

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《皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券信用评级报告》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

二零一六年九月一日

信用等级公告

联合[2016] 2213 号

联合资信评估有限公司通过对“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券

优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}

优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA_{sf}^{+}

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年九月一日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券 信用评级报告

评级结果

资产支持证券名称	金额(万元)	占比(%)	利率类型	信用等级
优先 A-1 档资产支持证券	70000.00	42.06	固定	AAA _{sf}
优先 A-2 档资产支持证券	58500.00	35.15	浮动	AAA _{sf}
优先 B 档资产支持证券	9000.00	5.41	浮动	AA _{sf} ⁺
次级资产支持证券	28909.39	17.37	—	NR
合计	166409.39	100.00	—	—

注：①NR——未予评级；

②占比加总不等于 100%系由于四舍五入所致。

交易概览

信托财产初始起算日：2016 年 6 月 16 日
证券法定到期日：2023 年 1 月 26 日
交易类型：静态现金流型 ABS
载体形式：特殊目的信托
基础资产：皖江金融租赁股份有限公司在未偿本金余额 166409.39 万元融资租赁合同项下享有的应收租金债权和附属担保权益
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、超额利差
发起机构/资产服务机构：皖江金融租赁股份有限公司
受托机构/发行人：中国对外经济贸易信托有限公司
资金保管机构：徽商银行股份有限公司
联席主承销商：国泰君安证券股份有限公司、徽商银行股份有限公司、国元证券股份有限公司

评级时间：

2016 年 9 月 1 日

分析师

梁涛 王欢 徐阳

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了综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析及现金流分析的基础上，确定“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档，下同）资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA_{sf}⁺；次级资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券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；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易入池资产全部为皖江金融租赁股份有限公司资产五级分类中的正常类资产，资产池加权平均信用级别为 AA_S⁺/AA_S⁻，入池资产信用质量很好。
2. 本交易资产池的加权平均利率为 6.25%，预计将形成一定的超额利差，这将为优先档资产支持证券提供一定的信用支持。
3. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档和次级资产支持证券 22.78% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级资产支持证券 17.37% 的信用支持。
4. 本金账与收益账交叉互补交易结构的设置

¹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，详见附件 2，下同。

为优先档资产支持证券提供了较好的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先档证券的偿付提供了进一步的保障。

5. 根据租赁合同，租赁款在发放时要求承租人缴纳一定比例的保证金。本交易入池资产的保证金总额占资产池未偿本金余额的比例为 9.82%，这将有利于提高租赁资产违约后的回收。

关注及缓释

1. 本交易入池资产的行业集中度和地区集中度较高，第一大行业商务服务业未偿本金占比为 29.85%，第一大地地区江苏未偿本金占比为 34.77%，存在较高的行业和地区集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应行业和相应地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业和地区集中风险。

2. 本交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本交易安排了本金账对收益账的补偿机制，能有效缓释流动性风险。同时，联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。

3. 影响资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小超额利差、模拟集中违约等手段，反复测试资产支持证券对承租人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

4. 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贷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皖江金融租赁股份有限公司和发行人中国对外经济贸易信托有限公司提供，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发起机构/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/发行人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，未因发起机构/发行人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、本期租赁资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券”优先档证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格标准的未偿本金余额 166409.39 万元融资租赁合同项下享有的应收租金债权和附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）设立“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托”。外贸信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档资产支持证券（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档）、优先 B 档和次级资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券

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：皖江金融租赁股份有限公司
发行人/受托人/受托机构：中国对外经济贸易信托有限公司
资产服务机构：皖江金融租赁股份有限公司
资金保管机构：徽商银行股份有限公司
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问/税务顾问：华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)
法律顾问：北京市中伦律师事务所(特殊普通合伙)
联席主承销商：国泰君安证券股份有限公司、徽商银行股份有限公司、国元证券股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

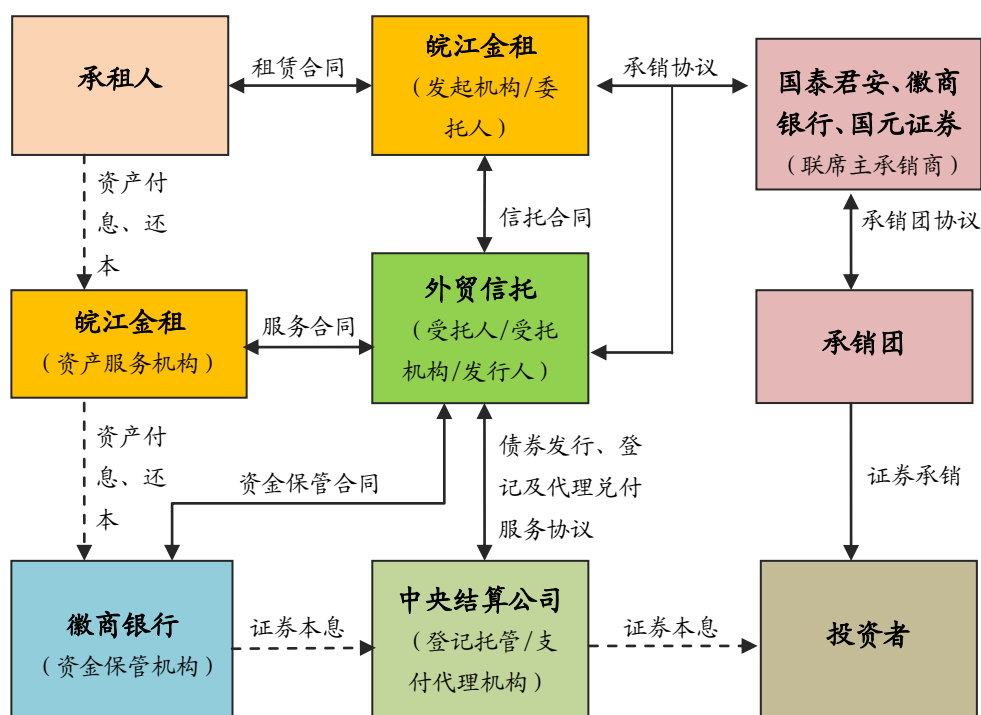


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先 A 档（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档）、优先 B 档和次级资产支持证

券（以下简称“证券”），其中优先 A-1 档、优先 A-2 档和优先 B 档证券属于优先档证券，享有优先信托受益权；次级证券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，劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级。优先A-1档、优先A-2档和优先B档证券均按季偿付利息，在优先级证券全部偿付完毕之前，次级证券不获得任何收益。优先A-1档、优先A-2档、优先B档和次级证券均采用过手偿还结构并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

优先A-1档、优先A-2档、优先B档和次级证券均采用簿记建档方式发行。优先A-1档证券执行固定利率，证券利率根据簿记建档结果确

定。优先A-2档和优先B档证券执行浮动利率，票面利率为基准利率与基本利差之和。其中，基准利率为人民银行公布的一年期定期存款利率，基本利差根据簿记建档结果确定。证券基准利率将于人民银行调整一年期定期存款利率生效日后第3个自然月的对应日进行调整。如遇基准利率调整日处于证券的某个计息期间，则对该基准利率调整日所在的计息期间实行分段计息。次级证券全部由皖江金租自持，不设票面利率，仅在各档证券偿付完毕之后取得最终的剩余收益。

表2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	利息支付方式	本金偿付方式	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-1档	AAA _{sf}	按季付息	过手	70000.00	42.06	固定利率	2017年10月26日	2023年1月26日
优先A-2档	AAA _{sf}	按季付息	过手	58500.00	35.15	浮动利率	2019年1月26日	2023年1月26日
优先B档	AA _{sf} ⁺	按季付息	过手	9000.00	5.41	浮动利率	2019年4月26日	2023年1月26日
次级	NR	—	—	28909.39	17.37	—	—	2023年1月26日

注：NR——未予评级。

3.基础资产

本交易的入池资产涉及发起机构皖江金租向16户承租人发放的16笔人民币租赁款。截至资产初始起算日（2016年6月16日），入池资产的未偿本金余额为人民币166409.39万元。根据交易文件约定，入池资产的合格标准如下：(a)资产对应的租赁合同均合法有效，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)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；(c)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、事业单位法人或其他组织；(d)委托人是租赁物件的唯一合法所有权人，租赁物件上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；(e)委托人在租赁合同项下的融资租赁债权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；(f)在租赁合同项下的融资租赁债权如附有由保证人提供的保证担保或由物权担保人提供的抵押，则由保证人签署的保证合

同、由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；(g)根据租赁合同，相关租赁物件均已起租；(h)委托人已支付租赁合同项下的全部租赁物件购买价款（委托人有权保留的保证金或应由承租人承担购买价款除外），且同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息及其他款项全部入池；(i)资产上未设定抵押权、质权或其他权利负担；(j)租赁物件或资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；(k)资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(l)除以保证金冲抵租赁合同项下应付租金外，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；(m)资产为委托人正常、关注、次级、可疑、损失5级分类体系中的正常类；(n)资产所对应的任一份租赁合同项下的到期租金均已按时足额支付，无违约情况；(o)资产所对应的任一份租赁合同项下的租金支付计划到期日不得晚于2020年

10月25日；(p)委托人已经履行并遵守了资产所对应的任一份租赁合同；(q)资产对应的全部租赁合同适用法律为中国法律。

初始起算日资产池概况如表3：

表3 资产池概况

资产池未偿本金余额	166409.39 万元
承租人户数	16 户
资产笔数	16 笔
最大单笔资产未偿本金余额	19279.66 万元
平均单笔资产未偿本金余额	10400.59 万元
资产合同总金额	231885.00 万元
最高单笔资产合同金额	28000.00 万元

平均单笔资产合同金额	14492.81 万元
单户承租人最大未偿本金余额	19279.66 万元
加权平均现行资产利率	6.25%
加权平均初始期限	52.30 个月
加权平均账龄	14.31 个月
加权平均剩余期限	37.99 个月
最短单笔资产剩余期限	11.90 个月
最长单笔资产剩余期限	52.37 个月
资产池加权平均信用级别	AA _S /AA _S ⁻
前五大承租人未偿本金余额占比	49.56%
前十大承租人未偿本金余额占比	82.25%
保证金总额	16340.00 万元

注：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。

二、基础资产分析

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点，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

按照皖江金租资产质量五级分类方法，本交易入池资产全部为皖江金租认定的正常类资产，入池资产质量良好。

2. 入池资产担保方式

本交易入池资产的担保方式分布如表4所示：

表4 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	14	144319.44	86.73
抵押	1	17500.00	10.52
信用	1	4589.95	2.76
合 计	16	166409.39	100.00

可以看出，本交易入池资产非信用类担保

方式的资产合计占整个资产池未偿本金余额的97.24%，有助于提高回收水平。

3. 入池资产承租人影子评级

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池资产的信贷资料，对本交易入池资产承租人的信用风险进行了评估。对于有保证人的承租人，联合资信对其信用风险进行评估时考虑了保证人的保证效力；对于有外部评级的承租人，联合资信以外部评级为参考，结合对承租人的信用质量分析，确定承租人信用等级。按照上述原则，联合资信给予入池贷款的承租人、保证人和入池贷款承租人（考虑保证人）的最终影子评级结果如表5、表6和表7所示：

表5 入池资产承租人影子评级结果

单位：户/笔/万元/%

影子级别	户数	笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S	1	1	14627.43	8.79
AA _S ⁻	2	2	25379.75	15.25
A _S	3	3	33688.18	20.24
A _S ⁻	5	5	44364.84	26.66
BBB _S ⁺	4	4	39617.69	23.81
BB _S ⁺	1	1	8731.49	5.25
合 计	16	16	166409.39	100.00

表 6 入池资产非自然人保证人的影子评级结果

单位：户/笔/万元/%

影子级别	户数	笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S ⁺	2	2	33907.09	20.38
AA _S	10	10	101922.33	61.25
A _S ⁺	1	1	3750.00	2.25
A _S ⁻	1	1	4740.02	2.85
合 计	14	14	144319.44	86.73

表 7 入池资产承租人（考虑保证人）影子评级结果

单位：户/万元/%

影子级别	户数	笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S ⁺	2	2	33907.09	20.38
AA _S	10	10	101922.33	61.25
A _S ⁺	1	1	3750.00	2.25
A _S ⁻	1	1	4740.02	2.85
BBB _S ⁺	2	2	22089.95	13.27
合 计	16	16	166409.39	100.00

根据上述信用评级结果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入池资产承租人（未考虑保证人）加权信用级别介于 A_S⁻至 BBB_S⁺之间，记为 A_S⁻/BBB_S⁺，入池资产承租人（考虑保证人）加权平均信用级别介于 AA_S至 AA_S⁻之间，记为 AA_S/AA_S⁻，该结果表明资产池整体信用质量较好。

4.入池资产租金偿付方式

本交易入池资产租金偿付频率分为按月偿付、按季偿付、按半年偿付三类，具体分布如表 8 所示：

表 8 入池资产租金偿付方式 单位：万元/%

租金偿付方式	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
按月偿付	1	4740.02	2.85
按季偿付	11	119103.94	71.57
按半年偿付	4	42565.43	25.58
合 计	16	166409.39	100.00

可以看出，本交易按季偿付租金的未偿本金余额占比最高，为 71.57%，相较于按半年偿付，此类资产的到期还本压力较小。

5.入池资产利息支付方式

本交易入池资产利息支付方式分为按月付息、按季付息和按半年付息三类，具体分布如表 9 所示：

表 9 入池资产利息偿还方式 单位：笔/万元/%

利息偿还方式	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
按月偿付	1	4740.02	2.85
按季偿付	12	131703.94	79.14
按半年偿付	3	29965.43	18.01
合 计	16	166409.39	100.00

6.入池资产承租人集中度

截至资产初始起算日，本交易入池资产中前十大承租人未偿本金余额占资产池总额的 82.25%，前五大承租人未偿本金余额占 49.56%，最大承租人未偿本金余额占 11.59%。未偿本金余额占比超过 5%的承租人情况如表 10 所示：

表 10 占比超过 5%的承租人情况 单位：万元/%/月

序号	未偿本金余额	未偿本金占比	初始资产金额	初始资产期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保性质	影子级别
1	19279.66	11.59	28000.00	36.03	23.21	娱乐业	江苏	保证	AA _S ⁺
2	17500.00	10.52	25000.00	60.03	41.46	商务服务业	安徽	抵押	BBB _S ⁺
3	16502.50	9.92	40000.00	60.07	47.18	卫生	湖南	保证	AA _S
4	14627.43	8.79	20000.00	33.99	24.16	土木工程建筑业	江苏	保证	AA _S ⁺
5	14565.99	8.75	20000.00	58.59	37.61	水利管理业	湖南	保证	AA _S
6	12787.72	7.68	14000.00	60.07	51.39	水的生产和供应业	山东	保证	AA _S

7	12779.75	7.68	14000.00	59.90	52.37	商务服务业	湖南	保证	AA _S
8	12600.00	7.57	14000.00	59.64	52.21	商务服务业	安徽	保证	AA _S
9	8731.49	5.25	10000.00	60.07	49.97	电力、热力生产和供应业	山东	保证	AA _S
合 计	129374.54	77.74	185000.00	—	—	—	—	—	—

注：1. 初始资产期限是指资产发放日至资产合同到期日的时间区间，初始资产期限=12*（资产合同到期日-资产发放日）/365，若涉及同一承租人的多笔资产，则初始资产期限以该承租人初始期限最长的一笔资产为准。

2. 剩余期限是指自资产池初始起算日至资产合同到期日的时间区间，剩余期限=12*（资产合同到期日-资产池初始起算日）/365，若涉及同一承租人的多笔资产，则剩余期限以该承租人剩余期限最长的一笔资产为准。

7.入池资产利率类型

本交易入池资产的利率类型包括固定利率和浮动利率，具体利率类型分布见表 11。

表 11 入池资产利率类型分布 单位：笔/万元/%

利率类型	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动利率	9	85576.23	51.43
固定利率	7	80833.16	48.57
合 计	16	166409.39	100.00

8.现行租赁利率

本交易入池资产加权平均租赁利率为 6.25%。其中，租赁利率主要集中于 6.0%至 7.0%之间，相应未偿本金余额合计占比为 48.52%。现行租赁利率分布如表 12 所示：

表 12 现行租赁利率 单位：%/笔/万元/%

利率区间	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
(4.0,5.0]	1	7039.45	4.23
(5.0,6.0]	5	45935.68	27.60
(6.0,7.0]	6	80745.37	48.52
(7.0,8.0]	3	28098.95	16.89
(8.0,9.0]	1	4589.95	2.76
合 计	16	166409.39	100.00

注：（，]为左开右闭区间，例如(5.0, 6.0]表示大于 5.0 但小于等于 6.0，下同。

9.入池资产初始期限分布

本交易入池资产初始期限均在 30 个月以上，加权平均初始期限为 52.30 个月，期限相对较长，具体分布见表 13。

表 13 入池资产初始期限分布 单位：月/笔/万元/%

初始期限	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
(30,36]	2	21423.17	12.87

(36,42]	3	28938.80	17.39
(54,60]	4	44535.69	26.76
60 以上	7	71511.73	42.97
合 计	16	166409.39	100.00

10.入池资产账龄分布

本交易入池资产的账龄主要集中在一年以内，加权平均账龄为 14.31 个月，具体分布见表 14。

表 14 入池资产账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
(6,12]	7	72912.08	43.81
(12,18]	3	39532.16	23.76
(18,24]	3	34685.68	20.84
(24,30]	2	11779.47	7.08
(30,36]	1	7500.00	4.51
合 计	16	166409.39	100.00

注：账龄是指自资产实际发放日至资产池初始起算日的时间区间，账龄=12*（资产池初始起算日-资产发放日）/365。

11.入池资产剩余期限分布

本交易入池资产加权平均剩余期限为 37.99 个月，剩余期限相对较长，最短剩余期限为 11.90 个月，最长剩余期限为 52.37 个月。入池资产剩余期限具体分布见表 15。

表 15 入池资产剩余期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
(6,12]	1	7039.45	4.23
(12,18]	1	2619.70	1.57
(18,24]	1	19279.66	11.59
(24,30]	3	28923.17	17.38
(30,36]	1	4740.02	2.85
(36,42]	2	32065.99	19.27

(42,48]	2	20252.50	12.17
(48,54]	5	51488.91	30.94
合 计	16	166409.39	100.00

考虑到既定期限内集中违约的影响，联合资信设计了相应的违约分布情景并进行了压力测试，以反映入池资产剩余期限特征。

12. 入池资产行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准，本交易入池资产承租人行业分布如表 16 所示：

表 16 承租人行业分布 单位：户/万元/%

行业	承租人户数	未偿本金余额	金额占比
商务服务业	4	49675.49	29.85
卫生	3	28592.45	17.18
水的生产和供应业	2	19827.16	11.91
娱乐业	1	19279.66	11.59
土木工程建筑业	1	14627.43	8.79
水利管理业	1	14565.99	8.75
电力、热力生产和供应业	1	8731.49	5.25
水上运输业	1	4740.02	2.85
化学纤维制造业	1	3750.00	2.25
黑色金属冶炼和压延加工业	1	2619.70	1.57
合 计	16	166409.39	100.00

入池资产中未偿本金余额占比最高的行业为商务服务业，占比达29.85%。联合资信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别为BBB_S⁺至AA_S。本交易入池资产中商务服务业的承租人主要为从事于基础设施建设的国有控股企业。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和各级地方政府的高度重视。随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，我国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额

也维持在较高水平。2013-2015年我国全社会固定资产投资完成额保持较快速度增长，三年分别完成投资总额44.63万亿元、51.20万亿元和56.20万亿元，同比分别增长19.11%、14.73%和9.76%，增速虽有所放缓，但在未来城镇化进程的推动下，该行业仍具较大的发展潜力。鉴于商务服务业承租人的国有背景和承担的政府职能，并始终紧跟政策导向调整投资方向，联合资信认为该行业承租人的违约风险不大。本交易入池资产中商务服务业承租人基本情况如表17所示：

表 17 商务服务业承租人基本情况

单位：万元/月

承租人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
承租人 1	安徽	12600.00	7.46	AA _S
承租人 2	湖南	12780.00	7.56	AA _S
承租人 3	江苏	6796.00	8.71	AA _S
承租人 4	安徽	17500.00	18.61	BBB _S ⁺

入池资产中未偿本金余额占比次高的行业为卫生，占比达 17.18%。联合资信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别区间为 BBB_S⁺到 AA_S。截至 2015 年末，全国共有医疗卫生机构 990248 个，其中医院 27215 个，乡镇卫生院 36869 个，社区卫生服务中心（站）34588 个，诊所（卫生所、医务室）195866 个，村卫生室 644751 个，疾病预防控制中心 3492 个，卫生监督所（中心）3097 个。截至 2015 年末，我国卫生技术人员 803 万人，较 2014 年末增加 8.66%，医疗卫生机构床位 708 万张，较 2014 年末增加 8.59%。总体来看，公共服务卫生业发展成效显著。本交易入池资产中卫生行业承租人基本情况如表 18 所示：

表 18 卫生行业承租人基本情况

单位：万元/月

承租人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
承租人 1	江苏	7500.00	31.69	AA _S
承租人 2	湖南	16502.00	12.89	AA _S
承租人 3	河北	4590.00	7.59	BBB _S ⁺

入池贷款中未偿本金余额占比第三高的行业为水的生产和供应业，占比达11.91%。联合资信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别均为AA_S。截至2015年末，我国城市供水综合生产能力达到2.97亿立方米/日，比上年增长3.5%，其中，公共供水能力2.31亿立方米/日，比上年增长4.5%，供水管道长度71.0万公里，比上年增长4.9%。2015年，我国年供水总量560.5亿立方米，其中，生产运营用水162.4亿立方米，公共服务用水77.1亿立方米，居民家庭用水208.9亿立方米。用水人口4.51亿人，人均日生活用水量174.5升。从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，水的生产和供应业将保持发展态势。本交易入池资产中水的生产和供应业承租人基本情况如表19所示：

表 19 水的生产和供应业承租人基本情况

单位：万元/月

承租人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
承租人 1	山东	12788.00	8.68	AA _S
承租人 2	江苏	7039.00	24.13	AA _S

入池贷款中未偿本金余额占比第四高的行业为娱乐业，占比为11.59%。联合资信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别为AA_S⁺。“十二五”期间，人民群众文化消费活跃，社会力量投资文化产业热情高涨，文化产业增加值年均增速远高于同期GDP增速。作为中国文化产业重要的组成部分，文化娱乐产业近两年得到了快速发展呈现出高速增长的态势。2014年以来，传媒娱乐行业并购有加速趋势，仅2014年前三季度，中国涉及传媒娱乐行业的并购约有100起，涉及金额700亿元。2015年全国影院总票房为440.69亿元，占全球总票房的17.8%，居世界第二位。整体来看，未来三年在中央政策以及百亿元文化产业基金的扶持下，我国文化娱乐产业将保持较快速度发展。本交易入池资产中娱乐业承租人基本情况如表20所示：

表 20 娱乐业承租人基本情况

单位：万元/月

承租人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
承租人 1	江苏	19280.00	12.82	AA _S ⁺

总体看来，本交易入池资产承租人存在很高的行业集中风险。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信依据宏观形势与不同行业情况，在违约模型中对处于集中度高的行业的承租人所适用的参数做了相应的调整以反映该风险。

13. 入池资产地区分布

入池资产承租人所处地区分布见表 21。

表 21 承租人地区分布 单位：户/万元/%

地区	承租人数	未偿本金余额	金额占比
江苏	6	57861.97	34.77
湖南	3	43848.24	26.35
安徽	2	30100.00	18.09
山东	2	21519.21	12.93
福建	1	4740.02	2.85
河北	1	4589.95	2.76
四川	1	3750.00	2.25
合 计	16	166409.39	100.00

可以看出，入池资产分布在 7 个省市，地区分布较为集中，未偿本金余额排名前四的地区合计占比达到 92.14%。

本交易入池资产承租人未偿本金余额占比第一高的地区为江苏省，占 34.77%。2015 年，江苏省实现地区生产总值 70116.4 亿元，同比增长 8.5%，其中，第一产业增加值 3987.9 亿元，同比增长 3.2%，第二产业增加值 32043.6 亿元，同比增长 8.4%，第三产业增加值为 34084.8 亿元，同比增长 9.3%；公共财政收入 8028.6 亿元，同比增长 11%，财政支出结构持续优化。江苏省作为东部沿海地区的经济大省，在 2015 年国内经济下行压力加大，进出口贸易增长趋于疲软的情况下，仍保持着高于全国平均水平的经济增速。特别是第二产业的增长，有效地抵抗了来自外部的经济冲击。总体来看，江苏省经

济正处于转型升级中且保持较快增长。

本交易入池资产承租人未偿本金余额占比次高的地区为湖南省，占26.35%。2015年湖南省GDP高达29047.2亿元，同比增长8.6%。分产业来看，第一产业实现增加值 3331.6亿元，增长3.6%；第二产业实现增加值12955.4亿元，增长7.4%；第三产业实现增加值12760.2亿元，增长11.2%。2015年，全省完成固定资产投资24324.2亿元，同比增长18.4%，为GDP增长提供了坚实的基础；消费上，截至2015年11月末，全省社会消费品零售总额8487.6亿元，同比增长12.0%，消费市场表现趋旺；从贸易看，全省全年实现进出口总额293.3亿美元，同比下降4.9%。从拉动经济增长的“三驾马车”看，2015年全省投资、消费、贸易均高于全国平均水平，总体来看，湖南省经济运行良好，有利于区域内企业的经营与持续发展。

本交易入池资产承租人未偿本金余额占比第三高的地区为安徽省，占18.09%。2015年安徽省生产总值达到22005.6亿元，比上年增长8.7%；分产业看，第一产业增加值2456.7亿元，增长4.2%；第二产业增加值11342.3亿元，增长8.5%；第三产业增加值8206.6亿元，增长10.6%，产业结构进一步优化。2015年以来受国际市场需求不振、国内经济下行压力加大等因素影响，安徽省开放型经济发展受阻，2015年，安徽省进出口贸易总值为479.7亿美元，同比下降2.5%。总体看，安徽省经济稳步增长，产业结构不断升级优化。

总体来看，本交易承租人集中度较高的地

区，大部分经济发展趋势良好，部分地区经济景气度有所下降，入池资产存在一定的地区集中风险。联合资信在资产池违约模型中通过提高相应地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，以体现区域经济波动对资产组合信用风险的影响。

本交易入池资产承租人未偿本金余额占比第四高的地区为山东省，占12.93%。根据国家与地方统计局相关数据，2015年山东省实现生产总值63002.3亿元，同比增长8.0%。其中，第一产业增加值4979.1亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值29485.9亿元，同比增长7.4%；第三产业增加值28537.4亿元，同比增长9.6%。2015年，全省固定资产投资47381.5亿元，同比增长13.9%；全省进出口总额2417.5亿美元，同比下降12.7%；全省公共财政预算收入5529.3亿元，同比增长10.0%。总的来看，山东省全年经济运行总体平稳，稳中有进，稳中提质。2015年随着国家及全省一系列稳增长调结构促转型的政策效应逐步显现，结构调整步伐加大，运行质量继续提升，但下行压力仍不容忽视。

14. 宏观经济及外部环境

当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贷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。

三、交易结构分析

本交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本交易还安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 信托账户

在信托设立日当日或之前，受托人将设立信托专用账，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立三个子账，即收益账、本金账和保证金账。收益账用于核算收入回收款，

本金账用于核算本金回收款，保证金账用于核算保证金。

保证金账项下的保证金仅按照租赁合同及信托合同约定的方式支付和使用，具体的，(a)若资产服务机构或承租人依据租赁合同的约定以保证金抵扣承租人的应付款项的，保证金账项下相当于被抵扣的保证金数额的资金应作为回收款根据资产服务机构的通知或说明分别划入本金账和收益账；(b)若承租人在租赁合同项下的全部应付款项付清或保证金抵扣之后，保证金仍有剩余的，剩余部分应退还给保证金的提供方。

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：(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；(b)受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）足额支付当时存在的最高级别的优先档资产支持证券应付未付利息的（但只要当时存在的最高级别的优先档资产支持证券的应付未付利息得到足额支付，即使其他低级别的优先档资产支持证券应付未付利息和次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成“违约事件”）；(c)受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的；(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）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券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，资产支持证券持有人大会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 5%。需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：(f)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；(g)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；(h)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）有重大不利影响的事件；(i)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》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(e)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(f)项至(i)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证券持有人。资产支持证券持有人大会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”发生前

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托账项下资金区分为收益账项下资金和本金

账项下资金，本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收益账项下资金在顺序支付税收规费、各中介机构服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息后，如果发生“加速清偿事件”，则将全部余额转入本金账，否则继续顺序支付本金账累计转移额和违约额补足、超出优先支出上限的费用，余额转入本金账；本金账项下资金首先用于弥补收益账之不足，未发生加速清偿事件时，顺序支付优先 A-1 档资产支持证券的本金、优先 A-2 档资产支持证券的本金，如果发生加速清偿事件，则同顺序按比例支付优先 A-1 档资产支持证券本金与优先 A-2 档资产支持证券本金，之后顺序偿付优先 B 档证券本金及次级档证券本金，剩余资金作为次级档证券的收益。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

（2）“违约事件”发生后

“违约事件”发生后，信托账下资金不再区分收益账项下资金和本金账项下资金，而是将二者归并，并用于顺序分配税收及规费、各中介机构的报酬及费用、优先 A 档证券利息、优先 A 档证券本金、优先 B 档证券利息、优先 B 档证券本金、次级档证券本金，次级档证券按计划于最后取得清算收益。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 A 档、优先 B 档和次级档证券。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，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用损失保护。具体而言，本交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 22.78%，次

级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 17.37%。

（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。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（3）超额利差

本交易资产池资产组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先档证券票面利率之间预计存在一定的利差。

加速清偿事件发生前，超额利差在对本金账累计转移额和违约额补足、超出优先支出上限费用的支付后，对证券本金的偿付提供信用支持；加速清偿事件发生后，超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持。违约事件发生后，信托收款账户不再区分收益账、本金账，二者将合并，在顺序偿付税费及规费、机构费用和服务报酬后，直接按顺序偿付优先档证券利息与本金，实现超额利差对优先档证券的信用支持。

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皖江金融租赁的违约风险。

皖江金租经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高，主体信用等级很高。联合资信认为即使承租人行使抵销权，委托人皖江金融租赁也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（1）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它资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

为缓释混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款高频划转机制，具体如下：本交易对回收款转付日制定了如下规则：当联合资信给予资产服务机构的长期主体信用等级高于或等于 AA-级且中债资信给予资产服务机构的长期主体信用等级高于或等于 A+级时，回收款转付日为每个计算日后的第 5 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高于或等于 A 级但低于 AA-级或中债资信给予资产服务机构的长期主体信用等级高于或等于 A 级但低于 A+级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 5 个工作日；当联合资信给予资产服务机构的长期主体信用等级低于 A 级或中债资信给予资产服务机构的长期主体信用等级低于 A 级或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时，委托人或受托人将根据信托合同的规定通知承租人、保证人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、保证人仍将其应支付的款项支付至资产服务机构，资产服务机构应当于收到该笔回收款后 3 个工作日内的任一工作日转付至信托账户。回收款转付日发生上述改变之后，即使资产服务机构的信用评级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

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，皖江金租有良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级，我们认为本交易的混同风险很低。

（2）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先档证券利息兑付之间的错配。本交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，而主要通过本金账对收益账的补偿机制来缓释

流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金账资金对收益账有关支出的差额补足及超额利差能够较为有效地缓解资产池现金流入同优先档证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（3）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档证券本金的兑付，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，本交易安排了本金账对收益账的补偿机制以缓解这一风险。同时，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，测算结果表明本交易提前偿还和拖欠风险对优先档证券的信用影响存在一定影响。

（4）利率风险

本交易入池资产利率类型包括固定利率和浮动利率，执行固定利率的资产未偿本金余额占比约一半，同时本交易优先 A-1 档证券采用固定利率，而优先 A-2 档和优先 B 档证券均采用浮动利率，且资产端和证券端的利息偿付频率不同，因而本交易存在一定因利率波动或调整时间不同而导致的利率风险。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档证券的信用影响较小。

（5）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；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档资产支持证券的未偿本金余额和利息以及信托税收、费用、服务报酬与次级档资产支持证券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。该安排并未对本期证券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。

（6）再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，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只能投资于主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构存款。如果“联合资信”或“中债资信”对资金保管机构的评级等级高于或等于 AA，那么合格投资只与该资金保管机构进行。本交易资金保管机构为徽商银行股份有限公司，徽商银行股份有限公司的主体长期信用等级很高，将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信对租赁资产证券化产品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，以确定优先档证券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证券压力情景下的兑付状况。

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

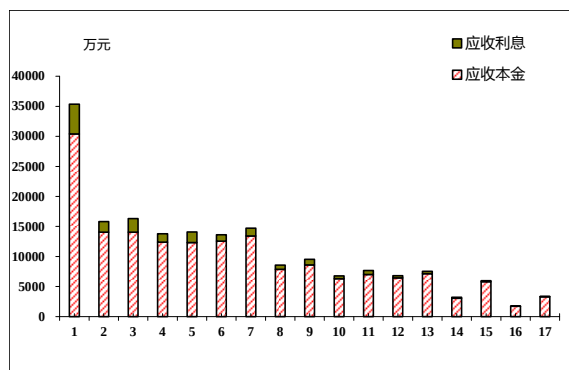


图 2 正常情況下资产池本息流入

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：

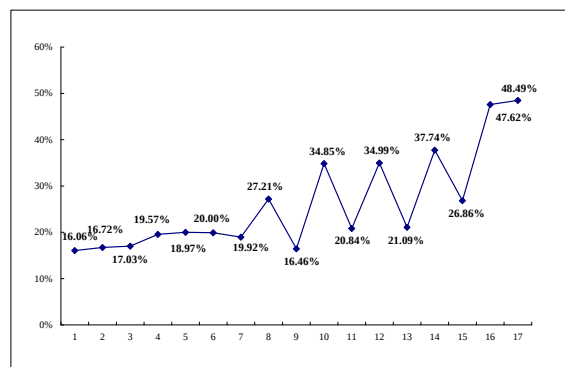


图 3 各期单户最高还本额占总还本额之比

从图2和图3中可以看出，因封包期较长，第1期资产池现金流入较多，承租人分散性较好，第2期至第7期的预期现金流入较为均匀，从第8期开始现金流入有所减少，单户最高还本额占比有一定波动，第17期单户最高还本额占比约50%，当期本金的偿还存在较高的承租人集中风险。若还本占比最大的承租人当期出现拖欠或违约，则有可能影响优先档证券利息的支付，存在一定的流动性风险，但正常情况下优先档证券将在第8期兑付完毕，因而优先档证券的偿付所受影响较小。本交易安排了本金分账户与收入分账户交叉互补的补偿机制，能较好地缓释流动性风险。

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和目标评级回收率如表 22 所示：

表 22 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR
AAA	21.84
AA ⁺	21.27
AA	20.43
AA ⁻	18.39
A ⁺	16.20
A	14.72
A ⁻	13.67

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 23 所示：

表 23 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	34.22%
第 2 年	34.37%
第 3 年	17.14%
第 4 年	11.15%
第 5 年	3.13%
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、增加提前还款比例、降低回收率等。从压力测试的结果来看，优先档证券在既定交易结构下能够通过相应评级压力情景的测试。

表 24 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况	优先 A 档证券 临界违约率	优先 B 档证券 临界违约率
违约时间分布	见表 22 违约时间分布	第一年 40%，第二年 40%，第三年 10%，第四年 10%	27.29%	23.33%
		第一年 25%，第二年 50%，第三年 25%	27.65%	23.76%
利差	优先 A 档证券预期发行利率 3.7%， 优先 B 档证券预期发行利率 4.6%	预期发行利率全部上升 100 个 BP	27.24%	22.94%
回收率	优先 A 档证券回收率为 10%， 优先 B 档证券回收率为 15%	A 档证券回收率降至 5% B 档证券回收率降至 5%	27.04%	21.84%
提前还款比例	20%/年	0%/年	28.44%	24.46%
		10%/年	28.30%	23.92%
		30%/年	29.20%	23.24%
		40%/年	30.35%	24.63%
回收时间	24 个月	—	28.27%	23.91%
组合压力情景 1	—	提前还款率	10%	
		违约时间分布	第一年 40%，第二年 40%，第三年 10%，第四年 10%	
		回收率	发行利率	
		优先 A 档	5%	4.2%
		优先 B 档	5%	5.1%
组合压力情景 2	—	提前还款率	30%	
		违约时间分布	第一年 30%，第二年 50%，第三年 20%	
		回收率	发行利率	

		优先 A 档	5%	4.7%		
		优先 B 档	10%	5.6%		

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构

本交易的发起机构/资产服务机构为皖江金租。作为发起机构，皖江金租的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到发起机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力；同时，其公司治理、信用文化、风险管理和内部控制会影响其资产的发起模式和审批标准，并进而影响到证券化交易资产组合的信用质量。作为资产服务机构，其资产服务能力将直接影响到本交易资产池资产组合的信用表现。

皖江金租成立于 2011 年 12 月，是经银监会批准、由天津渤海租赁有限公司、芜湖市建设投资有限公司与美的集团股份有限公司共同出资组建的金融租赁公司，2015 年完成股份制改革，更名为皖江金融租赁股份有限公司。截至 2015 年末，公司注册资本为 30 亿元，公司股东持股情况见 25：

表25 公司主要股东及持股情况 单位：%

名称	持股比例
天津渤海租赁有限公司	55.00
芜湖市建设投资有限公司	33.00
美的集团股份有限公司	12.00
合计	100.00

截至 2015 年末，公司资产总额 262.59 亿元，其中应收融资租赁款 247.25 亿元；负债总额 225.57 亿元，股东权益 37.02 亿元；资本充足率 15.45%，一级资本充足率 14.63%，核心一级资本充足率 14.63%；不良融资租赁资产率 1.24%，拨备覆盖融资租赁资产率 2.02%。2015 年，公司实现营业收入 17.03 亿元，净利润 3.91 亿元。

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。从前台部门来看，公司通过制度规范及发布专业指引规范业务人员尽职调查，提升风险识别意识和能力，项目经理对已存在的风险及未来可能发生的风险负责；公司中台包括风险控制、战略与创新、金融市场等部门，与业务部门协同识别、评估和管理有关风险；后台部门为内部稽核审计，对风险管理进行独立的审查、稽核和评估。

流动性风险管理方面，公司面临因资产和负债在金额及期限上的错配而导致的流动性风险。公司在董事会及下设风险管理委员会的领导下，成立了由金融市场部牵头，计划财务部、风险控制部以及各业务部负责人参加的流动性风险管理小组，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。公司制定了《流动性风险管理办法》等制度，明确了流动性风险管理的职责、管理手段及流程。公司设计了流动性风险管理系统模块并在业务系统上线，大大提升公司流动性管理的效率与精准度。

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。金融市场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，实现对利率风险的管理。

操作风险管理方面，公司构建了操作风险管理架构，由业务部门负责职责内的操作风险管理。稽核部通过强化稽核监督，加强操作风险检查，定期对各个部门、岗位和各项业务实施全面的监督和评估。公司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。此外，公司通过加强对制度以及业务操作流程的培训，降低业务操作风险。公司成立以来，持续对各业务运作环节的流程管理进行完善，有效控制操作风险。

总体来看，皖江金租作为资产服务机构，其治理规范、财务状况优良、风控能力很强，联合资信评定其主体长期信用等级为 AA，展望为稳定。联合资信认为本交易中皖江金租做为资产服务机构的操作和履约风险很低。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是徽商银行股份有限公司（以下简称“徽商银行”）。徽商银行是首家由城市商业银行和城市信用合作社合并重组而成的区域性股份制商业银行。2005 年 12 月，徽商银行在完成省内 5 家城市商业银行和 7 家城市信用合作社合并重组的基础上正式成立。2013 年 11 月，徽商银行在香港联交所上市。

截至 2015 年末，徽商银行资产总额 6361.31 亿元，所有者权益总额 423.45 亿元；不良资产率 0.98%，拨备覆盖率 250.49%，核心一级资本充足率 9.80%；2015 年，徽商银行实现营业收入 170.03 亿元，净利润 62.12 亿元。

徽商银行于 2013 年 2 月成立基金托管部，拥有涵盖面广泛的托管业务品种，包括证券投资基金、证券公司集合资产管理计划、集合资金信托、单一资金信托、银行理财产品、产业投资基金、私募股权基金、交易账户监管类资产等多个业务品种，托管资产总规模不断增长。2015 年末，托管产品数量超过 1014 只，资产托管业务规模达 2214 亿元。

考虑到徽商银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3. 受托机构/发行人

中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）于 1987 年 9 月在北京成立，前

身是中国对外经济贸易信托投资有限公司，注册资本金 22 亿元人民币，股东为中国中化股份有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例为 96.22%和 3.78%。

截至 2015 年末，外贸信托信托业务规模达到 4558.90 亿元，资产总额 75.91 亿元；所有者权益 74.34 亿元；2015 年全年实现营业收入 24.74 亿元，净利润 12.04 亿元。

近年来，外贸信托以合规经营、严控风险为导向，在提升业务开拓能力、实现公司经营战略目标的同时，不断提高公司的业务风险管控能力。结合风险管理和内部控制体系建设，外贸信托已建立一套以战略管理、业务管理、财务管理、信息系统、风险管理和稽核为核心的较为完善的内部控制制度和操作流程，基本形成职责明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部机制。

外贸信托自 2009 年起推行全面风险管理，每年定期进行重新评估。全面风险管理由审计稽核部牵头，公司各部门参加全面风险管理沟通会，查找识别公司在日常经营中面临的重大风险，经对各类业务风险进行事前预测，做到风险可知，通过分析、评估并制定风险管理策略和措施加以防范和控制，将风险降至各自可承受范围之内。

资产证券化业务方面，外贸信托作为受托人和发行人已成功发行了多单资产证券化项目，具有丰富的证券化发行经验。

总体来看，外贸信托股东实力强、财务实力稳健、证券化业务安排较为完整，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由发起机构处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗承租人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本交易的交易文件不违反中国现行法律、行政法规和部门规章；本交易的发起机构、受托机构、贷款服务机构等相关当事方具备从事信贷资产证券化活动的主体资格；交易文件在约定的生效条件满足后将对各方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方可按照相应的条款向其他各方主张权利；除相关监管部门外，委托人和受托人就签署、交付和履行其作为一方的交易文件，无需取得任何政府机构的批准、许可、授权或同意；信托一经生效，委托人对融资租赁债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，附属于该等融资租赁债权的保证债权（如有）、抵押权（如有）同时转让；如果发生“权利完善事件”，在委托人或受托人根据信托合同以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知给承租人、保证人（如有）后，该等债权的转让即对该等承租人、保证人（如有）发生法律效力；未办理抵押权变更登记，受让方取得的抵押权不得对抗善意第三人；就附带抵押权的融资租赁债权而言，为控制上述善意第三人导致的风险，委托人和受托人应于任一权利完善事件发生之后 60 个工作日内办理完毕相关资产项下抵押权的转移登记手续，以确保受托人成为相应抵押物登记的抵押权人，如果在前述限定期限内未能办理完毕相关资产项下抵押权的转移登记手续，则采取信托合同中约定的补救措施；委托人于

信托财产交付日将其在租赁合同项下享有的以保证金抵扣租金的权利及相关权利（占有保证金的权利除外）转移给受托人；信托财产与委托人和受托人未设立信托的其他财产相区别，委托人或受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产均不作为其清算财产（委托人为信托的唯一受益人时除外）；在监管机构分别依法批准本项目后，如果各方均依据交易文件发行和销售资产支持证券，资产支持证券将会被合法有效地发行和销售，且资产支持证券持有人有权获得交易文件中规定的权利、权益和利益；资产支持证券既不是委托人的负债，也不是受托人的负债，受托人以信托财产为限向资产支持证券持有人承担义务。

会计意见书表明：皖江金租将在其合并财务报表中对“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托”进行合并；皖江金租连同其合并的特定目的信托将不能终止确认相关信托资产，并同时为发行人在资产证券化交易中发行的资产支持证券确认为负债。

税务意见书表明：增值税方面，与取得租金相关的增值税及附加由发起机构承担并向其主管税务机关进行缴纳；相关服务机构取得的服务报酬及机构投资者买卖资产支持证券取得的差价收入，应按营业税改征增值税的政策规定缴纳增值税。企业所得税方面，发起机构转让信托资产取得的收益应缴纳企业所得税，发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；对信托项目收益在取得当年分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税，在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构按相关政策规定申报缴纳企业所得税；在对信托项目收益暂不征收企业所得税期间，机构投资者从信托项目分配获得的收益，应确认应税收入，按照相关政策规定计算缴纳企业所得税；相关服务机构取得的服务报酬及机构投资者买卖资产支持证券取得的差价收入，应

按企业所得税的政策规定缴纳企业所得税。印花税在全部环节暂免征收。

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信贷资产证券化产品，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。

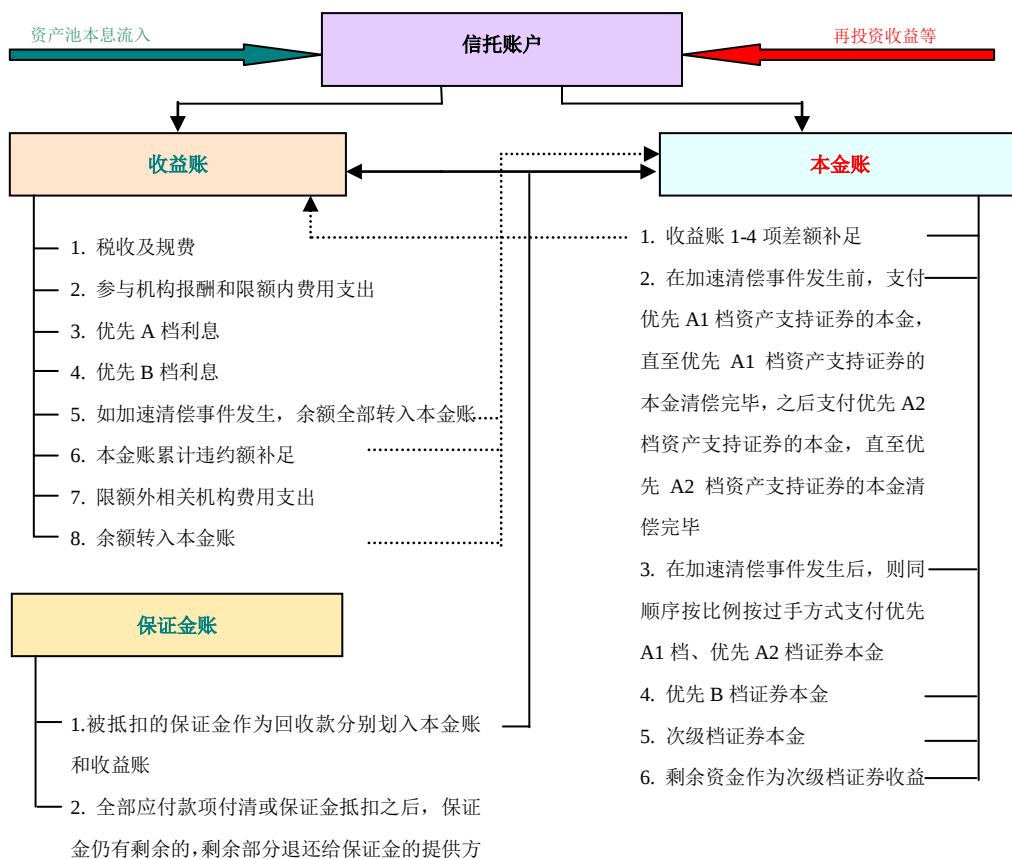
七、评级结论

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，并在对资产池进行信用分析和交易结构现金流分析的基础上确定“皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA_{sf}⁺；次级档资产支持证券未予评级。

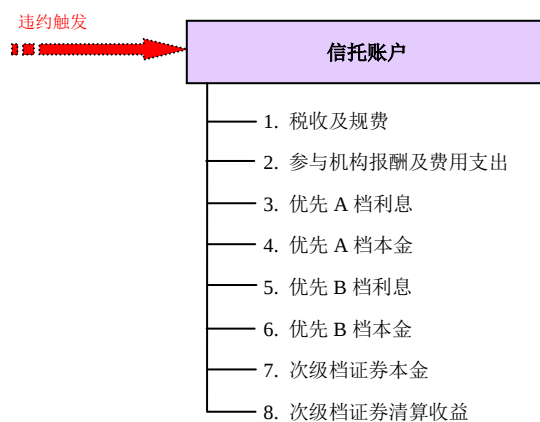
上述优先 A 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信贷资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券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，而信贷资产支持证券的评级主要基于对资产池组合的信用分析和交易结构分析，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}）来特指信贷资产支持证券的信用等级。联合资信信贷资产支持证券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}	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级证券，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。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

附件 2 入池贷款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

根据联合资信企业贷款资产支持证券评级方法，在对企业贷款资产支持证券进行信用评级过程中，联合资信对入池贷款承租人及保证人（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。考虑到企业贷款资产支持证券评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及资产支持证券评级工作实际需要，入池贷款承租人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资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贷款的信贷资料，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、贷款偿还情况等，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。对于有外部评级的承租人及保证人（如有），我们参考外部评级结果确定其影子评级。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企业贷款资产支持证券的评级，是衡量入池贷款承租人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池贷款质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信企业贷款资产支持证券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。联合资信入池贷款承租人及保证人（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 皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券优先档证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供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皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券信用状况的重大变动事项等内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券信用状况产生较大影响的突发事件，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对皖金 2016 年第一期租赁资产证券化信托资产支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。



联合资信评估有限公司
二零一六年九月一日