

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《上海中成融资租赁有限公司 2018 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

二零一八年一月三日



信用等级公告

联合[2018] 016 号

联合资信评估有限公司通过对“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定

上海中成融资租赁有限公司

2018 年度第一期资产支持票据

优先 A1 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}

优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}

特此公告。



地址：北京市西城区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

上海中成融资租赁有限公司

2018 年度第一期资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
优先 A1 级资产支持票据	21000.00	47.56	AAA _{sf}
优先 A2 级资产支持票据	18000.00	40.77	AAA _{sf}
次级资产支持票据	5153.86	11.67	NR
合计	44153.86	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

基础资产初始起算日：2017 年 8 月 15 日
票据法定到期日：2025 年 6 月 26 日
交易类型：信托型 ABN
载体形式：特殊目的信托
基础资产：由信托委托人为设立信托而根据《信托合同》
信托予信托受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益。
资产池加权平均信用级别：BBB_s/BBB_s⁻
信用提升机制：优先/次级结构、差额支付、流动性支持、
超额利差
委托人/发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人：上海
中成融资租赁有限公司
流动性支持机构：上海建工（集团）总公司
受托人/发行人：上海国际信托有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司上海市分行
主承销商：中国银行股份有限公司

评级时间

2018 年 1 月 3 日

分析师

徐阳 冯雪莹 王笛

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对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进行综合考量，考虑了差额支付承诺人上海中成融资租赁有限公司（以下简称“中成租赁”）以及流动性支持机构上海建工（集团）总公司的偿付能力和偿付意愿。确定“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据(包括优先 A1 级、优先 A2 级资产支持票据，下同)的信用等级为 AAA_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

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

优势

1. 本交易设置了流动性支持安排，当基础资产现金流入不能覆盖优先级资产支持票据本息且差额支付承诺人未能履行差额支付承诺时，由流动性支持机构进行补足。本交易流动性支持机构为上海建工（集团）总公司，联合资信评定上海建工（集团）总公司的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，偿债能力极强，为优先级资产支持票据的偿付提供了有力的外部流动性支持及信用支持。
2. 本交易资产池的加权平均现行收益率为 7.07%，处于较高水平，预计扣减相关税费、信托财产承担费用以及优先级资产支持票据票面利息后将产生一定的超额利差，超额利差将为优先级资产支持票据提供一定的信用支持。
3. 本交易设置了保证金账户，用于管理入池

基础资产对应的保证金，中成租赁或承租人可以以保证金抵扣租赁合同项下承租人的应付租金及其他应付款项，并以回收款形式划付至信托账户；发生“权利完善事件”后，中成租赁应将全部保证金转付至信托账户，这将有利于提高租赁资产违约后的回收。

关注及风险缓释

1. 本交易入池资产的行业集中度较高，其中卫生占比最高，达 49.03%，前三大行业占比合计 71.68%，存在较高的行业集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相同行业承租人的相关性来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业集中风险。

2. 本交易入池资产的地区集中度较高，其中占比最高的地区江苏省未偿本金余额占 25.33%，前三大地区未偿本金余额合计占 53.09%，存在较高的承租人地区集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相同地区承租人的相关性来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了承租人地区集中风险。

3. 本交易的发起机构中成租赁成立时间较短，经营水平及风险管理能力有待观察，联合资信将给予持续关注。

风险缓释：本交易设置了流动性支持安排，上海建工（集团）总公司作为流动性支持机构能够为优先级资产支持票据提供强有力的流动性支持和极强的信用支持。

4. 影响租赁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模型风险。

风险缓释：联合资信通过改变早偿率、降低回收率、缩小利差支持、模拟集中违约等手段，反复测试优先级资产支持票据对承租人违约的承受能力，尽量降低模型风

险。

5. 全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了因宏观经济及外部环境波动而导致的租赁款违约率提高和回收率下降的可能性，评级结果反映了上述风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由发起机构上海中成融资租赁有限公司和发行人上海国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限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、本期信用评级结果的有效期为“上海中成融资租赁有限公司 2018 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

本交易的发起机构上海中成融资租赁有限公司（以下简称“中成租赁”）以其享有的融资租赁债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）设立“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托”。上海信托以受托的基础资产为支持发行优先 A1 级、优先 A2 级和次级资产支持票据，合计发行规模为 44153.86 万元。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：上海中成融资租赁有限公司
受托人：上海国际信托有限公司
资产服务机构/差额支付承诺人：上海中成融资租赁有限公司
流动性支持机构：上海建工（集团）总公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司上海市分行
登记托管机构/支付代理机构：上海清算所
会计/税务顾问：中准会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：上海市锦天城律师事务所
主承销商：中国银行股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司

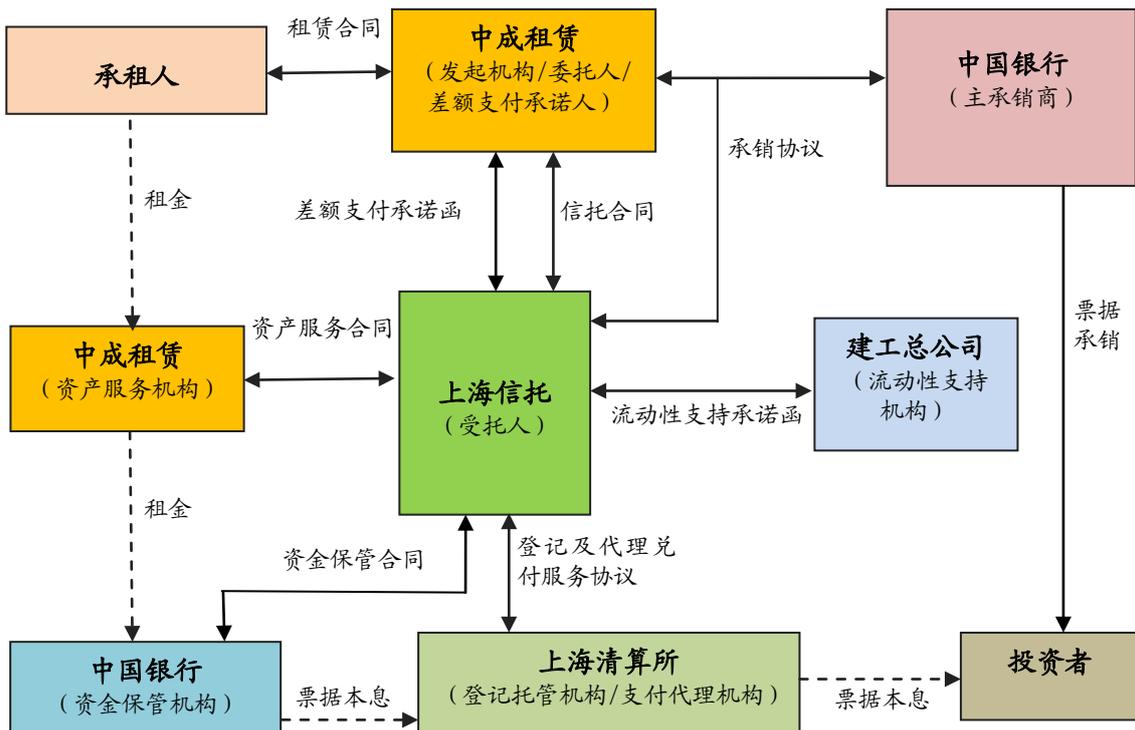


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先A1级、优先A2级和次级资产支持票据（以下简称“票据”），其中优先A1级、优先A2级票据均属于优先级票据，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，劣后受偿的分档票据为优先级较高的分档票据提

供信用增级。优先级票据均按季偿付利息，在优先级票据清偿完毕后，次级票据将按照信托合同约定获得相应的剩余收益。优先A1级和优先A2级均采用过手方式偿付本金。

优先级票据均采用固定预期收益率，并按季支付利息。次级票据不设预期收益率。

本交易募集资金拟用于归还股东委托贷款。

表 2 资产支持票据概况 单位：万元/%

票据名称	信用级别	本金偿付方式	利息支付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A1 级	AAA _{sf}	过手	按季	21000.00	47.56	固定	2019 年 6 月 26 日	2025 年 6 月 26 日
优先 A2 级	AAA _{sf}	过手	按季	18000.00	40.77	固定	2021 年 6 月 26 日	2025 年 6 月 26 日
次级	NR	—	—	5153.86	11.67	—	2022 年 3 月 26 日	2025 年 6 月 26 日

3. 基础资产

本交易的基础资产为委托人中成租赁根据《信托合同》的约定，享有的对租赁合同项下未偿本金余额合计为44153.87万元的融资租赁债权及其附属担保权益。

根据交易文件约定，本交易的合格资产标准如下：就每一笔资产而言，系指在信托财产交付日：(a)资产对应的租赁合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关承租人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向承租人主张权利；(b)委托人已经履行并遵守了资产所对应的任一份租赁合同的主要义务；(c)资产为根据委托人内部标准分类的正常、关注、次级、可疑、损失5级分类体系中的正常类；(d)承租人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织，且未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照；(e)担保人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人；(f)委托人合法拥有资产，且资产上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；(g)资产可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人或其他主体的同意；(h)保证人签署的保证合同、物权担保人签署的物权担保合同及相应的担保物权均合法有效，相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人、保证人、物权担保人或其他主体

的同意；(i)资产所对应的任一份租赁合同项下到期的租金均已按时足额支付(含7个工作日的宽限期)，无违约情况；(j)委托人对租赁物件享有合法的所有权，是租赁物件的唯一合法所有权人；(k)委托人已按照租赁合同或其相关租赁物件购买协议约定的条件和方式支付了租赁合同项下的租赁物件购买价款；(l)委托人已承诺租赁物件上未被设定抵押权(向委托人抵押的除外)、质权或其他担保物权，同时不存在任何影响租赁合同效力或履行的权利瑕疵或限制；(m)除以保证金冲抵租赁合同项下应付租金及其他应付款项，承租人在租赁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)；(n)资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密；(o)资产或租赁物件不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；(p)根据租赁合同，相关租赁物件均已按照租赁合同的约定交付给承租人且委托人已有权向承租人收取租金；(q)自初始起算日起，同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息(含税，不含租赁手续费)及融资租赁债权项下其他应付款项全部入池；(r)资产所对应的任一份租赁合同项下的起租日最晚不迟于2017年8月15日零点(0:00)，租金支付计划到期日不得晚于2023年5月31日。

截至初始起算日，入池资产概要统计如表 3:

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	44153.87 万元
资产池合同金额	45105.98 万元

承租人户数	19 户
资产笔数	19 笔
单笔资产最大合同金额	5000.00 万元
单笔资产最大未偿本金余额	5000.00 万元
单笔资产平均合同金额	2374.00 万元
单笔资产平均未偿本金余额	2323.89 万元
加权平均现行收益率	7.07%
入池资产加权平均合同期限	50.75 个月
入池资产加权平均账龄	2.75 个月
入池资产加权平均剩余期限	48.00 个月
单笔资产最短剩余期限	8.58 个月

单笔资产最长剩余期限	71.61 个月
入池资产加权信用级别	BBB _s /BBB _s ⁻
前五大承租人未偿本金余额占比	56.14%
前十大承租人未偿本金余额占比	89.66%

注：1. 资产池加权平均信用级别为考虑保证后的影子评级。如无特殊说明，涉及资产池中承租人的信用级别均指考虑保证后的影子评级。

2. 加权平均初始合同期限的计算以入池资产发放日和资产到期日为准， $\text{初始合同期限} = 12 * (\text{资产到期日} - \text{资产发放日}) / 365$ 。

3. 剩余期限是指自资产池初始起算日至资产到期日的区间， $\text{剩余期限} = 12 * (\text{资产到期日} - \text{资产池初始起算日}) / 365$ 。

4. 账龄是指自入池资产实际发放日至资产池初始起算日的区间， $\text{账龄} = 12 * (\text{资产池初始起算日} - \text{资产发放日}) / 365$ 。

二、基础资产池分析

联合资信对基础资产信用风险的评估着眼于资产池的整体表现，即信用损失分布的整体形态。通常情况下，入池资产承租人的信用级别、行业和地区以及承租人集中度、承租人之间的相关性以及入池资产的剩余期限分布均会对组合信用风险概率分布的形态（尤其是尾部形态）有重要影响。联合资信将根据资产池特征，并结合当前宏观经济形势等因素，在违约模型中对相关参数进行适度调整。

1. 入池资产质量水平

按照中成租赁资产质量五级分类方法，本交易入池资产全部为正常类，入池资产质量较好。

2. 入池资产余额分布

本交易入池资产的单笔资产平均未偿本金余额为 2323.89 万元。入池资产未偿本金余额分布如表 4 所示。

表 4 入池资产本金余额分布 单位：万元/笔/万元/%

金额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 2000]	11	7427.80	16.82
(2000, 4000]	2	7153.19	16.20
(4000, 6000]	6	29572.88	66.98
合计	19	44153.87	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0, 2000]表示大于 0 万元但小于等于 2000 万元，下同。

3. 入池资产担保方式

本交易入池资产的担保方式分布如表 5 所示：

表 5 入池资产担保方式 单位：笔/万元/%

担保方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
保证	10	31506.21	71.36
信用	3	2286.32	5.18
抵押+保证	4	1562.33	3.54
质押+保证	2	8799.00	19.93
合计	19	44153.87	100.00

可以看出，本交易附带保证或抵/质押担保的入池资产占比 94.82%，这将有助于降低租赁款的违约率，并且提高违约后的回收水平。除此以外，大部分承租人交付了一定数额的保证金，共计约 1744.61 万元，保证金将在承租人违约后，用于偿付剩余金额，能够在一定程度上降低承租人的违约意愿，提高租赁款违约后的回收率。

4. 承租人影子评级

联合资信综合分析了由委托人提供的入池资产的信贷资料，对入池资产的信用风险进行了评估。联合资信对承租人进行信用风险评估时考虑了保证人的保证效力，按照上述原则，联合资信逐笔评定承租人的影子级别。入池租赁款承租人、非自然人保证人以及考虑保证人后最终的影子评级结果分别如表 6、表 7、表 8 所示：

表 6 承租人影子级别分布 单位：笔/万元/%

影子级别	笔数	未偿本金余额	金额占比
As	1	5000.00	11.32
BBBs ⁺	1	5000.00	11.32
BBBs	5	15764.15	35.70
BBBs ⁻	3	5886.32	13.33
BBs	1	1425.61	3.23
BBs ⁻	8	11077.78	25.09
合计	19	44153.87	100.00

注：未偿本金余额和金额占比加总可能不等于合计数为四舍五入所致，下同。

表 7 非自然人保证人影子级别分布 单位：笔/万元/%

影子级别	笔数	未偿本金余额	金额占比
As ⁺	3	14783.89	33.48
BBBs	2	4790.28	10.85
BBBs ⁻	1	367.72	0.83
BBs ⁺	1	5000.00	11.32
BBs	1	3800.00	8.61
BBs ⁻	3	10459.05	23.69
合计	11	39200.94	88.78

表 8 承租人(考虑保证人)影子级别分布 单位：笔/万元/%

影子级别	笔数	未偿本金余额	金额占比
As ⁺	3	14783.89	33.48
As	1	5000.00	11.32

表 9 未偿本金余额占比超过 5%的承租人情况 单位：万元/%/月

序号	未偿本金余额	金额占比	初始金额	初始期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保性质	影子评级
1	5000.00	11.32	5000.00	60.00	58.39	土木工程建筑业	山西	保证	As
2	5000.00	11.32	5000.00	60.03	59.44	卫生	四川	保证	As ⁺
3	5000.00	11.32	5000.00	36.03	35.21	计算机、通信和其他电子设备制造业	江苏	保证	BBBs ⁺
4	4999.00	11.32	5000.00	11.97	8.58	研究和试验发展	浙江	质押+保证	As ⁺
5	4788.99	10.85	5000.00	60.00	54.74	卫生	河南	保证	BBBs
6	4784.89	10.84	5000.00	60.00	55.40	卫生	江苏	保证	As ⁺
7	3800.00	8.61	3800.00	72.00	71.61	水的生产和供应业	河北	质押+保证	BBs
8	3353.19	7.59	3500.00	60.00	54.81	卫生	内蒙古	保证	BBBs
合计	36726.07	83.18	37300.00	—	—	—	—	—	—

6. 入池资产本金偿还方式

本交易入池资产本金偿还方式全部为分期摊还。

7. 入池资产利息支付方式

本交易入池资产利息支付方式包括按月付和按季付以及不规则付息，主要分布见表 10：

BBBs ⁺	1	5000.00	11.32
BBBs	4	10979.26	24.87
BBBs ⁻	3	1254.05	2.84
BBs	2	5225.61	11.83
BBs ⁻	5	1911.06	4.33
合计	19	44153.87	100.00

根据上述影子评级结果以及承租人未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比重，并结合信用等级量化因子，联合资信评定本交易资产池的加权平均信用级别介于 BBBs⁻至 BBBs 之间，记为 BBB_S/BBB_S⁻。该结果表明资产池整体信用质量一般。

5. 入池资产承租人集中度

本交易入池资产涉及 19 户承租人，截至初始起算日，前五大承租人未偿本金余额合计占 56.14%，占比最大的承租人未偿本金余额占比为 11.32%，存在一定的承租人集中风险。联合资信在违约模型中，通过提高占比较大承租人的违约率等手段反映承租人集中风险，未偿本金余额占比超过 5%的承租人详见表 9：

表 10 入池资产利息支付方式 单位：笔/万元/%

付息方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
按季	11	35449.48	80.29
不规则	1	5000.00	11.32
按月	7	3704.39	8.39
合计	19	44153.87	100.00

8. 入池资产收益率类型

本交易入池资产的收益率类型均为浮动。

9. 入池资产合同期限分布

本交易入池资产加权平均合同期限为 50.75 个月。租赁合同期限具体分布如表 11 所示：

表 11 入池资产合同期限分布 单位：月/笔/万元/%

合同期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(6, 12]	1	4999.00	11.32
(30, 36]	7	3585.70	8.12
(36, 42]	1	5000.00	11.32
(42, 48]	1	670.06	1.52
(54, 60]	7	21099.10	47.79
60 以上	2	8800.00	19.93
合计	19	44153.87	100.00

10. 入池资产账龄分布

本交易基础资产对应的租赁款最短账龄为 0.03 个月，最长账龄为 5.72 个月，加权平均账龄为 2.75 个月。租赁款账龄具体分布如表 12 所示：

表 12 入池资产账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 2]	6	20751.38	47.00
(2, 4]	6	7745.63	17.54
(4, 6]	7	15656.86	35.46
合计	19	44153.87	100.00

11. 入池资产剩余期限分布

本交易基础资产对应的租赁款最短剩余期限为 8.58 个月，最长剩余期限为 71.61 个月，加权平均剩余期限为 48.00 个月。租赁款剩余期限具体分布如表 13 所示：

表 13 入池资产剩余期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(6, 12]	1	4999.00	11.32
(30, 36]	8	8585.70	19.44
(42, 48]	1	670.06	1.52

(54, 60]	8	26099.10	59.11
60 以上	1	3800.00	8.61
合计	19	44153.87	100.00

12. 入池资产承租人行行业分布

按照国标二级行业划分标准，本交易入池资产承租人行行业分布如表 14 所示：

表 14 承租人行行业分布 单位：户/万元/%

行业	承租人户数	未偿本金余额	金额占比
卫生	8	21650.48	49.03
土木工程建筑业	1	5000.00	11.32
计算机、通信和其他电子设备制造业	1	5000.00	11.32
研究和试验发展	1	4999.00	11.32
水的生产和供应业	1	3800.00	8.61
印刷和记录媒介复制业	6	2278.78	5.16
农副食品加工业	1	1425.61	3.23
合计	19	44153.87	100.00

入池资产中承租人未偿本金余额占比最高的行业为卫生，共涉及 8 户承租人，未偿本金余额占比 49.03%。据国家统计局数据，2016 年末全国共有医疗卫生机构 99.3 万个，其中医院 2.9 万个，在医院中有公立医院 1.3 万个，民营医院 1.6 万个；基层医疗卫生机构 93.1 万个，其中乡镇卫生院 3.7 万个，社区卫生服务中心（站）3.5 万个，门诊部（所）21.7 万个，村卫生室 64.2 万个；专业公共卫生机构 2.9 万个，其中疾病预防控制中心 3484 个，卫生监督所（中心）3138 个。年末卫生技术人员 844 万人，其中执业医师和执业助理医师 317 万人，注册护士 350 万人。医疗卫生机构床位 747 万张，其中医院 575 万张，乡镇卫生院 123 万张。全年总诊疗人次 78.0 亿人次，出院人数 2.2 亿人。鉴于卫生行业对社会民生的重要性，以及国家对卫生行业的大力支持，该行业发展前景较好。

13. 入池资产承租人地区分布

本交易入池资产承租人地区分布如表 15

所示：

表 15 承租人地区分布 单位：户/万元/%

地区	承租人户数	未偿本金余额	金额占比
江苏	3	11184.89	25.33
河南	2	6214.59	14.07
浙江	3	6040.61	13.68
山西	1	5000.00	11.32
四川	1	5000.00	11.32
内蒙古	2	4790.28	10.85
河北	1	3800.00	8.61
山东	2	716.45	1.62
甘肃	1	551.38	1.25
上海	1	367.72	0.83
贵州	1	334.94	0.76
湖北	1	153.00	0.35
合计	19	44153.87	100.00

本交易入池资产承租人所在地区未偿本金余额占比最高的为江苏省，占比 25.33%。根据

国家与地方统计局相关数据，2016 年江苏省实现生产总值 76086.2 亿元，同比增长 7.8%。其中，第一产业增加值 4078.5 亿元，同比增长 0.7%；第二产业增加值 33855.7 亿元，同比增长 7.1%；第三产业增加值 38152 亿元，同比增长 9.2%。2016 年，全省完成固定资产投资 49370.9 亿元，比上年增长 7.5%。其中，铁路运输业投资同比增长 323.2%，航空运输业投资增长 132%，环境治理业投资增长 22.8%。总体来看，江苏省经济正处于转型升级中且保持较快增长。

14. 宏观经济及外部环境

目前，全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产组合信用风险建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整。

三、交易结构分析

本交易资产支持票据采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用支持。同时，差额支付的安排为优先级票据的偿付提供了一定的流动性支持和信用支持，流动性支持的安排为优先级票据的偿付提供了强有力的流动性支持和信用支持。此外，本交易还安排了相关触发机制。

1. 信托账户

在信托设立日当日或之前，受托人将在资金保管机构处设立信托账，用以记录信托财产的收支情况，具体分为回收款账和保证金账。回收款账用于核算回收款，保证金账用于核算保证金。

保证金账项下的保证金仅能按照租赁合同及交易文件约定的方式支付和使用，包括但不

限于：(a)若资产服务机构根据承租人的要求同意以保证金冲抵租赁合同项下应付租金及其他应付款项，资产服务机构应当通知受托人和资金保管机构，受托人应根据资产服务机构的通知或说明指令资金保管机构将保证金账项下相当于被抵扣的保证金数额的资金作为回收款划入回收款账。(b)若承租人在租赁合同项下的全部应付款项付清或与保证金抵扣之后，保证金仍有剩余的，资产服务机构应当通知受托人和资金保管机构，受托人应根据资产服务机构的通知或说明指令资金保管机构将剩余的保证金退还给保证金的提供方。(c)发生需动用保证金的事由时，受托人应根据资产服务机构根据《服务合同》发出的通知，指令资金保管机构相应地划付保证金账项下的资金。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

违约事件是指以下任何一项事件：(a)回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张（但在抵押物的抵押权、质押物的质权转移登记至受托人名下之前，出现善意第三人对抵押物、质押物主张担保权利，而受托人所享有的抵押权、质权无法对抗善意第三人的情形除外）；(b)受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级资产支持票据应付未付利息的；(c)受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据偿还本金的；(d)交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构、流动性支持机构、差额支付承诺人）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成“违约事件”。

“加速清偿事件”分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：(a)委托人发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何资产服务机构解任事件；(c)资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d)(i)根据《信托合同》、《服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构，或(ii)在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或(iii)后备资产服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；(e)在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 7%；(f)评级机构给予优先级资产支持票据的评级下降至

AA_{sf} 级或以下；(g)在任一优先级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》的约定无法足额分配优先级资产支持票据的未偿本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(h)委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述(c)项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(i)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；(j)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）、流动性支持机构有重大不利影响的事件；(k)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》、《流动性支持承诺函》、《差额支付承诺函》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上(a)项至(g)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(h)项至(k)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应通知所有的资产支持票据持有人。资产支持票据持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向资产服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布“加速清偿事件”已经发生。

(1) 违约事件、加速清偿事件发生前

根据交易结构安排，“违约事件”、“加速清偿事件”发生前，回收款账项下资金顺序支付税费、各机构报酬及限额内费用、优先 A1 级资产支持票据利息、优先 A2 级资产支持票据利息、优先 A1 级资产支持票据本金、优先 A2 级资产支持票据本金、限额外费用、次级资产支持票据本金，剩余资金作为次级资产支持票据收益。详见附件 1 “违约事件”、“加速清偿事件”发生前的现金流。

(2) 违约事件、加速清偿事件发生后

“违约事件”、“加速清偿事件”发生后，回收款账下资金顺序支付税费、各机构报酬和费用、同顺序按比例支付优先 A1 级与优先 A2 级资产支持票据利息、同顺序按比例支付优先 A1 级与优先 A2 级资产支持票据本金、次级资产支持票据本金，剩余资金作为次级资产支持票据收益。详见附图 2“违约事件”发生后的现金流。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制、超额利差、差额支付承诺等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级资产支持票据和次级资产支持票据。资产池回收的资金以及合格投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用损失保护。具体而言，本交易中次级资产支持票据为优先级资产支持票据提供的信用支持为 11.67%。

(2) 触发机制

本交易设置了两类事件触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。

(3) 超额利差

本交易资产池资产组合的加权平均现行收益率与相关参与机构服务费率以及优先级资产支持票据票面利率之间预计存在一定的利差。超额利差通过对资产支持票据本金的偿付提供信用支持。

(4) 差额支付安排

本交易设置了差额支付安排，上海中成融资租赁有限公司出具的《差额支付承诺函》中约定，在以下任一差额支付启动事件发生时：
(a)截至任何一个支付日的前一个差额支付启动日，信托账户内可供分配的资金不足以支付该

支付日应付的相应的税收、信托费用及优先级资产支持票据的预期收益；或 (b)截至任何一个预期到期日的前一个差额支付启动日，信托账户内可供分配的资金不足以根据《信托合同》约定的顺序支付完毕预期到期日应付的相应的税收、信托费用及优先级资产支持票据的预期收益及本金。受托人有权代表全体优先级资产支持票据持有人于差额支付启动日向差额支付承诺人发出启动差额支付指令，中成租赁按照约定履行差额支付义务，于差额支付承诺人划款日下午 16:00 前将此次差额支付所需资金足额划付至信托账户。

联合资信评定中成租赁主体长期信用等级为 AA_{pi}⁻，作为本交易的差额支付承诺人，联合资信认为中成租赁能够为本交易优先级资产支持票据提供一定的流动性支持和信用支持。

(5) 流动性支持安排

本交易设置了流动性支持安排，流动性支持机构为上海建工（集团）总公司。在发生差额支付启动事件的情况下，受托人应通知差额支付承诺人根据《信托合同》、《差额支付承诺函》之约定履行差额支付义务。若差额支付承诺人未能于差额支付承诺人划款日下午 16:00 前将差额支付指令中载明的需支付的金额足额汇付至信托账户，受托人有权于流动性支持通知日向流动性支持机构发送关于启动流动性支持的通知，流动性支持机构承诺应按照受托人书面通知的要求于流动性支持资金净额划付日安排支付并确保流动性支持资金足额支付至信托账户。流动性支持资金净额：系指，就支付日前的任何一个流动性支持通知日而言，该金额应等于 A-B 的差额，(A) 为与该流动性支持通知日紧邻的下一个支付日应付的相关税收、信托费用、优先级资产支持票据预期收益；(B) 为流动性支持通知日的信托资金；或就预期到期日前的流动性支持通知日而言，该金额应等于 A-B 的差额，(A) 为该预期到期日应付的相关税收、信托费用及优先级资产支持票据预期收益及未偿本金余额；(B) 为流动性支

持通知日的信托资金。

联合资信评定上海建工（集团）总公司主体长期信用等级为 AAA_{pt}。作为本交易的流动性支持机构，上海建工（集团）总公司能够为本交易优先级资产支持票据提供强有力的流动性支持和信用支持。

4. 交易结构风险分析

（1）抵销风险

抵销风险是指入池资产的承租人行使可抵销债务权利，从而使租赁款组合本息回收出现风险。本交易文件约定，如果承租人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。上述安排将承租人行使抵销权的风险转化为委托人中成租赁的违约风险。

中成租赁经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高。联合资信认为即使承租人行使抵销权，委托人中成租赁也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险较小。

（2）混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的本息回收与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

为缓释混同风险，本交易安排了必备评级等级为触发条件的回收款转划变更机制来缓释资产服务机构的混同风险：当联合资信给予资产服务机构的主体长期信用等级高于 A⁻级，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日；当联合资信给予资产服务机构的主体长期信用等级等于 A⁻级，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；当联合资信给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A⁻级，资产服务机构（或后备资产服务机构）或受托人（视情况而定）将根据《信托合同》的约定通知相应的承租人、担保人将其应支付的款项直

接支付至信托账户。

联合资信认为，上述安排能够在一定程度上缓释混同风险。此外，作为资产服务机构，中成租赁良好的经营能力与财务状况，能有效缓释混同风险。我们认为本交易的混同风险较低。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级票据利息兑付之间的错配。本交易未设置内部流动性储备账户，存在一定的流动性风险。

联合资信进行了压力测试，并且本交易设置了差额支付及流动性支持条款，能够有效缓释本交易中的流动性风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易采用过手偿付结构，入池资产的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的大小；入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，联合资信认为即使本交易提前偿还和拖欠风险对优先级票据的信用存在一定影响，但差额支付及流动性支持的安排能有效缓释早偿及拖欠给优先级票据兑付带来的风险。

（5）利率风险

本交易入池资产收益率类型均为浮动类型，但是本交易优先级票据均采用固定利率，因而本交易存在一定因利率波动而导致的利率风险。联合资信测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明现行交易结构下，本交易利率风险对优先级票据的信用存在一定影响，但差额支付及流动性支持的安排能有效缓释这一风险。

（6）尾端风险

随着入池资产的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，承租人同质性相对增加，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设定了尾端违约模式进行压力测试，用以反映和处理这一问题。

本交易安排了清仓回购条款。在同时满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：

(a)资产的未偿本金余额总和在回购起算日零点（0:00）降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下或优先级资产支持票据持有人的本金清偿完毕；并且(b)截至回购起算日零点（0:00）剩余资产的市场价值不少于优先级资产支持票据的未偿本金余额和利息以及信托税收、费用、服务报酬与次级资产支持票据的未偿金额减去累计净损失差值（当差值小于 0 时取 0）之和时。清仓回购安排是发起机构于既定条件下按照公允的市场价值回购资产的选择权。该安排并未对本期票据提供任何结构性信用提升，它

是发起机构于既定条件下的一项选择权。若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾部风险。

(7) 再投资风险

在本期资产支持票据的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，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，根据交易文件约定，信托账户内的闲置资金投资范围为合格实体的活期存款、定期存款、通知存款和协定存款。本交易资金保管机构为中国银行股份有限公司，主体长期信用等级极高，将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信对本交易的定量分析包括资产池信用分析和结构现金流分析两部分，其中资产池信用分析采用蒙特卡洛模拟为资产池组合的信用风险建模，以确定优先级票据达到目标评级所必要的评级违约率，而结构现金流分析主要包括压力测试和返回检验，用以确定相应评级档次资产支持票据压力情景下的兑付状况。

在假定承租人完全按照租赁合同还本付息、无拖欠、无违约和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入情况如图 2 所示：

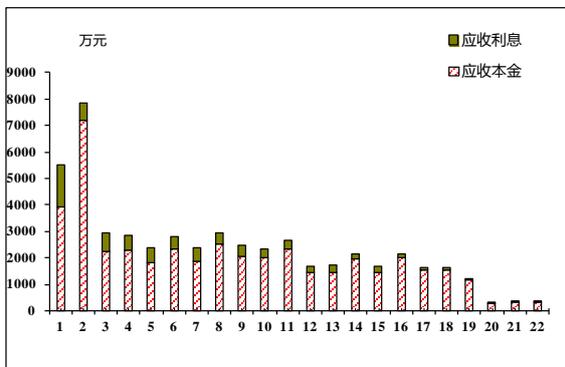


图 2 正常情況下资产池本息流入

各收款期内单户最高还本额占当期还本总额的比例如图 3 所示：

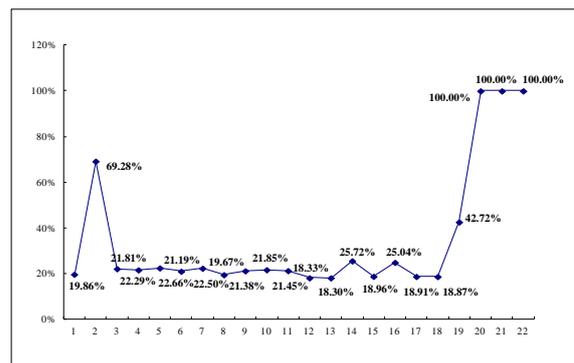


图 3 各期单户最高还本额占总还本额之比

从图2和图3中可以看出，大多数收款期内预期现金流入较为均匀，但有4个收款期单户最高还本额占比超过50%，当期本金的偿还存在一定的承租人集中风险。

在进行蒙特卡洛模拟时，联合资信从审慎的角度出发，充分考虑到国内现行市场经济运行特点；在设定回收率等参数时，联合资信参考了监管部门的标准和市场接受的统计数据，并在此基础上作了适当调整。通过蒙特卡洛模拟，相关评级压力情景下的目标评级违约率如表 16 所示：

表 16 目标评级违约率

目标评级	RDR
AAA _{sf}	35.10%

注：RDR 为目标评级违约率。

联合资信在现金流分析中对本交易入池资产采用的违约时间分布如表 17 所示：

表 17 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	2.07%
第 2 年	19.74%
第 3 年	28.93%
第 4 年	25.60%
第 5 年	18.82%
第 6 年	4.84%
总计	100.00%

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，并在经济运行情况分析以及资产池信用特征分析的基础上，对现金流进行多种情景下的压力测试。联合资信主要的压力测试手段包括模拟集中违约、缩小利差支持、改变提前还款比例、降低回收率等。从压力测试的结果来看，优先级票据仅依靠内部信用增级机制无法通过 AAA_{sf} 级压力测试，但考虑到中成租赁对优先级票据提供差额补足以及建工总公司对优先级票据提供流动性支持，联合资信评定优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人

本交易的发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人为上海中成融资租赁有限公司（以下简称“中成租赁”）。中成租赁成立于2015年1月29日，由上海市机械设备成套（集团）有限公司与中银集团投资有限公司（香港）旗下威利星有限公司共同出资组建的融资租赁公司，初始注册资本为3000万美元。2017年6月，中方股东由上海市机械设备成套（集团）有限公司变更为上海建工集团投资有限公司，同时当月增资4800万美元。截至2017年8月末，中成租赁注册资本为7800万美元，公司股东持股情况见表18：

表 18 中成租赁主要股东及持股情况 单位：%

名称	持股比例
上海建工集团投资有限公司	66.67
威利星有限公司	33.33
合计	100.00

截至2016年末，公司资产总额11.39亿元，

其中应收融资租赁款10.77亿元；负债总额9.53亿元，所有者权益1.86亿元，不良融资租赁资产率0.41%。2016年全年，公司实现营业收入0.76亿元，净利润0.19亿元。根据中成租赁提供的2015年、2016年审计报告，以及2017年6月未经审计的报表，中成租赁最近两年一期的财务数据摘要见表19：

表 19 中成租赁财务数据摘要 单位：亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
流动资产	0.58	2.24	6.62
资产总额	2.55	11.39	20.89
流动负债	0.21	5.46	6.96
负债总额	0.69	9.53	15.62
所有者权益	1.86	1.86	5.26
营业收入	0.15	0.76	0.57
利润总额	0.03	0.26	0.18
经营活动现金流净额	-1.71	-6.54	-6.35

公司目前下设四个部门，分别为业务管理部、风控管理部、财务运营管理部及综合管理部，同时公司搭建了较为完善的信用风险管理组织架构，针对信用风险建立了涵盖基本制

度、管理办法、操作规程三个层面的制度体系。公司通过前、中、后台管理全面加强对信用风险的防范。从业务管理部来看，公司通过《上海中成融资租赁有限公司常规租赁业务操作流程》规范及发布专业指引规范业务人员尽职调查；同时由风控管理部下属信审部与业务管理部协同识别、评估和管理有关风险；在完成放款后由风控管理部下属资产管理部定期对涉及项目承租人进行资产巡视，对承租人及所涉及项目租赁设备进行审查及评估。

流动性风险的管理由风控管理部下属资产管理部、资金部以及财务运营管理部三个团队负责，密切关注公司租金回收、项目放款及银行借款到期情况，提前做好预案，防范流动性风险。

市场风险管理方面，由于公司尚未开展外币业务，公司面临的市场风险主要是利率风险。风控管理部下属资金部对利率敏感资产负债的重定价期限缺口实施定期监控，并逐级上报，以防范利率风险。

操作风险管理方面，公司构建了操作风险管理架构，由业务管理部门下属商务部以及风控管理部下属法律事务部负责职责内的相关法律文本签订及审核。同时建立了一套分类较科学、内容较全面的制度和流程体系，实现部门之间、岗位之间、流程上下线之间的相互监督和制约。

总体来看，中成租赁成立时间较短，资产规模较小，风险管理较为规范，其两位股东所属两大集团能够在业务发展以及风险管理上给予一定的支持。联合资信评定中成租赁主体长期信用等级为 AA_{pi}^- 。作为本交易的资产服务机构与差额支付承诺人，联合资信将持续关注中成租赁的信用水平以及履约能力。

2. 流动性支持机构

本交易的流动性支持机构为上海建工（集团）总公司（以下简称“建工总公司”）。建工总公司的前身为成立于 1953 年的上海市建筑工程局，其职能是代表上海市政府对地方建筑企业实行行政管理。1988 年上海市建筑工程局

改名为上海市建筑工程管理局，同时增加对上海建筑市场行业管理的职能。1994 年 1 月，经上海市委、市政府批准，原上海市建筑工程管理局所属企事业单位整体改制为上海建工（集团）总公司，注册资本 10.3 亿元。2007 年 6 月，经上海市国资委同意，建工总公司以资本公积转增资本，注册资本增至 30 亿元。截至 2016 年末，建工总公司实收资本 30 亿元，唯一股东为上海市国有资产监督管理委员会。

截至 2016 年末，在合并口径下，公司资产总额 1820.87 亿元；负债总额 1513.06 亿元，股东权益 307.81 亿元；2016 年，公司实现营业收入 1389.53 亿元，净利润 22.89 亿元。根据建工总公司提供的合并口径的 14 年、15 年、16 年审计报告，建工总公司最近三年的财务数据摘要见表 20：

表 20 建工总公司财务数据摘要 单位：亿元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
流动资产	998.87	1173.69	1474.17
资产总额	1263.00	1508.41	1820.87
流动负债	837.11	1000.15	1171.97
负债总额	1031.44	1222.25	1513.06
所有者权益	231.55	286.16	307.81
营业收入	1188.26	1296.88	1389.53
利润总额	25.29	26.84	32.23
经营活动现金流净量	2.28	86.93	29.80

建工总公司自成立以来，逐步发展形成了建筑施工、建筑工业、房地产开发和城市基础设施投资建设四大产业板块。其中，建筑板块覆盖了大型桥梁施工、地铁施工、江底隧道、磁浮列车工程、高速公路等领域。1998 年，建工总公司将土建施工业务整合设立上海建工集团股份有限公司并在上海证券交易所上市。

总体来看，建工总公司为上海国资委独资的国有大型企业，业务范围多样化，在所处行业有一定的知名度和市场占有率，财务状况良好。联合资信给予建工总公司的信用等级为 AAA_{pi} 。作为本交易的流动性支持机构，联合资信将持续关注建工总公司的履约能力。

3. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国银行股份有限公司上海市分行，中国银行成立于 1912 年 2 月，于 1994 年改为国有独资商业银行，于 2004 年 8 月股份制改造完毕。2006 年 6 月和 7 月，中国银行先后在香港联交所和上海证券交易所以成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。截至 2016 年末，中国银行资产总额 181488.89 亿元，所有者权益 14116.82 亿元。2016 年，中国银行实现营业收入 4836.30 亿元，净利润 1840.51 亿元。截至 2016 年末，中国银行不良贷款率 1.46%，不良资产拨备覆盖率 162.82%，资本充足率 14.28%，核心一级资本充足率 11.37%。

中国银行是国内首批五家从事基金托管业务的银行之一，托管业务涵盖证券投资基金、社保基金、企业年金、保险资金、QFII 境内投资资金、券商理财计划、资产证券化资金、QDII(合格境内机构投资者)境外投资等领域，2016 年末，中国银行托管资产规模约 8 万亿元，居行业领先地位。

总体来看，中国银行是我国大型的国有控股商业银行，公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富，联合资信给予中国银行的信用等级为 AAA_{pi}。联合资信认为本期资产支持票据产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

4. 受托人

本交易的受托人是上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）。上海信托成立

于 1981 年，由上海市财政局出资发起成立，公司于 1983 年取得“经营金融业务许可证”，1992 年实行股权结构多元化改制，此后历经四次增资扩股。2007 年 7 月，按照信托新规的要求，经中国银监会批准由“上海国际信托投资有限公司”更名为“上海国际信托有限公司”，并换发了新的金融许可证。2015 年 2 月，经中国银监会批准上海信托实施存续分立，变更后注册资本为 24.5 亿元，上海浦东发展银行股份有限公司(以下简称“浦发银行”)成为上海信托的控股股东。2016 年 11 月，上海信托完成新一轮增资，目前注册资本为 50.00 亿元人民币。

截止 2016 年末，上海信托（母公司口径）总资产 138.80 亿元，所有者权益 106.75 亿，累计实现主营业务收入 25.64 亿元，利润总额 19.33 亿元，净利润 15.06 亿元，主营业务发展态势良好。截止 2016 年末公司受托资产规模达 8257.94 亿元，新增信托项目 646 个，受托资产规模增长迅速。在 2016 年主营业务收入中，手续费及信托佣金收入占比较高，达到 21.42 亿元，较 2015 年同比上涨 41.94%。

在资产证券化业务领域，上海信托共参与发行产品 38 支，发行金额共计 1235 亿元，先后担任了多单资产证券化项目的受托人。

总体来看，上海信托拥有稳健的财务实力、比较健全的内控和 risk 管理制度以及较为丰富的信托业务经验，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

六、法律要素分析

目前，国内已发布了《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国信托法》、中国人民银行发布的《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制定了《银行间债券市场非金融企业资产支持

票据指引》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行注册规则》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》等自律性规则，以及其他现行有效的法规与规范的相关规定。

联合资信收到的法律意见书表明：(a)发起机构系在中华人民共和国境内依法设立并

有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，为交易商协会会员，历史沿革合法合规，不存在根据法律、法规、规范性文件及公司章程需要终止的情形，具备《管理办法》、《资产支持票据业务指引》等法律、法规及交易商协会规则指引要求的担任本项目发起机构的资质和条件，并已取得发行本期资产支持票据所需的内部批准与授权；(b)本期资产支持票据在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后可根据《管理办法》、《资产支持票据业务指引》等法律、法规及交易商协会规则指引的规定进行发行；(c)本项目的参与机构均依法设立并有效存续、具备《管理办法》、《资产支持票据业务指引》等法律、法规及交易商协会规则指引要求的参与本项目交易的资质及授权；(d)本项目的发行文件已按照《管理办法》、《资产支持票据指引》、《注册文件表格体系》等法律、法规及交易商协会规则指引的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定；(e)本项目的交易文件不违反中国现行有效的法律、法规及规范性文件，交易文件在约定的生效条件全部满足后，即构成对签署方具有约束力的义务；(f)本项目的基础资产及其运营符合法律、法规及国家相关产业政策，真

实有效、权属明确，不存在任何抵押、质押等权利负担或权利限制，其形成与取得符合法律、法规的要求，不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形；(g)本项目已设置相关措施，在本项目参与机构按照相关法律、法规及交易文件履行相应的权利和义务的情况下，确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；(h)本项目交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排；(i)本项目的信用增进方式符合《合同法》、《管理办法》、《资产支持票据业务指引》等法律、法规及交易商协会规则指引的规定，合法、有效；(j)本项目项下交易以及本期资产支持票据的发行符合《公司法》、《信托法》、《合同法》、《担保法》、《管理办法》、《资产支持票据指引》等法律、法规、规范性文件及交易商协会规则指引的规定。

本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单资产支持票据产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

七、评级结论

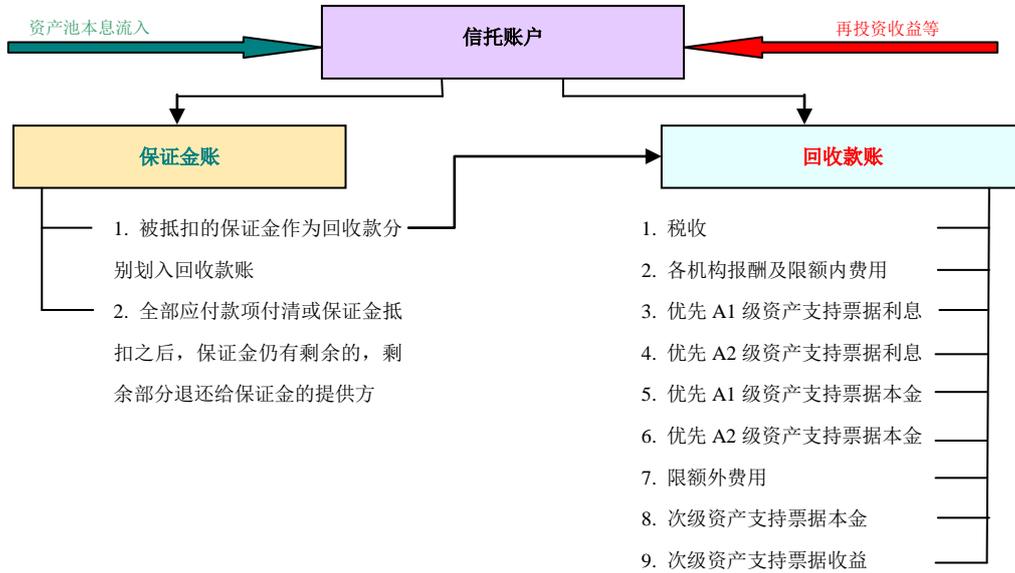
联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，考虑了差额支付承诺人上海中成融资租赁有限公司以及流动性支持机构上海建工（集团）总公司的偿付能力和偿付意愿。确定“上海中成融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据(包括优先 A1 级、优先 A2 级资产支持票据)的信用等级为 AAA_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期

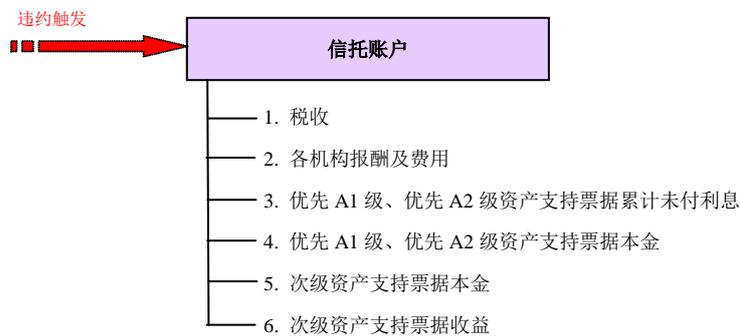
日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”或“加速清偿事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”或“加速清偿事件”发生后的现金流



附件 1 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的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而资产支持票据的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA_{sf}）来特指资产支持票据的信用等级。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

注：对于主动评级，即主要依据公开信息所做出的评级，联合资信在相应信用等级后加“pi”以示区别。

附件 2 入池资产承租人影子评级方法与企业主体长期信用评级方法差异的说明

根据联合资信租赁资产支持票据评级方法，在对租赁资产支持票据进行信用评级过程中，联合资信对入池资产承租人及保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到租赁资产支持票据评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及资产支持票据评级工作实际需要，入池资产承租人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合信信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的资料，对入池贷款承租人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、企业性质、企业规模和竞争力、企业经营管理风险、企业财务状况、租金偿还情况等，形成简要评级报告，由公司信用评级委员会讨论确定承租人及保证人（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的承租人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于租赁资产支持票据的评级，是衡量入池资产承租人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信租赁资产支持票据评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对承租人及保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产承租人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_S、AA_S、A_S、BBB_S、BB_S、B_S、CCC_S、CC_S、C_S。除AAA_S级、CCC_S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。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

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

联合资信评估有限公司关于 上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限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，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“上海中成融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上海中成融资租赁有限公司/上海国际信托有限公司联系，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。