物业以及象屿投资，其中物流中心和象屿投资也是本交易的抵押人。

（1） 物流中心

物流中心成立于 1996 年 9 月 18 日，截止 2017 年 12 月 31 日，注册资本为人民币 28000 万元，系厦门象屿物流集团有限责任公司全资子公司，为象屿集团的实际控制孙公司。

财务方面，截止 2017 年末，物流中心资产总计 4.36 亿元，所有者权益合 3.09 亿元，负债合计 1.27 亿元，资产负债率为 29.05%；2017 年，物流中心实现营业总收入 0.60 亿元，净利

润为 0.22 亿元，经营活动净现金流为 0.36 亿元。截止 2018 年 6 月底，物流中心资产合计 4.30 亿元，所有者权益合计 3.19 亿元，物流中心实现营业收入总收入 0.29 亿元，净利润为 0.09 亿元。物流中心近三年一期主要财务指标如下：

表 13 物流中心主要财务指标 单位：万元

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总计	46165.64	44748.20	43,579.69	42993.32
所有者权益	32603.35	35172.28	30920.56	31858.07
负债合计	13562.30	9575.91	12659.13	11135.25
营业收入	6240.53	6276.27	5970.08	2936.57
净利润	2000.02	2568.94	2198.37	937.51
经营性净现金流	17824.01	1393.40	3556.86	1655.86

公司治理方面，公司设立董事会及总经理，根据业务发展以及日常经营的需要总经理下设招商总监、行政总监、财务部以及资产运行部，招商总监负责管理招商部和策划发展部，各自履行本部门职责，确保公司各项业务高效有序运作。

业务运营方面，物流中心是厦门市重点建设项目、海峡西岸地标性建筑厦门国际航运中心大楼物业的运营发展商，主要从事厦门国际航运中心项目的开发建设及运营管理。该项目总投资 8.3 亿元，已于 2010 年竣工投入使用，近三年项目出租率均维持在 95%。

总体来看，物流中心经营稳健，资产质量较好，盈利能力尚可，物业运营能力较强。

（2） 高尚物业

高尚物业成立于 2011 年 1 月，由厦门象屿物流集团有限责任公司全额出资，截止 2017 年 12 月 31 日，注册资本为人民币 50 万元，为象屿集团的控股孙公司。

财务方面，截至 2017 年末，高尚物业资产总计 2064.19 万元，所有者权益合计 907.27 万元，负债合计 1156.92 万元，资产负债率为 56.05%；2017 年，高尚物业实现营业收入

3689.87 万元，净利润为 36.76 万元，经营活动净现金流为 374.16 万元。截止 2018 年 6 月底，高尚物业资产合计 2053.15 万元，所有者权益合计 812.7 万元，高尚物业实现营业收入 1674.96 万元，净利润为-94.57 万元。高尚物业近三年一期主要财务指标如下：

表 14 高尚物业主要财务指标 单位：万元

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总计	1241.71	1686.85	2064.19	2053.15
所有者权益	553.58	870.51	907.27	812.7
负债合计	688.13	816.34	1156.92	1240.45
营业收入	2480.81	3349.79	3689.87	1674.96
净利润	196.77	316.93	36.76	-94.57

公司治理方面，公司下设总经理室、财务部、人事行政部、品质管理部及各项目物业服务中心，项目中心又分为航运中心项目、保税区项目、自贸金融中心项目和自贸时代广场项目，各个项目下设客服部、工程部、环境清洁部和秩序维护部，各自分管本项目内的客户服务、工程维修保养、保洁维护清理及安保秩序维护。

业务运营方面，象屿高尚物业目前承接的项目有厦门国际航运中心、自贸金融中心、自贸时代广场及保税区项目。

总体来看，高尚物业成立时间较短，财务实力一般，作为专业的物业运营方，其物业管理运营经验较为丰富，可以较好地履行本交易中的相关义务。

（3） 象屿投资

上海象屿投资管理有限公司成立于 2004 年 4 月，截止 2017 年 12 月 31 日，注册资本为人民币 8000 万元，系上海象屿置业有限公司的全资子公司，象屿集团的三级子公司。

财务方面，截至 2017 年末，象屿投资资产总计 2.05 亿元，所有者权益合计 0.70 亿元，负债合计 1.36 亿元，资产负债率为 66.12%；2017

年，象屿投资实现营业总收入 0.20 亿元，净利润为 0.26 亿元，经营活动净现金流为 0.17 亿元。截止 2018 年 6 月底，象屿投资资产合计 2.01 亿元，所有者权益合计 0.70 亿元，象屿投资实现营业总收入 767.52 万元，净利润为 67.06 万元。象屿投资近三年一期主要财务指标如下：

表 15 象屿投资主要财务指标 单位：万元

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总计	22358.31	21193.96	20522.14	20099.18
所有者权益	4250.18	6689.20	6953.62	7020.68
负债合计	18108.13	14504.76	13568.52	13078.50
营业收入	2357.72	4321.53	2049.89	767.52
净利润	195.99	2439.03	264.42	67.06
经营性净现金流	1813.42	759.48	1727.38	293.88

公司治理方面，公司不设股东会和董事会，由股东做出决议。设执行董事一名，部分事项由执行董事做出决定。根据业务发展的需要，设立公司日常经营管理机构。其中，公司日常经营管理机构包括招商部、物业部、信息部、行政部等。

象屿投资是上海象屿大厦的物业持有方及经营管理人，未来将继续负责上海象屿大厦的招商、经营、管理、维修等事宜。

总体来看，象屿投资经营较为稳健，资产质量较好，资产规模和营收规模较小，整体抗风险能力较弱，物业运营能力尚可，联合资信会持续关注其在本交易中履行相关义务的能力。

3. 监管银行/资金保管机构

本交易的监管银行/资金保管机构为兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）。

兴业银行成立于 1988 年 8 月，是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行。2007 年，兴业银行在上海证券交易所成功上市。

截至 2017 年末，兴业银行股本总额为

207.74 亿元；其中，福建省财政厅持股达 18.78%，资产总额 64168.42 亿元，负债总额 59940.90 亿元，归属于母公司普通股股东权益 4168.95 亿元；核心一级资本充足率为 9.07%；2017 年实现营业收入 1399.75 亿元，归属于母公司股东的净利润 572.00 亿元。

近年来，兴业银行持续加强治理制度建设，明晰董事会、监事会建设的目标和方向，确立可持续发展的治理理念，形成股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职、有效运作的现代公司治理运行机制。

风险管理方面，兴业银行制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，建立了由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成的风险管理“三道防线”，致力于风险管理目标的实现。

总体而言，兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强，能够较好地履行本交易资产服务及资金保管义务。

4. 受托人

本交易的受托人是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，平安信托财务实力雄厚，内控及风险管理成效良好，本交易因受托机构履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。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构是依法设立的企业法人，具备作为发起机构的主体资格；发起机构关于本次发行的董事会

决议的内容和程序合法合规，本项目资产支持票据须向交易商协会注册后方可发行；发行文件合法合规；发行载体合法合规，相关中介机构具备相关资质，与发起机构不存在关联关系；基础资产真实、合法、有效，权属明确，基础资产转让行为合法、有效、完整；物业资产权属明确；物业持有人已就解除物业资产的权利负担作出安排；交易结构不存在损害股东、债权人利益的不当安排；经信用增进安排机构作出相应的公司内部决议文件后，本次发行的信用增进安排合法、有效；发起机构募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。

七、评级结论

联合资信通过对本计划所涉及的资产、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，并在考虑了差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人的信用水平、偿付意愿的前提下，确定“厦门象屿集团有限公

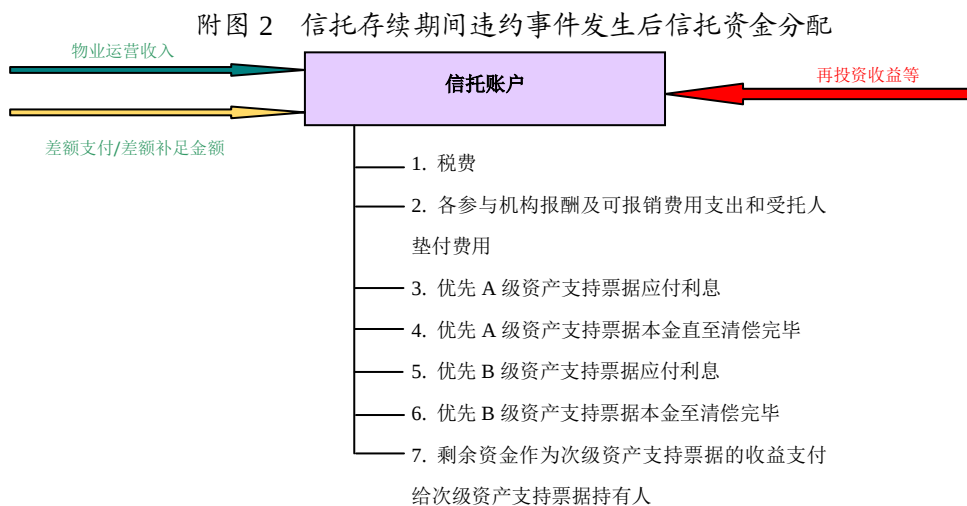
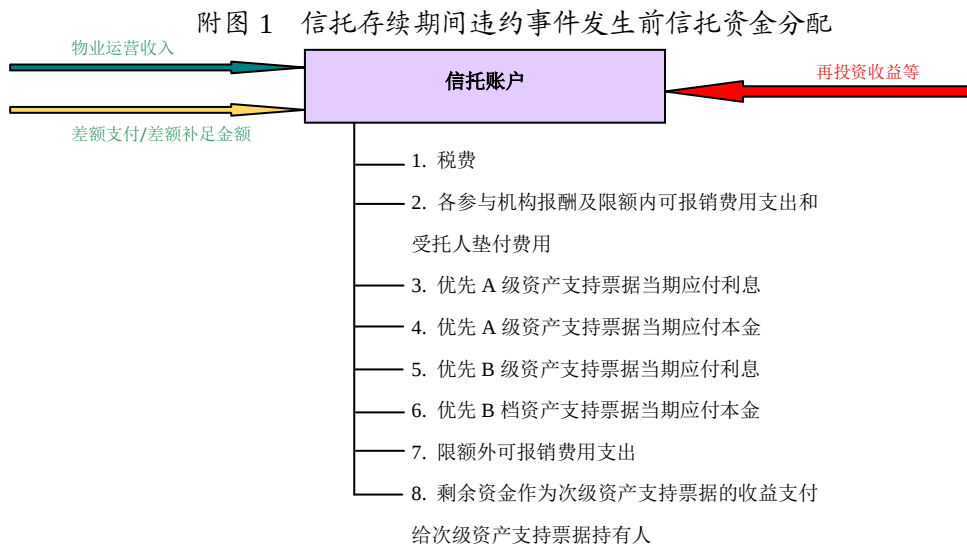
司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反

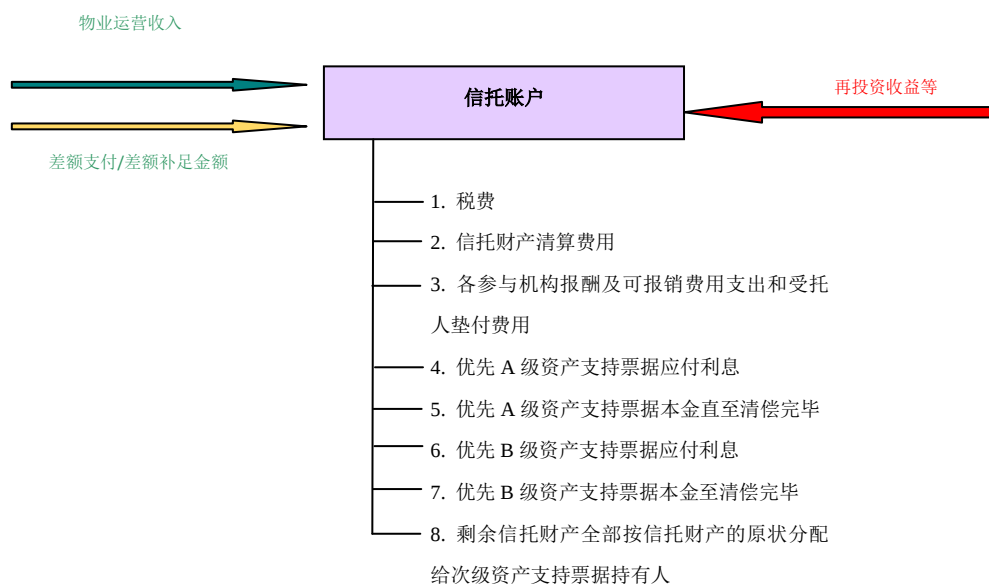
映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低；优先 B 级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法

定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制



附图 3 信托终止后的信托财产分配



附件 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}	属最高级票据，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级票据，其还本付息能力很强，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 厦门象屿集团有限公司 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“厦门象屿集团有限公司 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。

厦门象屿集团有限公司/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“厦门象屿集团有限公司 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“厦门象屿集团有限公司 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。

资产如发生重大变化，或发生可能对“厦门象屿集团有限公司 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，厦门象屿集团有限公司/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“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“厦门象屿集团有限公司 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“厦门象屿集团有限公司 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。

如厦门象屿集团有限公司/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“厦门象屿集团有限公司 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厦门象屿集团有限公司/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。