



信用等级通知书

信评委函字[2019]A307-P号

长城证券股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司拟发行的“长城-世茂-尚隽保理8号资产支持专项计划优先级资产支持证券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，该计划优先级资产支持证券的信用等级为AAA_{sf}。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十日

长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划 优先级资产支持证券信用评级报告

预售报告

本评级报告是中诚信证评基于 2019 年 6 月 20 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信证评将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整。

中诚信证评将在资产支持证券存续期内对其进行跟踪评级，如其风险程度和信用质量发生变化，中诚信证评将可能对其信用等级进行调整。

评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）基于 2019 年 6 月 20 日及之前获得的相关信息，给予长城证券股份有限公司设立的“长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”或“专项计划”）优先级资产支持证券如下评级。以下评级表示本专项计划优先级资产支持证券预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，违约风险极低。

概况数据

亿元、%、X

世茂建设	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益	571.40	459.98	559.51	580.72
总资产	1,429.59	1,507.18	1,857.10	1,894.47
营业收入	391.15	430.86	555.25	115.16
营业毛利率	31.03	30.08	31.41	30.73
EBITDA	81.40	98.88	135.39	-
资产负债率	60.03	69.48	69.87	69.35
总债务/EBITDA	1.45	1.23	0.80	-
EBITDA 利息倍数	5.50	7.12	11.00	-

世茂房地产	2016	2017	2018
所有者权益	882.17	967.47	1,052.80
总资产	2,619.03	3,075.59	3,775.97
营业收入	592.86	704.26	855.13
营业毛利率	27.58	30.43	31.51
EBITDA	143.92	200.89	244.25
资产负债率	66.32	68.54	72.12
总债务/EBITDA	4.68	4.36	4.47
EBITDA 利息倍数	2.65	3.50	2.69

预定评级

资产支持证券	预期发行金额 (亿元)	预期到期日	预期收益率	信用级别
优先级资产支持证券	6.25	2020 年【6】月【24】日	【4.50%】	AAA _{sf}
次级资产支持证券	0.05	2020 年【6】月【24】日	-	NR
合计	6.30	-	-	-
基础资产	系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。			
资产池应收账款余额	66,118.02 万元			
封包日	2019 年 6 月 13 日			
特定原始权益人/资产服务机构	尚隽商业保理（上海）有限公司			
差额补足人	上海世茂建设有限公司			
担保人	世茂房地产控股有限公司			
流动性支持承诺人	北京帕冉工程咨询有限公司			
管理人	长城证券股份有限公司			
监管银行/托管人	招商银行股份有限公司深圳分行			
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司			

分析师

谢子宁 ynxie@ccxr.com.cn

李青云 qyli@ccxr.com.cn

叶晨孟 chmye@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月20日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在本次资产支持证券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

本专项计划之优势

- 本专项计划中，入池保理合同项下应收账款债权由上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）提供差额补足，同时由世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）提供保证担保。世茂建设系世茂房地产在境内最核心的房地产开发运营平台，拥有成熟的业务模式、稳健的财务政策和良好的流动性，2018 年世茂建设实现合同销售面积和销售合同金额分别为 587.14 万平方米和 820.65 亿元；当年世茂建设实现营业收入 555.25 亿元，获得净利润 99.33 亿元。世茂房地产依托其突出的品牌优势和丰富的管理经验，近三年总资产和营业收入均呈现逐年增长态势，分别保持在 2,000 亿元和 500 亿元以上规模。世茂建设提供的差额补足和世茂房地产提供的保证担保可为保理合同项下应收账款债权的实现提供极强的信用支持，进一步为优先级资产支持证券本息的偿付提供保障。
- 招商银行股份有限公司深圳分行（以下简称“招商银行深圳分行”）担任本专项计划的托管人，凭借完善的托管业务体系、丰富的托管业务经验及很强的风险控制能力，其银行托管业务取得了广泛的专业认可，可为本专项计划的顺利执行提供有效保障。

本专项计划之弱势及缓释措施

- 在本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率基准条件，基础资产回收款可覆盖专项计划所涉及的相关费用及优先级资产支持证券本息，但未来可能由于专项计划发行利率升高、专项计划费用增加等因素，导致本专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度降低。

缓释措施：我们在压力测试中考虑了优先级资产支持证券收益率提高的因素，在假设的基准条件下，若专项计划实际发行利率不高于 5.50%，则本专项计划基础资产现金流入仍能够保证专项计划费用的支出和优先级资产支持证券的本息兑付。

- 在本专项计划中，当基础资产所依附的经营性资产运营单位财务或信用状况恶化甚至破产时，基础资产的现金收入和资产服务机构的其他资金混同，进而对优先级资产支持证券的本息支付造成不利影响。

缓释措施：本专项计划设置了权利完善事件，一旦监管账户被司法冻结、扣划或因其他情形而不能于专项计划回收款转付日将现金流回款划至专项计划账户，权利完善事件即被触发，在此情形下，《保理合同》、《基础资产差额支付承诺函》、《基础资产担保协议》项下应支付的款项及其他应属于专项计划资产的款项将直接支付至专项计划账户，基于此种安排，我们认为目前本专项计划的资金混同风险可控。同时，我们也会对尚隽保理的财务状况保持持续关注，一旦发生财务状况恶化等情形，我们将对资金混同风险进行分析以判断其对优先级资产支持证券信用状况的影响。

- 本专项计划面临一定的兑付不足风险，即当期基础资产可能会由于债务人或融资人还款能力不足，或还款意愿下降，导致基础资产回收款不足以支付优先级资产支持证券本息及在优先级资产支持证券本息支付前必须支付的各项税费。

缓释措施：本专项计划入池基础资产对应的保理合同项下的应收账款债权由世茂建设承诺在到期时，对债务人不足以支付应收账款项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务，且担保人世茂房地产对前述全部未偿价款余额提供连带责任保证担保，因此我们认为本专项计划的兑付不足风险可控。

- 本专项计划中，特定原始权益人尚隽保理承担不合格基础资产的赎回义务，其盈利能力有限，或将影响其赎回效力。

缓释措施：从本专项计划入池基础资产来看，单笔应收账款的平均余额为 429.34 万元，单笔最大应收账款余额为 2,452.50 万元，基础资产分散度相对较高，单笔应收账款规模相对较小；从业务发展来看，特定原始权益人尚隽保理依托世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）的股东背景及业务资源，其业务规模增长迅速，加之世茂集团在业务和资金方面给予尚隽保理的支持力度较大，故整体来看，特定原始权益人仍具有一定的赎回能力。同时，中诚信证评亦会对尚隽保理未来的业务发展及股东支持情况保持持续关注。

- 本次入池资产对应的融资人均属于建筑行业/制造行业，债务人、差额补足人、担保人均属于房地产行业，行业集中度高，若房地产行业景气度下滑则可能影响债务人、差额补足人、担保人的正常运营，进而可能影响本专项计划优先级资产支持证券本息的正常兑付。

评级意见和参考因素

中诚信证评授予“长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券信用等级为 **AAA_{sf}** 级。

中诚信证评给予上述优先级资产支持证券的信用等级，主要基于本专项计划如下方面的考虑：

- 交易结构和入池资产在法律层面的完备性；
- 世茂建设和世茂房地产分别对入池应收账款债权的差额补足承诺和连带责任保证担保提供的信用支持；
- 交易的结构特点，包括现金流分配顺序、基础资产现金流的归集、权利完善事件和提前终止事件的设置等；
- 招商银行深圳分行作为托管人所具备的专业经验。

交易概况

交易要素

封包日	2019年6月13日
专项计划设立日	2019年【】月【】日
专项计划预期到期日	2020年【6】月【24】日
特定原始权益人/资产服务机构	尚隽商业保理（上海）有限公司（以下简称“尚隽保理”）
管理人	长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”）
差额补足人	上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）
担保人	世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）
流动性支持承诺人	北京帕冉工程咨询有限公司（以下简称“北京帕冉”）
监管银行/托管人	招商银行股份有限公司深圳分行（以下简称“招商银行深圳分行”）
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中证登深圳分公司”）

模拟资产池特征

基础资产	系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。
资产池应收账款余额	66,118.02 万元
基础合同应收账款笔数	154 笔
单笔平均应收账款余额	429.34 万元

资产支持证券

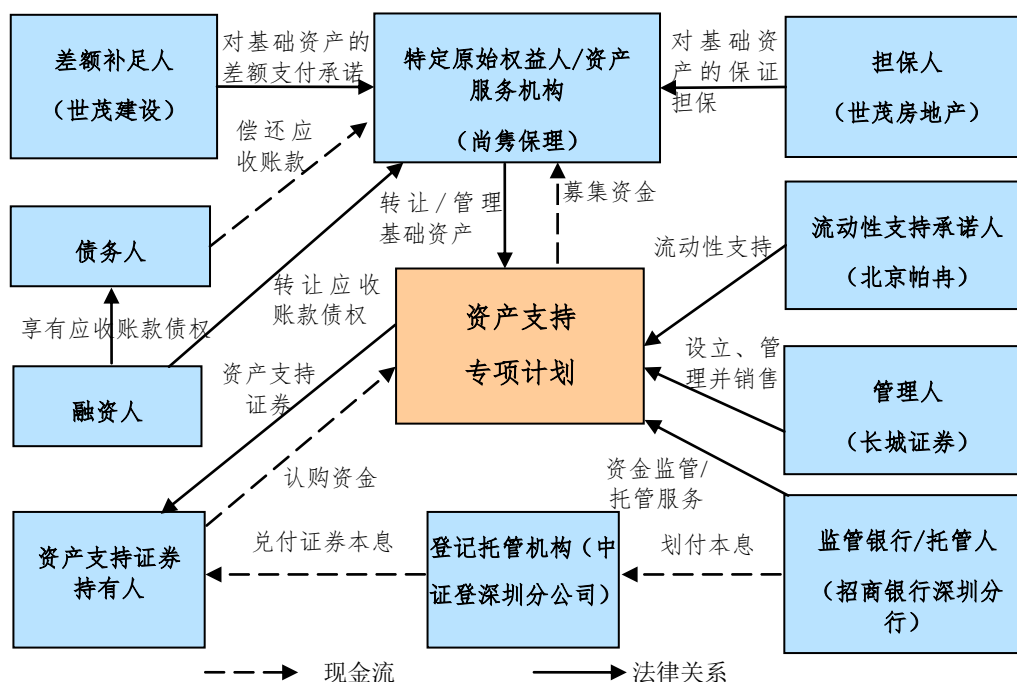
资产支持证券	预期发行金额（亿元）	预期收益率
优先级资产支持证券	6.25	【4.50%】
次级资产支持证券	0.05	-
合计	6.30	-

专项计划交易结构分析

本专项计划按照《中华人民共和国合同法》（以下简称“《合同法》”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（以下简称“《管理

规定》”）、中国证券投资基金业协会《资产支持专项计划备案管理办法》等法律、行政法规和中国证监会的有关规定设立，本专项计划的基本交易结构如图 1 所示。

图 1：基本交易结构示意图



资料来源：长城证券提供，中诚信证评整理

在本专项计划中，认购人通过与管理人长城证券签订《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划资产支持证券认购协议与风险揭示书》（以下简称“《认购协议》”）而成为资产支持证券持有人。长城证券与特定原始权益人尚隽保理签署《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划基础资产买卖协议》（以下简称“《基础资产买卖协议》”），以认购资金向特定原始权益人购买初始基础资产，即指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。其中，附属担保权益系指与应收账款债权有关的、为尚隽保理的利益而设定的任何担保或其他权益，包括但不限于基于《基础资产差额支付承诺函》而对差额补足人享有的要求其履行差额补足义务的权利，以及基于《基础资产担保协议》而对担保人享有的要求其履行第三人连带保证责任义务的权利。其中，《基础资产差额支付承诺函》

系指由差额补足人世茂建设向尚隽保理出具的承诺应收账款到期时对债务人不足以支付尚隽保理所享有的应收账款项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务的《基础资产差额支付承诺函》及对该承诺函的任何修改或补充；《基础资产担保协议》系指尚隽保理与担保人世茂房地产签署的《基础资产担保协议》及对该协议的任何修改或补充，根据《基础资产担保协议》，担保人世茂房地产对尚隽保理在保理合同项下享有的全部债权提供连带责任保证担保。

在本专项计划的交易结构中，长城证券作为管理人负责募集、设立、管理本专项计划；尚隽保理作为资产服务机构，根据其与管理人长城证券签订的《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划服务协议》（以下简称“《服务协议》”）提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务，包括但不限于基础资产保管、对融资人和债务人的应付款项进行催收等服务。北京帕冉作为流动性支

持承诺人，向管理人出具《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划流动性支持承诺函》（以下简称“《流动性支持承诺函》”），承诺对专项计划基础资产所产生的回收款不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担流动性支持义务。

此外，招商银行深圳分行作为监管银行和托管人，为本专项计划提供资金监管和托管服务。中证登深圳分公司作为本专项计划的登记托管机构，负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

本专项计划资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，其中，优先级资产支持证券本金规模为人民币 6.25 亿元，次级资产支持证券本金规模为 0.05 亿元。优先级资产支持证券持有人的受偿顺序优先于次级资产支持证券持有人。本专项计划的资产支持证券按照《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）的约定进行分配。

本专项计划资产支持证券的预期到期日为 2020 年【6】月【24】日。还本付息频率方面，本专项计划资产支持证券均为到期一次性还本付息，其中优先级资产支持证券的受偿顺序优先于次级资产支持证券。

交易的法律情况

根据《中华人民共和国证券法》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《合同法》、《中华人民共和国担保法》、《证券公司监督管理条例》、《管理规定》以及《资产证券化业务基础资产负面清单指引》等有关法律、行政法规、规章、规范性文件和中国证券监督管理委员会的有关规定，北京市金杜律师事务所出具了《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划法律意见书》。

北京市金杜律师事务所认为，长城证券作为本专项计划的管理人和销售机构，具备担任本专项计划管理人和销售机构的主体资格及资质、权限；招商银行深圳分行具备担任本专项计划托管人的主体资格及资质、权限；本专项计划各当事人拟签订的《标准条款》、《认购协议》、《基础资产买卖协议》、

《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划托管协议》（以下简称“《托管协议》”）、《服务协议》、《流动性支持承诺函》等专项计划文件符合《合同法》等法律、法规和《管理规定》的有关规定。本专项计划基础资产真实、合法、有效，权利归属明确，不存在影响其转让的权利负担，基础资产转让合法、有效；基础资产与特定原始权益人风险隔离措施合法、有效；本专项计划信用增级安排合法、有效，差额补足人世茂建设签署的《基础资产差额支付承诺函》合法、有效。

此外，境外律师事务所 MaplesandCalder (HongKong) LLP（迈普达律师事务所（香港）有限法律责任合伙）出具了法律意见书，对世茂房地产的主体资格和其关于签署《基础资产担保协议》的内部授权事宜发表境外法律意见，确认世茂房地产主体适格，具备签署、交付《基础资产担保协议》并履行相关义务的所有法人权力和权限，《基础资产担保协议》在董事会决议授权代表签署并交付后即构成世茂房地产合法、有效且具有约束力的义务，而且根据该交易文件的条款可予强制执行。

中诚信证评对本专项计划法律状况的考虑基于上述法律、规章和律师的法律意见。今后国内资产证券化的相关法律、法规和规章可能会陆续出台，上述规章也有可能被修订或更新，我们将对专项计划的法律状况保持关注。

交易的费用承担

根据《标准条款》的安排，专项计划费用系指计息期间内管理人合理支出的与专项计划相关的所有税收、费用和其他支出，包括但不限于因其管理和处分专项计划资产而承担的税收（但管理人就其营业活动或收入而应承担的税收除外）和政府收费、托管人的托管费、监管银行的监管费、登记托管机构的登记托管服务费、对专项计划进行信用评级的跟踪评级费、对专项计划进行审计或对资产服务机构进行复核的审计费、验资费、兑付兑息费和上市费（如有）、资金汇划费、执行费用、信息披露费、召开有控制权的资产支持证券持有人大会的会务费以及管理人须承担的且根据专项计划文件有权得到补偿的其他费用支出。

同时《标准条款》约定，除特定原始权益人或其他第三方另行支付外，在专项计划存续期间实际发生的应由专项计划资产承担的费用从专项计划资产中支付，列入专项计划费用。管理人以固有财产先行垫付的，有权从专项计划资产中优先受偿。

此外，管理人、资产服务机构、托管人和监管银行因未履行或未完全履行相关协议约定的义务而导致的费用支出或专项计划资产的损失，以及处理与专项计划运作无关的事项发生的费用等不列入专项计划资产应承担的费用。

总体而言，上述各项交易费用的安排较为合适，可在一定程度上降低优先级资产支持证券预期收益和本金无法按时足额获得偿付的流动性风险。

交易的账户设置及现金流归集安排

根据《标准条款》、《服务协议》及《托管协议》安排，本专项计划设有监管账户和专项计划账户等，其中监管账户系指特定原始权益人于监管银行开立的专门用于接收基础资产所对应的应收账款回收款收入，以及在专项计划回收款转付日¹根据《长城-世茂-尚隽保理 8 号资产支持专项计划监管协议》（以下简称“《监管协议》”）、《服务协议》的相关约定将回收款转入专项计划账户的人民币资金账户。专项计划账户系指管理人以专项计划的名义在托管人开立的人民币资金账户，专项计划的相关货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集资金、接收基础资产的回收款及其他应属专项计划的款项、支付基础资产购买价款、支付专项计划利息及专项计划费用、接收流动性支持承诺人根据《流动性支持承诺函》支付的款项，均必须通过该账户进行。

现金流归集方面，根据《服务协议》的安排，在专项计划存续期内，资产服务机构应当授权监管银行依照管理人的支付指令在专项计划回收款转付日（T-5 日）16:00 前，将监管账户中归属于基础资产的现金流回款全部划转至专项计划账户。如在

宽限期内（即应收账款到期日²后下一个工作日，T-8 日），项目公司未足额支付标的应收账款全部未偿价款余额的，则于差额支付启动日（T-8 日）尚隽保理通知差额补足人世茂建设对差额部分履行差额补足义务；如在差额补足人划款日（T-7 日），标的应收账款全部未偿价款余额仍未足额支付时，则于担保启动日（T-7 日）尚隽保理通知担保人世茂房地产对项目公司不足以支付尚隽保理所享有的标的应收账款项下全部未偿价款余额履行连带担保责任。世茂建设和世茂房地产将于自收到相关履约通知后的 1 个工作日内将前述金额汇付至监管账户，后由尚隽保理于专项计划回收款转付日（T-5 日）授权监管银行依照管理人的支付指令进一步转付至专项计划账户。托管人应在收到资产服务机构转付的回收款后向管理人发出收款确认凭证。若发生任一流动性支持启动事件，管理人应于流动性支持启动日（T-5 日）上午【10:00】前向流动性支持承诺人发出《流动性支持通知书》；流动性支持承诺人应于流动性支持承诺人划款日（T-4 日）【15:00】前将《流动性支持通知书》中载明的资金附言汇付至专项计划账户。

赎回机制

在专项计划存续期间，如果管理人发现不合格基础资产³，或特定原始权益人根据《基础资产买卖协议》提出赎回并经管理人同意的，特定原始权益人按照《基础资产买卖协议》的规定对不合格基础资产予以赎回。

不合格基础资产的赎回价格等于赎回起算日⁴24:00 时，该笔不合格基础资产的未偿价款余额。资产服务机构应于赎回起算日日终提出不合格基础资产赎回价格并由管理人书面确认，特定原始权益人于管理人确认后的 2 个工作日内将待赎回不合格基础资产的赎回价格价款总和支付至专项计划账户。从发现不合格基础资产之日（含该日）起至赎回起算日（含该日），该不合格基础资产产生的

² 应收账款到期日：2020 年 6 月 11 日。

³ 不合格基础资产系指于封包日、专项计划设立日不符合资产保证的基础资产。

⁴ 赎回起算日系指管理人提出或管理人同意特定原始权益人提出的赎回相应不合格基础资产要求之日后第 2 个工作日。

¹ 专项计划回收款转付日系指入池基础资产回款金额转付至专项计划账户之日，即兑付日前的第【5】个工作日（【T-5】日）。专项计划回收款计算日系指核算入池基础资产已回款金额之日，即兑付日前的第【6】个工作日（【T-6】日）。

全部回收款属于专项计划资产，应转入专项计划账户。在管理人收到赎回价格价款之后，自赎回起算日（不含该日）起所有的回收款属于特定原始权益人所有，不再转入专项计划账户。

在由特定原始权益人承担费用的前提下，管理人应在收到赎回价格款项的当日：（i）立即将管理人对相应基础资产及基础资产文件的（现时的和未来的、实际的和或有的）权利、所有权、利益和收益全部转让给特定原始权益人；（ii）相关基础资产文件应由或被视为由作为管理人代理人的资产服务机构交付给特定原始权益人；（iii）将自赎回起算日（不含该日）起至管理人收到赎回价格款项之日之间收到的回收款（若有）划转给特定原始权益人；（iv）按照特定原始权益人的合理意见，协助特定原始权益人办理其认为必要的所有变更登记手续（如需）及通知手续（如有）。

信用触发机制

根据《标准条款》的约定，本专项计划设置了权利完善事件和提前终止事件。当提前终止事件触发时，专项计划提前进入终止程序。

权利完善事件

权利完善事件系指以下任一事件：（a）发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；（b）仅就相关应收账款债权而言，融资人、债务人未履行其在保理合同、基础合同项下的任何义务，并且差额补足人未履行差额补足义务、担保人未履行保证担保责任、回购人（如有）未履行回购义务，以致须针对其提起法律诉讼或仲裁；（c）发生与特定原始权益人有关的丧失清偿能力事件；（d）评级机构给予差额补足人-世茂建设的长期主体信用等级下降至低于【AA】级（不含【AA】级）；（e）评级机构给予担保人-世茂房地产的长期主体信用等级下降至低于【AA⁺】级（不含【AA⁺】级）；（f）监管账户被司法冻结、扣划或因其他情形而不能于专项计划回收款转付日将现金流回款划至专项计划账户。

权利完善事件发生后，特定原始权益人和/或管理人按照《基础资产买卖协议》的约定向融资人、债务人、差额补足人、担保人、回购人（如有）和

其他相关方（如需）发送权利完善通知，将基础资产转让的情况通知前述各方，并指示各方将其在保理合同、《基础资产差额支付承诺函》、《基础资产担保协议》项下应支付的款项及其他应属于专项计划资产的款项直接支付至专项计划账户。

提前终止事件

提前终止事件系指专项计划存续期间发生以下任一事件：

（a）有控制权的资产支持证券持有人大会决定终止；（b）基础资产买卖之先决条件未在《基础资产买卖协议》项下约定的期限内达成，且管理人决定提前终止本专项计划的；（c）发生特定原始权益人、管理人、资产服务机构、后备资产服务机构、流动性支持承诺人、差额补足人、担保人丧失清偿能力事件；（d）发生对专项计划重大不利影响、重大不利变化的事件，有控制权的资产支持证券持有人大会决定提前终止的；（e）特定原始权益人成为唯一的资产支持证券持有人，且管理人决定提前终止专项计划的；（f）专项计划目的无法实现；（g）由于法律或法规的修改或变更导致继续进行专项计划将成为不合法。

专项计划分配机制

根据《标准条款》的约定，本专项计划安排了两种情形下的分配流程，即未启动流动性支持情况下的现金流分配和启动流动性支持情况下的现金流分配。

未启动流动性支持情况下的现金流分配流程

（1）在每一个专项计划回收款转付日（【T-5】日）【16:00】前，资产服务机构应授权监管银行依照管理人的支付指令根据《监管协议》、《服务协议》的相关约定将监管账户内扣除相应税款及执行费用后的所有回收款转入专项计划账户；

（2）托管人应根据管理人的申请为管理人开通网银查询权限，使管理人可自行查询前述第（1）款约定的划款款项到账情况。管理人与托管人确认回收款到账后，托管人应向管理人提供相应的收款确认凭证；

（3）在专项计划资产核算日（【T-5】日），托管人按照《托管协议》的约定对专项计划账户进行

核算并按照相关格式要求向管理人提交核算结果；

(4) 管理人按照《标准条款》约定的分配顺序拟定当期收入分配方案（如涉及），制作《收益分配报告》，于管理人报告日（【T-3】日）将《收益分配报告》向资产支持证券持有人披露，同时以传真或发电子邮件的方式发送给托管人；

(5) 管理人于管理人分配日（【T-3】日）通过传真或电子邮件的方式向托管人发送划款指令；

(6) 托管人在复核《收益分配报告》及划款指令后，于托管人划款日（【T-2】日）【11:00】前，按划款指令支付相关税费（如涉及）和专项计划费用，并将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入登记托管机构指定账户；

(7) 中证登深圳分公司于兑付日（T日）向资产支持证券持有人支付资产支持证券当期的预期收益和/或本金款项。

启动流动性支持情况下的现金流分配流程

(1) 在专项计划回收款转付日（【T-5】日）【16:00】前，资产服务机构应授权监管银行依照管理人的支付指令根据《服务协议》、《监管协议》的相关约定将监管账户内扣除相应税款及执行费用后的所有回收款转入专项计划账户；

(2) 托管人应根据管理人的申请为管理人开通网银查询权限，使管理人可自行查询前述第（1）款约定的划款款项到账情况。管理人与托管人确认回收款到账后，托管人应向管理人提供相应的收款确认凭证；

(3) 在专项计划资产核算日（【T-5】日），托管人按照《托管协议》的约定对专项计划账户进行核算并按照相关格式要求向管理人提交核算结果；

(4) 管理人根据自主查询结果或者与托管人的电话确认结果确定是否发生流动性支持启动事件。若发生流动性支持启动事件，管理人应于流动性支持启动日（【T-5】日），向流动性支持承诺人发出《流动性支持通知书》；

(5) 流动性支持承诺人应于流动性支持承诺人划款日（【T-4】日）【15:00】前将《流动性支持通知书》中载明的资金附言汇付至专项计划账户；

(6) 托管人应于流动性支持资金核算日（【T-4】

日）对专项计划账户进行核算并按照相关格式要求向管理人提交核算结果；

(7) 管理人按照《标准条款》约定的分配顺序拟定当期收入分配方案（如涉及），制作《收益分配报告》。于管理人报告日（【T-3】日）将《收益分配报告》向资产支持证券持有人披露，同时以传真或电子邮件的方式发送给托管人；

(8) 管理人于管理人分配日（【T-3】日）通过传真或电子邮件的方式向托管人发送划款指令；

(9) 托管人在复核《收益分配报告》及划款指令后，于托管人划款日（【T-2】日）【11:00】前，按划款指令支付相关税费（如涉及）和专项计划费用，并将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入登记托管机构指定账户；

(10) 中证登深圳分公司于兑付日（T日）向资产支持证券持有人支付资产支持证券当期的预期收益和/或本金款项。

正常情况下的分配顺序

每一个兑付日⁵，管理人应按照如下顺序分配或运用专项计划资产（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付）：（1）以现金形式支付专项计划的应缴税金（如有）；（2）以现金形式支付登记托管机构的资产支持证券登记、资金划付等相关费用；（3）以现金形式支付托管人的托管费及其他专项计划费用和前期费用；（4）按各优先级资产支持证券预期分配金额在专项计划当期拟分配金额中所占的比例，向各优先级资产支持证券持有人进行分配；（5）在到期分配时，本专项计划资金在满足前述四项分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金（无论货币形式或其他）归次级资产支持证券持有人所有。

在分配时，优先级资产支持证券持有人得到足额分配前，不得向次级资产支持证券持有人分配任何本金及收益。

提前终止事件发生情形下和清算时的分配顺序

专项计划提前终止后，管理人应在现金资产清

⁵ 兑付日/T日：专项计划存续期间内，就专项计划每次分配而言，指登记托管机构向资产支持证券持有人实际划转其专项计划利益分配款项之日。本专项计划兑付日为2020年【6】月【24】日。

算分配日⁶按照下列顺序对专项计划账户内届时收到的现金流回款及利息、合格投资收益资金、差额补足人、担保人支付的款项等现金类资产进行相应分配（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项应受偿金额的比例支付）：（1）交纳专项计划所欠税费（如有）；（2）清偿未受偿的除上述第（1）项外的其他各专项计划费用；（3）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益（如有）；（4）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的本金（如有）；（5）归还次级资产支持证券持有人预留的现金储备⁷中用于垫付专项计划费用的金额，即人民币【15】万元；（6）剩余专项计划资金在预留费用（含清算费用等）【15】万元之后的余额分配给次级资产支持证券持有人。

在专项计划现金类资产按前款约定于现金资产清算分配日相应分配后，则由清算小组按照生效的清算方案对专项计划剩余资产进行清理、处置和分配，并将专项计划资产按下列顺序清偿（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项应受偿金额的比例支付）：（1）支付清算费用；（2）交纳专项计划所欠税款（如有）；（3）清偿未受偿的除上述第（1）项外的其他各专项计划费用；（4）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益（如有）；（5）支付优先级资产支持证券持有人未受偿的本金（如有）；（6）剩余专项计划资产将按其当时原状（包括但不限于以现金、债权或现金与债权组合方式）分配给次级资产支持证券持有人。

信用提升机制

差额支付承诺/保证担保机制

本专项计划中，入池保理合同项下应收账款债权由世茂建设提供差额补足，同时由世茂房地产提

供连带责任保证担保。若在应收账款到期日项目公司未足额支付其未偿价款，则世茂建设于次一工作日进行差额补足，否则世茂房地产于再次一工作日履行连带担保责任；世茂建设和世茂房地产将于自收到履约通知后的1个工作日内将前述金额汇付至监管账户，由尚隽保理授权监管银行依照管理人的支付指令进一步转付至专项计划账户。

世茂建设系世茂房地产在境内最核心的房地产开发运营平台，拥有成熟的业务模式、稳健的财务政策和良好的流动性，2018年世茂建设实现合同销售面积和销售合同金额分别为587.14万平方米和820.65亿元；当年世茂建设实现营业收入555.25亿元，获得净利润99.33亿元。世茂房地产依托其突出的品牌优势和丰富的管理经验，近三年总资产和营业收入均呈现逐年增长态势，分别保持在2,000亿元和500亿元以上规模。世茂建设提供的差额补足和世茂房地产提供的保证担保可为保理合同项下应收账款债权的实现提供极强的信用支持，进一步为优先级资产支持证券本息的偿付提供保障。

风险及缓释措施

市场风险

在本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率基准条件，基础资产回收款可覆盖专项计划所涉及的相关费用及优先级资产支持证券本息，但未来可能由于专项计划发行利率升高、专项计划费用增加等因素，导致本专项计划现金流入对现金流出的覆盖程度降低。

我们在压力测试中考虑了优先级资产支持证券收益率提高的因素，在假设的基准条件下，若专项计划实际发行利率不高于5.50%，则本专项计划基础资产现金流入仍能够保证专项计划税费的支出和优先级资产支持证券的本息兑付。

资金混同风险

资金混同风险发生在基础资产所依附的经营性资产运营单位财务或信用状况恶化甚至破产时，基础资产的现金收入和资产服务机构的其他资金混同，进而对优先级资产支持证券的本息兑付造成不利影响。

本专项计划设置了权利完善事件，一旦监管账

⁶ 现金资产清算分配日系指专项计划终止日后第【3】个工作日，对专项计划剩余现金资产按照《标准条款》约定的分配顺序进行分配之日。

⁷ 根据《基础资产买卖协议》，该现金储备属于原始权益人，不属于专项计划财产，其中【187.50】万元由托管人按照管理人发出的付款指令、划入管理人指定的银行账户，作为原始权益人向管理人支付的融资服务费；剩余的【15】万元用于垫付专项计划跟踪评级费、登记费、验资费、兑付兑息费和上市月费（如有）、审计费、资金划付费、执行费用及其他费用等，该垫付专项计划费用的金额，即【15】万元于专项计划终止时退还给原始权益人。

户被司法冻结、扣划或因其他情形而不能于专项计划回收款转付日将现金流回款划至专项计划账户，权利完善事件即被触发，在此情形下，在保理合同、《基础资产差额支付承诺函》、《基础资产担保协议》项下应支付的款项及其他应属于专项计划资产的款项将直接支付至专项计划账户，基于此种安排，我们认为目前本专项计划的资金混同风险可控。同时，我们也会对尚隼保理的财务状况保持持续关注，一旦发生财务状况恶化等情形，中诚信证评将对资金混同风险进行分析以判断其对优先级资产支持证券信用状况的影响。

兑付不足风险

本专项计划面临一定的流动性风险，即当期基础资产可能会由于债务人或融资人还款能力不足，或还款意愿下降，导致基础资产回收款不足以支付资产支持证券本息及在资产支持证券本息支付前必须支付的各项税费。

本专项计划入池基础资产对应的保理合同项下的应收账款债权由世茂建设承诺在到期时，对债务人不足以支付应收账款项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务，且担保人世茂房地产对前述全部未偿价款余额提供连带责任保证担保，因此我们认为本专项计划的兑付不足风险可控。

不合格基础资产赎回风险

本专项计划中，特定原始权益人尚隼保理承担不合格基础资产的赎回义务，其盈利能力有限，或将影响其赎回效力。

一方面，从业务发展来看，特定原始权益人依托世茂集团的股东背景及业务资源，其业务规模增长迅速。2019年一季，尚隼保理累计操作保理业务1,769笔，累计发放保理款79.16亿元，截至2019年3月末保理业务存量共计3,031笔，保理款余额159.95亿元，未来随着世茂集团业务的发展，尚隼保理的规模有望进一步增长，盈利能力亦有望增强；另一方面，从本专项计划入池基础资产来看，单笔应收账款的平均余额为429.34万元，单笔最大应收账款余额为2,452.50万元，基础资产分散度相对较高，单笔应收账款规模相对较小，加之世茂集团在业务和资金方面给予尚隼保理的支持力度较

大，故整体来看，特定原始权益人仍具有一定的赎回能力。同时，中诚信证评亦会对尚隼保理未来的业务发展及股东支持情况保持持续关注。

资产集中风险

本次入池资产对应的融资人均属于建筑行业/制造行业，债务人、差额补足人、担保人均属于房地产行业，行业集中度高，若房地产行业景气度下滑则可能影响债务人、差额补足人、担保人的正常运营，进而可能影响本专项计划优先级资产支持证券本息的正常兑付。

资产池及入池基础资产

基础资产合格标准

除满足有关的法律法规规定之外，本专项计划基础资产的选择遵循一定的筛选标准。就每一笔基础资产而言，系指在封包日和专项计划设立日：

(a) 基础资产对应的全部保理合同、基础资产差额支付承诺函、基础资产担保协议、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；

(b) 同一保理合同项下已批准发放的保理融资款均已全部支付予融资人；

(c) 基础资产均来源于特定原始权益人自行作为融资人办理的保理业务，不存在再保理的情形；

(d) 同一保理合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；

(e) 基础资产项下差额补足人的付款承诺、基础资产担保协议项下担保人的保证担保责任、回购人（如有）的回购责任不会因基础资产转让而被全部或部分免除；

(f) 融资人、债务人、世茂建设、回购人（如有）如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续；为避免疑义，世茂房地产属外国法人不受此限；

(g) 融资人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）；

(h) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(i) 基础资产项下的融资人、债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；

(j) 基础资产所包含的全部应收账款债权的到期款项已按时足额偿还，无逾期偿还情形（逾期未超过 1 个工作日除外，以下简称“宽限期”），且无其他违约情形；基础资产项下的融资人、债务人、回购人（如有）在特定原始权益人处均不存在不良保理记录；

(k) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(l) 特定原始权益人已经履行并遵守了基础资产所对应的任一份保理合同；

(m) 基础资产可以进行合法有效的转让，且无需取得融资人、债务人、差额补足人、担保人、回购人（如有）或其他主体的同意；

(n) 基础资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均不晚于专项计划设立日起满【12】个月的对应日；

(o) 基础资产对应的基础合同具备真实、合法、有效且公允的贸易关系；

(p) 基础资产对应债务人均均为世茂房地产和/或世茂建设直接/间接控股或参股的项目公司；

(q) 差额补足人对基础资产项下全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务；

(r) 担保人对基础资产项下全部未偿价款余额的偿付承担连带保证责任；

(s) 基础资产对应债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利（法定抵销权除外）。

基础资产概况

表 1：基础资产概况⁸

资产池应收账款余额（万元）	66,118.02
基础合同应收账款笔数	154
融资人/债权人个数	85
债务人个数	51
单笔平均应收账款余额（万元）	429.34
单笔最大应收账款余额（万元）	2,452.50
保理合同剩余期限（天）	364

数据来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

在本专项计划中，基础资产系指基础资产清单所列的由特定原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的特定原始权益人对融资人、债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。截至封包日 2019 年 6 月 13 日，本专项计划入池基础资产应收账款余额为 66,118.02 万元，涉及 85 家融资人/债权人，51 家债务人，其相关统计信息如表 1 所示。

基础资产特征

本专项计划入池基础资产具有以下特点：

(1) 均为明保理，且均为有追索权的保理（以下或简称“有追保理”）；(2) 均为到期一次性偿还的

⁸ 基础资产池的统计基准时点为 2019 年 6 月 13 日。

应收账款；（3）均无逾期支付的情形。

应收账款余额分布

表 2：基础资产应收账款余额分布

应收账款余额	应收账款笔数	应收账款金额（万元）	金额占比
500 万元（不含）以下	111	16,734.01	25.31%
500~1,000 万元（不含）	23	18,360.01	27.77%
1,000~1,500 万元（不含）	10	11,350.02	17.17%
1,500~2,000 万元（不含）	6	10,246.37	15.50%
2,000~3,000 万元（不含）	4	9,427.62	14.26%
合计	154	66,118.02	100.00%

数据来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

注：表中合计系数四舍五入后的结果，下同

按照保理合同所对应的基础合同应收账款余额占入池基础资产总金额计算，入池保理合同对应的基础合同应收账款单笔金额在 1,000 万元（含）以下的金额占比较高，占比达 53.08%；基础合同应收账款单笔金额最大的债务人系青岛世茂新城房地产开发有限公司，对应融资人为天元建设集团有限公司（以下简称“天元建设”），金额占比为 3.71%。

基础资产按保理业务模式分布情况

商业保理业务按照是否通知债务人分为明保理（公开型保理）和暗保理（隐蔽型保理），此次入池基础资产对应的保理业务均采用明保理形式，金额占比达 100.00%。

基础资产按保理业务追索方式分布情况

商业保理业务按照保理公司是否有权向融资人进行追索而分为有追保理和无追保理，此次入池基础资产对应的保理业务均为有追保理，金额占比达 100.00%。

基础资产对应基础合同类别分布

本专项计划基础合同系指融资人/债权人与债务人签订的保理合同项下的标的合同，融资人/债权人基于该合同对债务人享有现有的或未来的应收账款债权，并将其转让予尚隽保理获取保理融资，包括但不限于《施工合同》、《工程合同》、《设计合同》、《采购合同》等。基础合同主要类型为工程类，共有 152 笔；对应的应收账款余额为 66,037.20 万元，金额占比为 99.88%。

表 3：基础资产对应基础合同类别分布情况

基础合同类别	应收账款笔数	应收账款余额（万元）	金额占比
工程类	152	66,037.20	99.88%
贸易类	2	80.82	0.12%
合计	154	66,118.02	100.00%

数据来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

融资人及债务人行业分布情况

从基础资产对应的融资人和债务人情况来看 85 家融资人/债权人中有 83 家为建筑行业，剩余 2 家为制造业；同时，51 家债务人的行业均为房地产行业。整体来看，基础资产面临的行业集中风险较高。

债务人区域分布情况

基础资产对应的债务人主要分布于西部区、苏沪区、华中区、浙江区等区域，其中西部区应收账款金额占比最高，达到 28.14%。

表 4：债务人区域分布情况

所在区域	应收账款笔数	应收账款金额（万元）	金额占比
西部区	47	18,605.24	28.14%
苏沪区	26	14,269.09	21.58%
华中区	23	10,353.93	15.66%
浙江区	39	7,505.02	11.35%
山东区	9	6,970.15	10.54%
华北区	6	6,651.50	10.06%
海峡区	4	1,763.08	2.67%
合计	154	66,118.02	100.00%

数据来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

注：海峡区主要包括福建省、海南省等，山东区主要指山东省，浙江区主要指浙江省，华中区主要包括安徽省、江西省、湖北省等，华北区主要包括北京市、天津市、河北省、哈尔滨市等省市，西部区主要包括重庆市、四川省、陕西省等省市，华南区主要包括广东省，苏沪区主要指上海市、江苏省等省市。

融资人/债权人集中度情况

按入池保理合同对应的基础合同应收账款金额计算，占比最大的融资人/债权人为中建三局第三建设工程有限责任公司（以下简称“中三三”），涉及基础合同应收账款 34 笔，金额占比为 33.82%；其次为中建三局集团有限公司（以下简称“中建三局”），涉及基础合同应收账款 6 笔，金额占比为 6.78%。总体来看，入池基础资产的融资人/债权人集中度较高，其中前五大融资人/债权人对应的基础合同应收账款笔数和金额占比情况详见下表。

表 5: 融资人/债权人集中度分布

融资人/债权人	应收账款笔数	应收账款金额 (万元)	金额占比
中三三	34	22,358.48	33.82%
中建三局	6	4,483.73	6.78%
长业建设集团有限公司	2	3,291.58	4.98%
天元建设	2	3,223.13	4.87%
上海徽韵建筑工程有限公司	2	2,741.84	4.15%
合计	46	36,098.77	54.60%

数据来源: 尚隽保理提供, 中诚信证评整理

债务人集中度情况

按入池保理合同对应的基础合同应收账款金额计算, 占比最大的债务人为青岛世茂新城房地产开发有限公司(以下简称“青岛世茂”), 涉及基础合同应收账款 9 笔, 金额占比为 10.54%; 其次为无锡世茂房地产开发建设有限公司(以下简称“无锡世茂”), 涉及基础合同应收账款 5 笔, 金额占比为 5.70%。总体来看, 入池基础资产的债务人集中度尚可, 其中前五大债务人对应的基础合同应收账款笔数和金额占比情况详见下表。

表 6: 债务人集中度分布

债务人	应收账款笔数	应收账款金额 (万元)	金额占比
青岛世茂新城房地产开发有限公司	9	6,970.15	10.54%
无锡世茂房地产开发建设有限公司	5	3,769.48	5.70%
武汉世茂新城房地产开发有限公司	5	3,659.16	5.53%
重庆恒顺圆实业发展有限公司	4	3,575.32	5.41%
成都世茂新城房地产开发有限公司	9	3,398.71	5.14%
合计	32	21,372.82	32.33%

数据来源: 尚隽保理提供, 中诚信证评整理

保理合同剩余期限分布

尚隽保理一般根据客户的行业特点、实际资金需求期限、现金流状况等因素制定保理业务期限。截至封包日 2019 年 6 月 13 日, 本专项计划保理合同剩余期限均为 364 天。

现金流分析及压力测试

中诚信证评基于本专项计划的账户设置、现金流支付机制、基础资产信用风险特征、世茂建设和世茂房地产分别对每一笔入池应收账款债权的差额补足承诺和连带责任保证担保等因素构建了现金流分析模型，并对本专项计划的现金流流入、流出情况进行分析。现金流分析包括正常景况分析和压力景况分析，主要是依据目标信用等级对受评证券进行现金流覆盖测试。首先设置需要进行压力测试的压力指标，然后分别设置压力指标的基准条件以及压力条件，最后依据压力指标的基准条件和压力条件分别进行正常景况分析和压力景况分析。

表7：压力指标基准条件

压力指标	基准条件
优先级资产支持证券预期发行利率	4.50%

资料来源：中诚信证评整理

正常景况分析

依据本专项计划《标准条款》的相关约定，我们对专项计划现金流入对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数进行了测算。

本专项计划的现金流入方面，专项计划收到基础资产回收款 66,118.02 万元，现金流入合计为 66,118.02 万元。现金流出方面，专项计划支付专项计划增值税及附加约 101.71 万元⁹，支付专项计划费用¹⁰约 20.00 万元，支付优先级资产支持证券预期收益 2,812.50 万元¹¹，支付优先级资产支持证券本金 62,500.00 万元，现金流出合计为 65,434.21 万元。

表8：正常景况分析

基准条件	优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数
优先级资产支持证券预期发行利率 4.50%	1.0105

资料来源：中诚信证评整理

压力景况分析

基于尚隽保理提供的入池基础资产信息数据，结合本专项计划交易结构的设计，包括但不限于世茂建设和世茂房地产在基础资产层面提供的差额补足和保证担保等机制，我们在设置以下压力指标

时主要考虑预期发行利率的上升情形，据此，中诚信证评设置相应的压力条件，对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖情况进行分析。

表9：压力景况分析

覆盖倍数	优先级资产支持证券发行利率	
	上升 50bp	上升 100BP
优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数	1.0056	1.0009

资料来源：中诚信证评整理

通过正常景况以及压力景况分析，可以看出本专项计划资产池现金流入能够保证优先级资产支持证券的本息兑付。

⁹ 专项计划增值税及附加计算方法为预期应收账款回款金额减去专项计划发行规模后乘以 $3\% / (1+3\%) * 1.12$ 。

¹⁰ 主要包括托管费、跟踪评级费、年度审计费等。

¹¹ 假设本专项计划预期存续期限为 365 天。

重要参与方

特定原始权益人/资产服务机构——尚隽保理

尚隽保理成立于2014年12月25日，系由世茂集团出资组建的有限责任公司（台港澳法人独资），注册资本5,000万美元。北京帕冉于2015年12月对尚隽保理增资5,000万美元，尚隽保理变更为有限责任公司（台港澳与境内合资），注册资本增至10,000万美元。2018年2月，上海世茂金融投资控股集团有限公司（以下简称“世茂金控”）出资10,000万美元成为尚隽保理新股东，同时北京帕冉再增资10,000万美元，世茂集团、北京帕冉及世茂金控分别持有尚隽保理16.67%、50%及33.33%的股权，其中世茂金控为世茂集团控股子公司，故尚隽保理为世茂集团与北京帕冉共同控股。

组织架构方面，尚隽保理设置董事会为最高权力机构，董事会成员由投资方委派；设监事1名，由投资方共同委派；董事及监事的任期均为三年。主要经营业务由总经理统筹负责，下设业务部、风控部、财务部、法务部和综合管理部等部门，其中业务部主要负责保理业务的推进及外部融资；风控部主要负责排查保理业务的信用风险、市场风险及操作风险；法务部主要职责为保理合同的审核及保证业务合规性；财务部负责尚隽保理的日常财务工作。尚隽保理各部门职责分工明确，部门设置发展基本满足业务需求。

截至2018年末，尚隽保理资产总额为186.61亿元，所有者权益（含少数股东权益）总额为20.54亿元，资产负债率为88.99%；2018年，尚隽保理实现营业收入9.80亿元，取得净利润0.53亿元，经营活动净现金流-71.94亿元。

业务运营

尚隽保理作为世茂集团旗下商业保理板块的业务载体之一，其业务主要系供应链应收账款转让保理。尚隽保理的运营和盈利模式主要为，世茂集团内项目公司的供应商作为应收账款的债权人，为融资目的将其持有的应收账款债权以保理合同约定的贴现金额转让给尚隽保理，尚隽保理向融资人支付贴现金额；世茂集团内项目公司作为应收账款

的债务人，协助尚隽保理对供应商进行背景调查，配合应收账款转让通知的确认，并承担应收账款的到期付款义务。

自2017年以来，除世茂集团内供应链保理业务外，尚隽保理还向集团外进行业务拓展，目前已经与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创集团”）、阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城集团”）、旭辉集团股份有限公司（以下简称“旭辉集团”）以及正荣地产集团有限公司（以下简称“正荣集团”）开展业务合作，详见下表。

表 10：尚隽保理主要合作房地产集团情况

单位：亿元

合作地产公司	2018		2019.Q1	
	当期保理业务笔数	当期保理金额	当期保理业务笔数	当期保理金额
世茂集团	1,506	121.20	1,769	79.16
融创集团	66	11.61	-	-
阳光城集团	323	11.75	-	-
旭辉集团	33	1.94	-	-
正荣集团	191	5.21	-	-
总计	2,119	151.71	1,769	79.16

资料来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

业务运营方面，2018年，尚隽保理累计操作保理业务2,119笔，累计发放保理款151.71亿元，截至当年末保理业务存量共计1,489笔，保理款余额148.06亿元；2019年1~3月，尚隽保理累计操作保理业务1,769笔，累计发放保理款79.16亿元，截至当期末保理业务存量共计3,031笔，保理款余额159.95亿元。

表 11：尚隽保理业务运营情况

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
当期累计保理业务笔数	620	1,574	2,119	1,769
当期累计保理金额	32.24	77.35	151.71	79.16
期末保理笔数	343	992	1,489	3,031
期末保理余额	15.84	50.22	148.06	159.95
当期逾期保理款	0.00	0.00	0.00	0.00
当期逾期保理款损失余额	0.00	0.00	0.00	0.00
当期逾期保理款回收余额	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：尚隽保理提供，中诚信证评整理

业务流程方面，尚隽保理业务流程主要分为四个阶段，分别为业务受理阶段、业务审批阶段、业

务执行阶段以及后续管理阶段。在业务受理阶段，业务人员对项目基本情况梳理，并报知业务部经理，经商议后判定是否受理项目。初步通过后，业务部经理携一名业务人员共同进行现场调查，必要时，可由风险管理部协同到项目现场进行尽职调查，尽职调查的主要内容包括融资人基本情况、偿债能力、所在行业运行情况和标的应收账款情况等。尽职调查完成后，业务人员将完成项目申报书，并连同客户基础资料等一同提交风险管理部审核。在业务审核阶段，风险管理部人员根据业务部提交的项目申报书、客户基础资料等进行初步审核，初步审核通过后提交至评审会。评审会由世茂集团执行董事、资金部、法务部、报表部、内控部负责人组成，受审项目需全体同意才予以执行。在项目执行阶段，客户办理完相应手续后，业务人员凭执行董事所批内部请款函报送财务部，由财务部确认无误后将执行放款。在后续管理阶段，业务经办人须定期回访卖方及买方，了解其生产经营是否正常、应收账款标的是否处于正常状态、担保方或抵质押品是否正常等，每季度形成期中风险检查报告经风险管理部报送给总经理及评审会，同时财务部负责建立应收账款催收台账，每月向风险管理部发送《应收账款到期通知书》，由风险管理部通知业务部负责催讨。

风险管理

尚隽保理设置风险管理部，将风险管理贯穿于业务受理阶段、业务审批阶段、业务执行阶段以及后续管理阶段等业务流程，风险管理部在上述业务流程中均有不同程度参与。保理业务的风险类型主要包括信用风险、法律合规风险、操作风险等。

信用风险方面，尚隽保理所签订保理合同项下的债务人大部分为世茂房地产和/或世茂建设直接或间接控股或参股的项目公司，违约风险较低，自其开展业务以来尚未发生违约情形。

法律合规风险方面，就本专项计划的基础资产而言，所有保理合同均已有效签署，且供应商已履行保理合同所对应的基础合同，并经过尚隽保理法务部研究审核通过。

操作风险方面，尚隽保理按照区域划分原则，

由各区域公司定期将项目公司付款计划提交尚隽保理法务部，经风控部审核通过后方可立项，立项后尚隽保理将与融资人正式签署《保理合同》并发出应收账款转让通知等文件，整体操作流程清晰，因此其操作风险较为可控。

综合来看，尚隽保理的风险管理体系较为完善，整体风险把控较好。

财务状况

以下财务分析基于尚隽保理提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告。

资本结构方面，得益于股东支持，尚隽保理自展业以来业务规模不断扩大，资产规模相应较快增长，2016~2018 年末，尚隽保理资产总额分别为 26.29 亿元、84.05 亿元和 186.61 亿元。同时，尚隽保理负债规模亦大幅增长，2016~2018 年末，其负债总额分别为 19.74 亿元、64.04 亿元和 166.08 亿元，资产负债率分别为 75.07%、76.19%和 88.99%，负债水平随业务规模扩大而大幅上升。

资产构成方面，截至 2018 年末，尚隽保理的资产主要系流动资产，其中应收账款占总资产比重为 79.39%，主要系对其保理业务融资人产生的应收账款。

负债构成方面，截至 2018 年末，尚隽保理的负债以流动负债为主，其中短期银行借款占期末负债总额的 77.39%，系其开展保理业务的主要融资渠道。

盈利能力方面，虽然尚隽保理展业时间较短，但凭借其股东的业务资源，其保理业务规模快速扩大，2016~2018 年，尚隽保理分别实现营业收入 1.01 亿元、2.89 亿元和 9.80 亿元，收入规模增长较快。同期尚隽保理毛利率分别为 24.48%、13.15%和 9.32%，呈下降趋势，主要原因系融资成本的增加。2016~2018 年，尚隽保理财务费用分别为 -54.73 万元、-1,195.85 万元和 -1,209.56 万元，均为负数，系汇兑利差与利息收入总和超过手续费等费用支出导致。2016~2018 年，尚隽保理分别取得利润总额 0.18 亿元、0.30 亿元和 0.71 亿元，实现净利润 0.13 亿元、0.22 亿元和 0.53 亿元。

偿债能力方面，2018 年末，尚隽保理的流动比率为 113.08%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。现金流方面，2018 年尚隽保理的经营活动净现金流分别为-71.94 亿元，呈净流出状态，无法对流动负债形成有力保障，主要系尚隽保理业务快速发展使得客户贷款及垫款净增加额¹²大幅增加导致。

总体来看，尚隽保理业务模式清晰，风控体系较为健全，且凭借股东的资金及业务资源，其业务规模快速扩大，整体运营情况向好，其资信状况符合本专项计划对特定原始权益人/资产服务机构的要求。

差额补足人——世茂建设

世茂建设成立于 2001 年 3 月，初始注册资本 8,000 万元，系由上海世茂投资发展有限公司（以下简称“世茂投资”）和上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）共同出资设立，持股比例分别为 40% 和 60%。后经多次股权转让及增资，截至 2019 年 3 月 31 日，世茂建设注册资本已增加至 5.40 亿元，系有限责任公司（台港澳法人独资），Shimao Holdings Company Limited 持有世茂建设 100% 股权。世茂房地产通过多层股权架构持有 Shimao Holdings Company Limited 100% 股权，为世茂建设的实际控制方。

截至 2018 年 12 月 31 日，世茂建设资产总额为 1,857.10 亿元，负债总额为 1,297.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 559.51 亿元，资产负债率 69.87%。2018 年世茂建设实现营业收入 555.25 亿元，取得净利润 99.33 亿元，经营活动净现金流 135.54 亿元。

截至 2019 年 3 月末，世茂建设资产总额为 1,894.47 亿元，负债总额为 1,313.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 580.72 亿元，资产负债率 69.35%。2019 年 1~3 月，世茂建设实现营业收入 115.16 亿元，取得净利润 20.43 亿元，经营活动净现金流 35.50 亿元。

业务运营

世茂建设是世茂房地产境内最核心的房地产开发运营平台，目前世茂建设的营业收入主要来源

于房产销售业务，占比始终保持在 90% 以上。2018 年世茂建设实现营业总收入 555.25 亿元；其中，房产销售实现营业收入 532.51 亿元，物业管理业务实现营业收入 8.78 亿元，其他业务实现营业收入 13.96 亿元。

表 12：世茂建设营业收入构成情况

单位：亿元			
项目	2016 年	2017 年	2018 年
房产销售	378.25	412.20	532.51
物业管理	5.54	8.66	8.78
其他业务	7.36	9.44	13.96
合计	391.15	430.30	555.25

资料来源：世茂建设提供，中诚信证评整理

注：其中，2017 年数据为未重述前数据，重述后数据尚未取得

销售方面，2016~2018 年世茂建设分别实现合同销售面积 386 万平方米、391 万平方米和 587 万平方米；同期，实现合同销售金额 457 亿元、489 亿元和 821 亿元。销售均价方面，受房地产行业周期性波动影响，近三年世茂建设房地产销售均价分别约为 1.18 万元/平方米、1.25 万元/平方米和 1.40 万元/平方米。另外，2018 年末世茂建设尚有预收款项 347.19 亿元，主要为预售购房款，较大规模的预收账款可对其未来的经营业绩形成一定支撑。

表 13：2016~2018 年世茂建设项目运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米			
指标	2016	2017	2018
销售面积	386	391	587
销售金额	457	489	821
销售均价	1.18	1.25	1.40

资料来源：世茂建设提供，中诚信证评整理

项目开发方面，2016~2018 年世茂建设合计新开工面积分别为 279 万平方米、388 万平方米和 574 万平方米，开发节奏有所加速。同期，世茂建设的竣工面积分别为 460 万平方米、457 万平方米和 532 万平方米，竣工面积有所上升。

表 14：2016~2018 年世茂建设开工及竣工情况

单位：万平方米			
指标	2016	2017	2018
新开工面积	279	388	574
竣工面积	460	457	532

资料来源：世茂建设提供，中诚信证评整理

¹² 客户贷款及垫款主要为尚隽保理应收保理款。

财务状况

以下财务分析基于世茂建设提供的经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告和未经审计的2019年3月财务报表。2018年7月世茂建设收购重庆两江新区寰润小额贷款有限公司61.01%股权(同一控制下企业合并),2017年公司财务数据为追溯后调整数。

资本结构方面,2016~2018年末,世茂建设资产总额分别为1,429.59亿元、1,507.18亿元和1,857.10亿元;负债总额分别为858.19亿元、1,047.20亿元和1,297.60亿元,负债规模持续维持在较高水平;所有者权益分别为571.40亿元、459.98亿元和559.51亿元。同期末,世茂建设的资产负债率分别为60.03%、69.48%和69.87%,整体呈波动上升趋势,负债水平较为适中。截至2019年3月末,世茂建设资产总额为1,894.47亿元,负债总额为1,313.75亿元,所有者权益合计580.72亿元,资产负债率69.35%,整体较为平稳。

资产构成方面,世茂建设以流动资产为主。世茂建设的流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2018年末,世茂建设的货币资金为300.39亿元;同期,世茂建设的其他应收款为241.47亿元,主要为应收厦门市穆隽股权投资有限公司、北京瑞茂房地产开发有限公司、上海穆翊企业管理有限公司、福州世茂世睿置业有限公司、无锡世茂新发展置业有限公司的往来款,账龄均在1年以内。存货方面,2018年末世茂建设的存货余额为928.25亿元,主要由开发成本和开发产品构成。世茂建设的非流动资产主要由长期股权投资构成,截至2018年末,世茂建设长期股权投资为219.98亿元,主要为对上海世茂股份有限公司、福建世茂新里程投资发展有限公司、南京世茂新发展置业有限公司、天津津南新城房地产开发有限公司及南京明茂置业有限公司等联营合营企业的股权投资,前五名投资企业金额占比为53.37%。其中,最主要的投资对象世茂股份系国内集商业地产开发、广场运营、百货、影院和儿童事业发展等多个业务板块于一体的国内领先的商业地产上市公司,运营情况持续向好。

表 15: 截至 2018 年末世茂建设主要长期股权投资明细

单位: 亿元

企业名称	投资金额	投资占比	投资收益
上海世茂股份有限公司	44.07	20.03%	3.65
福建世茂新里程投资发展有限公司	36.21	16.46%	0.36
南京世茂新发展置业有限公司	16.78	7.63%	0.24
天津津南新城房地产开发有限公司	11.13	5.06%	0.75
南京明茂置业有限公司	9.22	4.19%	2.36
其他	102.57	46.63%	0.19
合计	219.98	100.00%	7.55

资料来源: 世茂建设提供, 中诚信证评整理

负债方面,世茂建设的负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成,2018年末世茂建设预收款项347.19亿元,主要预收海淀上庄、泉州南安泛华项目、福州连潘、姚江新城和济南世茂原山首府等项目的售房款;同期末其他应付款为463.18亿元。

从债务规模来看,2016~2018年末,世茂建设总债务规模分别为118.03亿元、121.59亿元和108.98亿元,随着目标市场的持续调整和项目开发投入的变化,近年来世茂建设的总债务规模呈现一定波动。债务期限结构方面,2018年末世茂建设的长短期债务比(短期债务/长期债务)为0.24倍,债务期限结构较为合理。

盈利方面,2016~2018年,世茂建设分别实现营业收入391.15亿元、430.86亿元和555.25亿元;同时,截至2018年末,世茂建设的预收款项余额为347.19亿元,待结算资源较为充足。2016~2018年,世茂建设分别取得净利润59.91亿元、70.54亿元和99.33亿元,盈利能力逐渐增强。2019年1~3月世茂建设实现营业收入115.16亿元,取得净利润20.43亿元。

偿债能力方面,2016~2018年,世茂建设EBITDA分别为81.40亿元、98.88亿元和135.39亿元。同期总债务/EBITDA分别为1.45倍、1.24倍和0.80倍;EBITDA利息倍数分别为5.50倍、7.09倍和11.00倍,世茂建设的经营所得对债务本息的保障程度有所提升。现金流方面,2018年世茂建设经营活动净现金流为净流入135.54亿元。2019年

1~3月，世茂建设经营活动净现金流为净流入34.50亿元。

截至2018年末，世茂建设累计获得银行的综合授信额度为240.00亿元，未使用的授信额度为218.29亿元。整体来看，世茂建设的融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至2018年12月31日，世茂建设对关联方保证担保余额为74.01亿元；同期末，世茂建设及其控股子公司向银行提供商品房按揭贷款担保的金额为58.10亿元。考虑到其担保主要系对关联方的担保以及为商品房承购人提供的按揭贷款担保，世茂建设整体的或有负债风险可控。

总体来看，2018年世茂建设的收入规模稳定增加，并且其作为世茂房地产在中国境内的核心平台，在集团内具有重要的战略地位，其凭借世茂房地产多元化的融资渠道具备较强财务弹性，整体偿债能力很强，其作为差额补足人，能够为本专项计划优先级资产支持证券的本息兑付提供很强的保障。

担保人——世茂房地产

世茂房地产成立于2004年10月，系在开曼群岛注册设立，初始注册资本38万港元。世茂房地产于2006年7月在香港交易所上市，股票代码0813。截至2018年12月31日，许荣茂先生通过世盈财经有限公司和Gemfair Investments Limited等多层股权架构合计持有世茂房地产69.64%的股权，系世茂房地产的实际控制人。

法人治理结构方面，世茂房地产建立了董事会下设执行董事、执行董事带动经理人的管理架构，拥有健全有效的法人治理结构。世茂房地产的董事会由7名成员组成，对股东负责，以股东利益最大化为行为准则；执行董事为高级管理人员，负责主持日常经营管理工作，并直接领导世茂房地产总部及各区域公司。世茂房地产总部主要负责制定战略、经营计划、资本运营计划、重大决策、指导及审批子公司各项业务等，下设集团各职能中心，包括综合管理中心、营销管理中心、工程管理中心、运营管理中心、法务部、成本管理中心、财务管理

中心、研发管理中心、公共事务、战略和投资管理中心等9个职能部门，各职能部门和各专业公司在工作中既相互独立又保持通畅协作，运转效率相对较高。

此外，世茂房地产根据其业务布局情况设立华北区、苏沪区、南京区、浙江区、华中区、西部区、华南区、山东区和福建区9大区域，具体业务主要由各区域和城市子公司负责。在子公司管理方面，世茂房地产在人事管理、财务管理和内部审计监督等方面制定了相关规定，对其在组织、资源、资产、投资等事项的规范运作上进行整体风险控制，建立起较为有效的管控与整合机制。

截至2018年12月31日，世茂房地产在国内成立并营业的下属控股子公司超过534家，其中上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）前身为“上海万象（集团）股份有限公司”（以下简称“万象集团”），成立于1993年12月，并于1994年2月在上海证券交易所上市。2000年8月，上海世茂投资发展有限公司受让黄浦区国资办持有万向集团6,250万股，成为万向集团控股股东，并于2001年4月变更万象集团名称为“上海世茂股份有限公司”（股票代码：600823）。后经多次股权转让，截至2019年3月末，世茂房地产通过峰盈国际有限公司、上海世茂企业发展有限公司及上海世茂投资管理有限公司合计持有世茂股份58.92%，为世茂股份控股股东。目前，世茂股份已发展为一家集商业地产开发、广场运营、百货、影院和儿童事业发展等多个业务板块于一体的国内领先的商业地产上市公司。

截至2018年12月31日，世茂房地产的资产总额3,775.97亿元，所有者权益1,052.80亿元，资产负债率为72.12%；2018年，世茂房地产实现营业收入855.13亿元，取得净利润123.11亿元，经营活动净现金流22.10亿元。

业务运营

世茂房地产主要在国内开发大型综合房地产项目，包括住宅、酒店、零售及商用物业等多种产品类型。经过多年发展，目前世茂房地产拥有264个项目，遍及全国87个城市，已形成生态住宅、

商业地产及高端酒店三大核心业务板块，其中住宅和酒店板块主要与其在境内的核心的运营平台世茂建设进行投资、开发和经营；商业板块主要与其控股子公司世茂股份进行投资、开发和运营。

得益于稳健的发展战略、多元化的产业布局及很强的品牌知名度和市场影响力，近年来世茂房地产收入规模持续增长。2016~2018年，世茂房地产分别实现营业收入 592.86 亿元、704.26 亿元和 855.13 亿元，主要由物业销售、酒店经营及投资物业租金业务收入构成。其中，物业销售是世茂房地产的主要收入来源，近三年占营业收入的比例保持在 95%左右。

表 16：2016~2018 年世茂房地产营业收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2016	2017	2018
物业销售	561.97	667.96	809.07
酒店经营	14.66	17.08	19.08
投资物业租金	7.10	9.92	10.91
其他	9.13	9.30	16.07
合计	592.86	704.26	855.13

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

商品房开发板块

自成立运营二十多年以来，目前世茂房地产已进入全国 87 个主要城市，区域聚集于环渤海地区、长三角地区、华南地区、福建区、华中地区及西部地区等多个区域，是国内领先的商品房开发商之一。

从项目运作情况看，世茂房地产根据房地产市场环境变化及其自身发展情况，调整产品形态及开发节奏，使其获得了持续稳健的发展。2016~2018 年末，世茂房地产的在建面积分别为 1,280 万平方米、2,023 万平方米和 2,902 万平方米；2016~2017 年末，新开工面积分别为 738 万平方米、1,033 万平方米，2018 年世茂房地产开发节奏有所放缓；同期竣工面积分别为 770 万平方米、765 万平方米和 892 万平方米。较大规模的在建及拟建项目为世茂房地产未来业务规模的持续增长提供了较好保障，也同时对其资金调配能力提出了一定要求。

表 17：2016~2018 年世茂房地产开工及竣工情况

单位：个、万平方米

指标	2016	2017	2018
项目数量	132	165	264
在建面积	1,280	2,023	2,902
新开工面积	738	1,033	-
竣工面积	770	765	892

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

注：2018 年新开工面积世茂房地产暂未取得

销售方面，世茂房地产注重“回款率”、“利润率”及“去化率”等指标考核。2016~2018 年，世茂房地产分别实现合同销售面积 492 万平方米、606 万平方米和 1,069 万平方米；合同销售金额 681 亿元、1,008 亿元和 1,762 亿元，2018 年世茂房地产销售业绩大幅增长，主要系其加大三四线城市项目的推盘力度，可售资源较为优质。销售均价方面，得益于世茂房地产不断优化的区域布局和因地制宜的销售策略，2018 年销售均价由 2017 年的 16,623 元/平方米下降至 16,482 元/平方米。

表 18：2016~2018 年世茂房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	492	606	1,069
销售金额	681	1,008	1,762
销售均价	13,850	16,623	16,482
结算面积	486	492	586
结算金额	562	668	809
结算均价	11,551	13,585	13,807

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

结算方面，2016~2018 年，世茂房地产分别实现结算面积 486 万平方米、492 万平方米和 586 万平方米；结算金额分别为 562 亿元、668 亿元和 809 亿元。从结算区域分布来看，2018 年世茂房地产的结算收入主要来自于泉州、福州、武汉、杭州、南京等城市，前十大城市结算收入占比约 66.9%。

表 19：2018 年世茂房地产前十名城市结算收入情况

城市	占比
泉州	16.6%
福州	10.0%
武汉	6.1%
杭州	5.8%
南京	5.7%
济南	5.4%
青岛	5.4%
银川	5.0%
深圳	3.5%
厦门	3.4%
合计	66.9%

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

商业地产开发运营

世茂房地产的商业地产开发运营业务主要由世茂股份负责运营。世茂股份始终致力于商业地产的专业化销售和经营，在包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波等 20 多个城市运营多处大型商业综合体及若干住宅地产项目，现已成为国内商业地产的龙头企业之一。

截至 2018 年末，世茂房地产投资商业物业建筑面积超过 119.99 万平方米，2018 年世茂房地产商业物业实现营业收入 10.91 亿元。

表 20：2018 年世茂房地产商业物业运营情况

单位：平方米、亿元

商业物业名称	总建筑面积	营业额
上海世茂广场	71,239	0.44
常熟世茂世纪中心	43,357	0.23
北京世茂大厦	70,175	1.57
芜湖世茂滨江花园	19,963	0.06
绍兴世茂迪荡新城	181,605	0.83
苏州世茂运河城	49,993	0.33
上海世茂商都	9,584	0.33
徐州世茂东都	59,471	0.14
昆山世茂广场	88,249	0.52
济南世茂国际广场	280,641	1.64
南京海峡城	65,719	0.30
泉州石狮世茂摩天城	156,335	0.33
厦门世茂海峡大厦	37,261	0.47
上海世茂大厦	66,313	0.04
其他租金收入	-	0.48
商业相关服务收入	-	3.20
合计	1,199,905	10.91

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

酒店运营

2017 年 3 月，世茂房地产与喜达屋资本集团签订全面战略合作协议，共同拓展中国的精品酒店市场，2017 年 7 月 11 日世茂喜达酒店集团正式成立，业务布局从高端全服务到中端精选服务、从城市商务酒店到特色度假酒店以及公寓产品，实现了全系列品牌。截至 2018 年末，世茂房地产自持酒店已开业的有 22 家，拥有客房数量近 6,930 间；2018 年世茂房地产自持酒店合计实现收入 19.08 亿元。

表 21：2018 年世茂房地产酒店运营情况

单位：间、亿元

酒店名称	客房总数	营业额
上海佘山茂御臻品之选酒店	325	1.64
上海世茂皇家艾美酒店	770	2.97
上海外滩茂悦大酒店	631	4.00
牡丹江世茂假日酒店	265	0.33
绍兴世茂假日酒店	284	0.32
南京世茂滨江希尔顿酒店	411	1.00
芜湖世茂希尔顿逸林酒店	442	0.67
福州世茂洲际酒店	318	0.92
绍兴世茂皇冠假日酒店	453	0.95
泰州世茂茂御酒店	262	0.32
天津生态城世茂希尔顿酒店	301	0.59
宁波春晓世茂希尔顿逸林酒店	220	0.27
武汉世茂希尔顿酒店	338	1.15
厦门康莱德酒店	241	1.55
宁波北仑世茂希尔顿逸林酒店	379	0.55
烟台世茂希尔顿酒店	252	0.62
沈阳世茂希尔顿酒店	329	0.65
杭州滨江世融艾美酒店	199	0.08
上海佘山世茂洲际酒店	336	0.32
其他	174	0.18
合计	6,930	19.08

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来世茂房地产紧跟房地产市场格局的变化，实行积极而严谨的土地拓展战略，投资重心始终聚集于国内主要城市的核心及潜力区域。2016~2018 年，世茂房地产分别新增土地储备建筑面积 396 万平方米（权益前）、1,060 万平方米（权益前）和 1,615 万平方米（权益前），2018 年世茂房地产加大投资力度，新增土地储备建筑面

积大幅增加。同期，世茂房地产新增土地成交均价分别为 10,994 元/平方米、10,861 元/平方米和 5,099 元/平方米，2018 年土地成交均价大幅下降，主要系世茂房地产 2016~2017 年拿地多集中在一二线城市，自 2018 年起世茂房地产调整策略，逐步拓展一二线城市价值外溢圈的三四线城市。截至 2018 年末，世茂房地产共拥有 264 个项目，土地储备面积约 5,538 万平方米（权益前）。地区分布方面，世茂房地产在布局一二线城市的同时，关注一二线周边可承载外溢需求的三四线城市，相对较低的土地成本为后续的利润率提供了有效的保障。

表 22：2016~2018 年世茂房地产土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、元/平方米

科目	2016	2017	2018
新扩展项目个数	25	51	96
新增土地储备（权益前）	396	1,060	1,615
新增土地平均成本	10,994	10,861	5,099
土地储备总面积	3,079	4,790	5,538

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

总体来看，近年世茂房地产区域布局持续优化，签约销售金额持续增长，商业地产和酒店运营租金收入较为稳定，可对其营业收入提供一定的补充，多元化布局优势凸显。同时，中诚信证评也关注到世茂房地产的在建及拟建项目规模较大，未来随着土地储备支出的投入，其将面临一定资本支出压力。

财务状况

以下财务分析基于世茂房地产提供的经普华永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告。

随着房地产开发及酒店经营等多元业务规模的扩张，近年来世茂房地产的资产规模保持持续增长态势。2016~2018 年末，世茂房地产的资产总额分别为 2,619.03 亿元、3,075.59 亿元和 3,775.97 亿元。自有资本实力方面，得益于世茂房地产的利润积累，其自有资本实力不断增强，截至 2018 年末，世茂房地产的所有者权益达到 1,052.80 亿元。负债方面，伴随着开发项目和土地储备的增加，世茂房地产的负债水平亦相应提升。2016~2018 年末，世茂房地产的总负债分别为 1,736.86 亿元、2,108.12

亿元和 2,723.17 亿元。同期末，世茂房地产的资产负债率分别为 66.32%、68.54% 和 72.12%。

盈利能力方面，世茂房地产的收入主要来源于物业销售收入、酒店经营收入、投资物业租金收入以及其他业务收入，其中物业销售是其收入和利润的最主要来源。2016~2018 年，世茂房地产分别实现营业收入 592.86 亿元、704.26 亿元和 855.13 亿元，收入规模持续增长。截至 2018 年末，世茂房地产较大规模的在拟建项目储备，能够为其未来经营业绩的增长提供了较强的支撑和保障。

从毛利水平看，2016~2018 年，世茂房地产的营业毛利率分别为 27.58%、30.43% 和 31.51%；同期，世茂房地产净利润分别为 75.10 亿元、105.71 亿元和 123.11 亿元。受益于销售价格的持续攀升以及较强的市场竞争力，世茂房地产的盈利能力有所增强。

偿债能力方面，从债务规模来看，世茂房地产秉承稳健的财务政策，2016~2018 年末，世茂房地产付息债务规模分别为 673.37 亿元、876.35 亿元和 1,091.32 亿元；同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.36 倍、0.26 倍和 0.40 倍。截至 2018 年末，世茂房地产短期债务 313.06 亿元，总债务 1,091.32 亿元，债务规模进一步上升。世茂房地产的付息债务以长期债务为主，与其运营模式较为匹配，短期集中偿债压力较小。

表 23：2016~2018 年世茂房地产偿债能力分析

科目	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	179.27	183.26	313.06
总债务（亿元）	673.37	876.35	1,091.32
EBITDA（亿元）	143.92	200.89	244.25
资产负债率（%）	66.32	68.54	72.12
经营净现金流/总债务（X）	-0.05	0.13	0.03
总债务/EBITDA（X）	4.68	4.36	4.47
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	3.50	2.69

资料来源：世茂房地产提供，中诚信证评整理

获现能力方面，世茂房地产的 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年分别为 143.92 亿元、200.89 亿元和 244.25 亿元，获现能力有所增强，受益于此，世茂房地产近三年主要偿债指标有所强化，总债务/EBITDA 分别为 4.68 倍、4.36 倍和 4.47 倍；同期，世茂房地产的 EBITDA 利息保障倍数分

别为2.65倍、3.50倍和2.69倍，当期实现的EBITDA能有效覆盖其利息支出。整体来看，世茂房地产持续增长的收入规模和良好的盈利能力可对其债务的偿还提供较好保障。

或有负债方面，截至2018年末，世茂房地产的担保余额合计271.31亿元，占同期末净资产的17.26%。其中181.75亿元系为客户提供的购房按揭贷款担保，若剔除该部分担保，其为联营公司及合营公司提供的担保余额为89.56亿元。

截至2018年末，世茂房地产累计获得银行的综合授信额度为1,904.00亿元，未使用的授信额度为1,714.49亿元。整体来看，世茂房地产的融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

总体而言，近年来世茂房地产的业务规模不断增长，负债水平相对合理，财务结构较为稳健，资产流动性良好。世茂房地产充足的待结算资源和较快的存货周转速度为其未来经营业绩提供良好的支撑。整体来看，世茂房地产综合偿债能力极强，对基础资产的保障程度极高。

流动性支持承诺人——北京帕冉

北京帕冉成立于2006年10月23日，系由自然人周丽霞和孙娟共同出资组建，注册资本10万元。2008年8月，北京帕冉股东变更为自然人周丽霞和王培，持股比例分别为90%和10%，注册资本增至50万元。2016年7月，富柯瑞（北京）管理顾问有限公司（以下简称“富柯瑞公司”）对北京帕冉增资1,000万元，北京帕冉注册资本增加至1,050万元。2017年1月，富柯瑞公司进行减资，北京帕冉注册资本变更为50万元。截至2019年3月末，北京帕冉的股东为自然人王培和自然人周丽霞，持股比例分别为70%和30%。

组织架构方面，北京帕冉设置董事会，由全体股东组成，为最高权力机构，主要行使决定经营方针和投资计划、审议批准执行董事和监事的报告、审议批准年度财务预算和决算方案等职权；设执行董事一人，由股东会选举产生，主要行使召集股东会并报告工作、执行股东会的决议等职权；设监事一人，行使检查财务状况、对执行董事和高管行为进行监督的职权。

北京帕冉设置总经理一人，由法定代表人王培兼任。总经理下设业务部和财务部，部门设置简洁。总经理王培为研究生学历，曾先后于北京市朝阳区税务局第四税务所和北京市朝阳区国家税务局工作，后于北京金华融税务师事务所担任总经理职务，具有较为丰富的税务咨询经验。

截至2018年末，北京帕冉资产总额为13,184.49万元，所有者权益合计2,837.26万元，资产负债率为78.48%。2018年，北京帕冉实现营业收入97.09万元，取得净利润340.68万元。

业务运营

北京帕冉的经营范围为工程技术咨询、工程造价咨询、投资咨询、财务咨询和房地产信息咨询等。由于近年来北京帕冉的业务规模逐渐收缩，营业收入较少。

目前，北京帕冉的主要业务集中于工程造价咨询、财务咨询和税务咨询等三个领域，为客户提供国内外工程管理、投资方案、工程预决算财务规划、税务咨询等服务。2016~2018年，北京帕冉分别实现营业收入94.72万元、203.88万元和97.09万元，主要系财务咨询收入。

北京帕冉的主要客户来源为股东的自有资源，客户群体较为稳定，客户所在行业较为广泛。定价方面，根据项目的具体情况，单个项目报价为十万元至一百余万元不等，项目前期的预付款比例一般为30%~50%，剩余尾款在项目方案提交后支付，结算方式多为现金或转账。

此外，北京帕冉还进行了多项长期股权投资。截至2018年末，北京帕冉的主要长期股权投资有北京金卫华宇物业管理有限公司6.00%股权、北京大董阜成路餐饮管理有限公司20.00%股权、北京叶氏投资有限公司13.09%股权、嘉兴璨丰投资合伙企业（有限合伙）10.00%股权、北京金慧丰皓盈投资合伙企业（有限合伙）46.06%股权、大董（成都）餐饮管理有限公司40.00%股权、宁波鑫慧凯晖投资合伙企业（有限合伙）35.13%股权、北京叶氏企业集团有限公司27.00%股权、北京恒源小额贷款有限公司0.22%股权、宁波金慧丰伦通股权投资合伙企业（有限合伙）6.67%股权。2018年，北京帕冉实现

投资收益338.36万元。

表 24：截至 2018 年末北京帕冉长期股权投资明细

单位：万元

公司名称	投资额	持股比例	投资收益
北京金卫华宇物业管理有限公司	113.28	6.00%	0.00
北京大董阜成路餐饮有限公司	60.00	20.00%	300.00
北京叶氏投资有限公司	1,112.78	13.09%	30.20
嘉兴璨丰投资合伙企业（有限合伙）	300.00	10.00%	0.00
北京金慧丰皓盈投资合伙企业（有限合伙）	3,040.00	46.06%	0.00
大董（成都）餐饮管理有限公司	100.00	40.00%	0.00
宁波鑫慧凯晖投资合伙企业（有限合伙）	1,365.00	35.13%	0.00
北京叶氏企业集团有限公司	2,270.00	27.00%	0.00
北京恒源小额贷款有限公司	10.80	0.22%	8.16
宁波金慧丰伦通股权投资合伙企业（有限合伙）	200.00	6.67%	0.00
合计	8,571.86		- 338.36

资料来源：北京帕冉提供，中诚信证评整理
注：表中合计数系四舍五入后的结果，下同。

财务状况

以下财务分析基于北京帕冉提供的经北京永恩力合会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告。

2016~2018年末，北京帕冉的资产规模不断扩大，资产总额分别为8,389.91万元、8,717.56万元和13,184.49万元；同期末，其负债规模亦不断增加，负债总额分别为6,683.11万元、6,220.99万元和10,347.24万元。2016~2018年末，北京帕冉的资产负债率分别为79.66%、71.36%和78.48%，负债相对较高。

盈利能力方面，由于近年来北京帕冉业务规模呈收缩态势，收入波动较大。2016~2018年，北京帕冉分别实现营业收入94.72万元、203.88万元和97.09万元，分别实现投资收益66.16万元、826.65万元和338.36万元。整体来看，北京帕冉营业收入和投资收益基本能覆盖其成本和费用，尚能保持盈亏平衡。2018年北京帕冉净利润为340.68万元。

现金流方面，2016~2018年，北京帕冉的经营活动净现金流分别为-119.41万元、272.77万元和-366.84万元，2018年经营活动净现金流大幅下降。

总体来看，北京帕冉资产和负债结构简单，业

务模式单一，整体运营较为平稳，且无有息负债，目前没有偿债压力，但鉴于其资产规模较小，盈利能力较弱，其作为本专项计划流动性支持承诺人提供的流动性支持对本专项计划的增信效力有限。

管理人——长城证券

本专项计划的计划管理人长城证券前身为长城证券有限责任公司，成立于1996年5月，是我国最早成立的证券公司之一，由海南汇通国际信托投资公司、海南盛达实业投资公司等11家公司出资1.57亿元设立。2014年11月，长城证券整体变更为股份公司，并正式更为现名。2018年10月，长城证券在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码：002939。截至2019年3月末，长城证券注册资本31.03亿元，华能资本服务有限公司持股46.38%，为长城证券控股股东，中国华能集团有限公司为长城证券的实际控制人。

截至2018年末，长城证券资产总额为484.20亿元，净资产为166.83亿元，扣除代理买卖证券款后资产负债率为56.52%；全年实现营业收入27.53亿元，取得净利润5.89亿元。截至2019年3月末，长城证券资产总额为619.47亿元，净资产为172.57亿元，扣除代理买卖证券款后资产负债率为61.74%；2019年1~3月，长城证券实现营业收入10.20亿元，取得净利润2.96亿元。

经过多年的发展，长城证券主要业务包括证券经纪、证券投资与咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务等。长城证券拥有近百家营业部覆盖全国大中城市。长城证券参控股长城基金、景顺长城基金、宝城期货、长城长富投资公司，拥有由国内经济、金融领域权威专家组成的长城证券专家委员会。截至2018年末，长城证券直接拥有3家控股子公司及2家重要参股公司，在全国设有13家分公司、108家证券营业部。

2002年，经中国证监会核准，长城证券获得受托投资管理业务资格。自《证券公司客户资产管理业务试行办法》（现已修订为《证券公司资产管理业务管理办法》）、《证券公司集合资产管理业务实

施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》颁布实施以来，长城证券严格按照上述法规要求开展客户资产管理业务。长城证券资产管理业务目前以集合资产管理业务与定向资产管理业务为主要发展方向。针对客户在投资风险、收益、流动性等方面的不同需求，长城证券各资产管理业务部门竭力为客户提供需求相匹配的专业理财服务，形成一条包括股票、债券、货币、基金、市值管理、另类投资等多个系列的完整产品线。

长城证券资产管理业务目前已经形成了“1+N+1”的泛资产管理业务组织架构，前台业务部门包括：资产管理部、实体经济业务部、资产管理创新业务部、金融同业部、泛资管服务部及公募产品部。中后台部门包括：资产管理部质量控制与运营部、资金渠道部。长城证券资产管理业务线已逐步建立与完善为不同客户提供多方位、多渠道的服务体系。截至2018年12月末，长城证券资产管理业务规模为2,156.16亿元；2018年，长城证券资产管理业务实现收入1.87亿元。

风控体系方面，长城证券建立包括风险控制委员会、风险控制与安全运营委员会、风控合规管理部、各业务部门及管理支持部门风控经理的四级风险管理体系，上述四个层面形成自上而下垂直型风险控制机构，负责对各项业务的事前、事中、事后风险进行统一管理。根据四级风控体系建立科学的授权批准制度和岗位分离制度，长城证券各业务部门和分支机构必须在适当的授权基础上实行恰当的责任分离制度，风险控制人员和业务经办人员相互独立。此外，结合产品的风险收益特征，长城证券制定了一套风险控制方案，包括事前预防、事中控制和事后完善三个层面。

整体来看，长城证券经营状况良好，资产管理业务布局不断完善，并同时具备较强的风险控制能力，符合本专项计划对管理人的要求。

监管银行/托管人——招商银行深圳分行

招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）成立于1987年4月，由香港招商局集团有限公司创办，是中国第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行。2002年4月，招商银行发行境内上市普

通股并在上海证券交易所（股票代码：600036）挂牌上市；2006年9月，招商银行发行境外上市外资股，并在香港联合交易所（股票代码：03968）挂牌上市。截至2019年3月末，招商银行总股本252.20亿元，其中，招商局集团有限公司通过股权/控制/一致行动关系合计间接持有招商银行股份比例为29.96%，系招商银行第一大股东。

截至2018年末，招商银行在中国境内的130多个城市设有137家分行及1,673家支行、1家分行级专营机构（信用卡中心）、1家代表处、3,259家自助银行、10,316台自助设备（其中取款机1,212台、存取款一体机9,104台）、12,897台可视设备；设有两家子公司——招银金融租赁有限公司和招商基金管理有限公司、两家合营公司——招商信诺人寿保险有限公司和招联消费金融有限公司；在香港拥有永隆银行有限公司和招银国际金融有限公司等子公司，并设有香港分行；在美国设有纽约分行和代表处；在英国设有伦敦分行和代表处；在新加坡设有新加坡分行；在卢森堡设有卢森堡分行；在台北设有代表处；在澳大利亚设有悉尼分行。

截至2018年末，招商银行总资产为67,457.29亿元，其中贷款和垫款总额39,330.34亿元，同比增长10.32%；负债总额62,021.24亿元，其中存款总额44,006.74亿元，同比增长8.28%；净资产5,436.05亿元。2018年，招商银行实现营业收入2,485.55亿元，同比增长12.52%，取得净利润808.19亿元，其中归属于母公司股东的净利润805.60亿元，同比增长14.84%。另截至2019年3月末，招商银行总资产为67,943.47亿元，其中贷款和垫款总额41,258.47亿元；负债总额62,213.11亿元，其中存款总额44,271.97亿元；净资产5,730.36亿元。2019年1~3月，招商银行实现营业收入687.39亿元，取得净利润254.97亿元，其中归属于母公司股东的净利润252.40亿元。

根据银监会于2012年6月发布的资本管理高级计量方法计算，截至2018年末和2019年3月末，招商银行资本充足率分别为15.68%和15.86%，一级资本充足率分别为12.62%和12.72%，核心一级资本充足率分别为11.78%和11.92%。截至2018年

末，招商银行不良贷款余额 536.05 亿元，较上年末减少 37.88 亿元；不良贷款率 1.36%，较上年末减少 0.25 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 358.18%，较上年末增加 96.07 个百分点。截至 2019 年 3 月末，招商银行不良贷款余额 556.45 亿元，不良贷款率 1.35%，不良贷款拨备覆盖率 363.17%。

托管业务方面，招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，是托管业务资质最全的商业银行之一。近年来，招商银行在业务发展、系统建设、风险管理和市场影响力等方面均取得长足进展。截至 2018 年末，招商银行托管资产余额 12.35 万亿元，较上年末增长 3.17%，继续稳居国内托管行业第二（银行业协会统计数据）；同期实现托管费收入 44.39 亿元，同比下降 8.57%，居国内托管行业第三（银行业协会统计数据）。2018 年以来受资管新规及配套政策落地引导资产管理业务回归本源的影响，全行业托管资产规模增速回落，加上资管增值税政策落地，使得招商银行相关业务手续费收入相应减少。

风险控制及制度建设方面，招商银行始终“全面性、专业性、独立性、制衡性”的宗旨，向“轻型银行”转型，加快建设以风险调整后的价值创造为核心的风险管理体系。2018 年，招商银行持续完善全面风险管理体系，积极应对及防范各类风险。一是扎实推进全面风险管理体系建设、健全客户风险统一扎口管理机制；二是构建新动能行业研究体系，夯实客群基础；三是全面实施 IFRS9 预期信用损失拨备政策；四是夯实管理基础，持续推进信贷全流程优化工作；五是金融科技赋能，提升风险管理质效；六是加强资产质量检测管控，强化风险排查和后督，前瞻性防控风险；七是拓宽不良处置渠道，加快风险处置。同时，招商银行积极围绕客户和科技两条主线锻造风险治本能力，一方面加快基于行业研究的客户结构调整，建设支持、适应和服务于新动能客群的风险管理体系；另一方面广泛运用金融科技，持续优化风险管理模式，打造支撑高

质量发展的风险管理体系。

信息化体系建设方面，招商银行托管业务系统主要由运营系统（核心业务系统）、网上托管人和托管人网站构成，并按使用功能区分为清算交割系统、财务系统、估值系统、绩效评估与风险管理系统、网上托管人、托管人网站等。招商银行托管业务系统具有较强的系统兼容性，能与相关管理机构、企业的业务系统实行联接，提供绩效评估、风险监控、资讯服务、公司行动、在线互动等增值性服务，满足各类客户个性化托管服务需要。2018 年，招商银行持续优化托管系统功能与业务流程，成为业内首家正式发布托管大数据平台的银行，并率先实现了机器人流程自动化技术（RPA）在托管领域的应用，托管系统持续领跑同业，“托管大数据平台风险管理系统”荣获中国银保监会系统“金点子”方案一等奖。招商银行实施托管产品全生命周期管理，有效防范托管业务风险，切实履行托管人职责。

整体来看，作为中国最大的股份制商业银行之一，招商银行实力雄厚，并制定了完善的托管业务管理制度和方法，符合作为本专项计划托管人的要求。

产品信用分析

中诚信证评基于尚隽保理提供的基础资产数据，结合专项计划基础资产合格标准、基础资产的信用分析等因素，并在此基础上，调升发行利率等压力情景的设置，然后结合交易结构确定之资产支持证券支付结构和现金流分配顺序，对优先级资产支持证券进行现金流覆盖分析。

同时，中诚信证评还考虑了本专项计划交易结构设置的一些结构性特点，如特定原始权益人对未受偿基础资产赎回、托管人的经验等因素对信用支持水平的影响。

评级结论

基于评级初始日（2019年6月20日）的入池基础资产数据、信息，参照中诚信证评资产证券化评级标准，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为**AAA_{sf}**级。

中诚信证评的评级反映的是优先级资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，即入池基础资产信用质量恶化可能导致资产池预期产生现金流的减少，使资产支持证券持有人可能面临预期损失的程度。

关于长城-世茂-尚隽保理8号资产支持专项计划 优先级资产支持证券跟踪评级安排

根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在资产支持证券存续期内，对资产池的信用表现进行持续监测，持续监控（资产）服务机构和资金保管机构的信用状况，并通过定期考察发起/服务机构、计划管理人的相关报告，对本专项计划的实际信用表现进行动态跟踪，以判断产品的风险程度和信用质量是否发生变化。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于资产支持证券存续期内每年的6月30日前向计划管理人提供一份资产支持专项计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告；对于一年期内的固定收益类产品，本公司将于资产支持证券成功发行后的第六个月向计划管理人提供一份资产支持专项计划的《跟踪评级报告》，并发布定期跟踪评级结果及报告。在此期限内，如发生可能影响本次资产支持证券信用等级的重大事件，发行主体或/及评级对象相关参与方应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并自该事件发生之日起一个月内发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体或/及评级对象相关参与方未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、资产支持证券信用等级或公告信用等级暂时失效。

附：信用等级的符号及定义

资产支持证券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，违约风险很低
A_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，违约风险一般
BB_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，违约风险较高
B_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，违约风险很高
CCC_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有非常大的不确定性，违约风险非常高
CC_{sf}	资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，违约风险极高
C_{sf}	资产支持证券持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失

注：除 AAA_{sf} 级和 CCC_{sf} 级以下（含 CCC_{sf} 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。