

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《上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三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

二零一八年十月十八日



信用等级公告

联合[2018] 2538 号

联合资信评估有限公司通过对“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告。



上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

资产支持票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先 A 级资产支持票据	134100.00	82.32	AAA _{sf}
优先 B 级资产支持票据	17650.00	10.83	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持票据	11160.68	6.85	NR
合计	162910.68	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

初始起算日：2018 年 7 月 27 日
法定到期日：2024 年 9 月 28 日
交易类型：静态现金流型
载体形式：特殊目的信托
基础资产：指委托人向受托人转让的 162910.68 万元融资租赁债权及其附属担保权益
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、差额支付机制、超额利差
发起机构/委托人/资产服务机构：上海易鑫融资租赁有限公司
差额支付承诺人：上海易鑫融资租赁有限公司
受托人：中信信托有限责任公司
主承销商：中信证券股份有限公司和中国银行股份有限公司
保管银行：中国银行股份有限公司北京市分行

评级时间：

2018 年 10 月 18 日

分析师

刘畅 冯雪莹 马莉

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通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，考虑到差额支付承诺人上海易鑫融资租赁有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时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 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很强，违约风险很低。

优势

1. 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 级资产支持票据获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据 17.68% 的信用支持，优先 B 级资产支持票据获得次级资产支持票据 6.85% 的信用支持。
2. 本交易基础资产涉及 34552 笔个人汽车融资租赁款，承租人分布在 30 个省、自治区和直辖市，单个承租人未偿本金余额占比很小，最大占比为 0.05%，基础资产分散性良好。
3. 本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人为上海易鑫融资租赁有限公司（以下简称“易鑫租赁”），联合资信给予易鑫租

赁的主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}¹，评级展望为稳定。差额支付机制的设置为首级资产支持票据提供较好的流动性支持和信用支持。另本交易设置违约事件触发机制为首级资产支持票据偿付提供进一步保障。

4. 本交易入池融资租赁款加权平均收益率为 11.93%，资产池收益水平较高，预计资产池收入与相关参与机构服务费支出及首级资产支持票据利息支出之间将形成超额利差，能够为首级资产支持票据提供一定的信用支持。

关注及缓释

1. 易鑫租赁的汽车融资租赁业务开展时间较短，其业务模式、运营效率及风险管理水平等需要进一步观察。

风险缓释：联合资信在违约模型中已考虑相关因素对于资产池违约率的影响。

2. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，且发起机构提供的数据时间跨度相对较短，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：联合资信通过改变提前还款率、缩小利差支持、模拟集中违约等手段，反复测试首级资产支持票据对承租人违约的承受能力，尽可能降低模型风险。

3. 国内个人汽车市场经历了几年的高速增长后，逐渐进入以结构调整为主的平稳增长期，行业竞争激烈，由此可能导致汽车跌价比率提高。

风险缓释：联合资信在违约模型中已考虑因行业风险而导致的汽车跌价比率提高的情景。

4. 信托一经生效，委托人对汽车贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于汽车融资租赁债权的抵押权

随汽车融资租赁债权的转让而同时转让，但在抵押权转移/变更登记至受托人名下之前，受托人持有的抵押权可能不能对抗善意第三人。

风险缓释：本交易约定就附有抵押担保的融资租赁债权，资产服务机构和受托人应于任一权利完善事件发生后 60 个工作日内办理完毕抵押权的转移登记手续。如果在限定期限内未能办理完毕，或出现受托人持有的抵押权不能对抗善意第三人的情况，则本交易设置了不合格融资租赁债权的赎回条款，委托人将按照约定赎回相应资产。本交易委托人的主体信用等级很高，履约能力很强。联合资信也将持续关注委托人、受托人的尽职意愿和履约能力。

¹ “pi”指主动评级，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”以示与委托评级的区别。

声 明

- 一. 本报告引用的资料主要由发起机构上海易鑫融资租赁有限公司和发行人中信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二. 除因本次评级事项联合资信与上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三. 联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四. 本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五. 本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六. 本期信用评级结果的有效期为“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”项下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易鑫融资租赁有限公司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资产标准的对承租人享有的融资租赁债权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）设立“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据信托”。中信信托以受托的信托资产为支持发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据。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/资产服务机构：上海易鑫融资租赁有限公司
差额支付承诺人：上海易鑫融资租赁有限公司
受托人：中信信托有限责任公司
簿记管理人：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中信证券股份有限公司和中国银行股份有限公司
保管银行：中国银行股份有限公司北京市分行
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
现金流预测执行商定程序机构：安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所
法律顾问：上海锦天城律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司

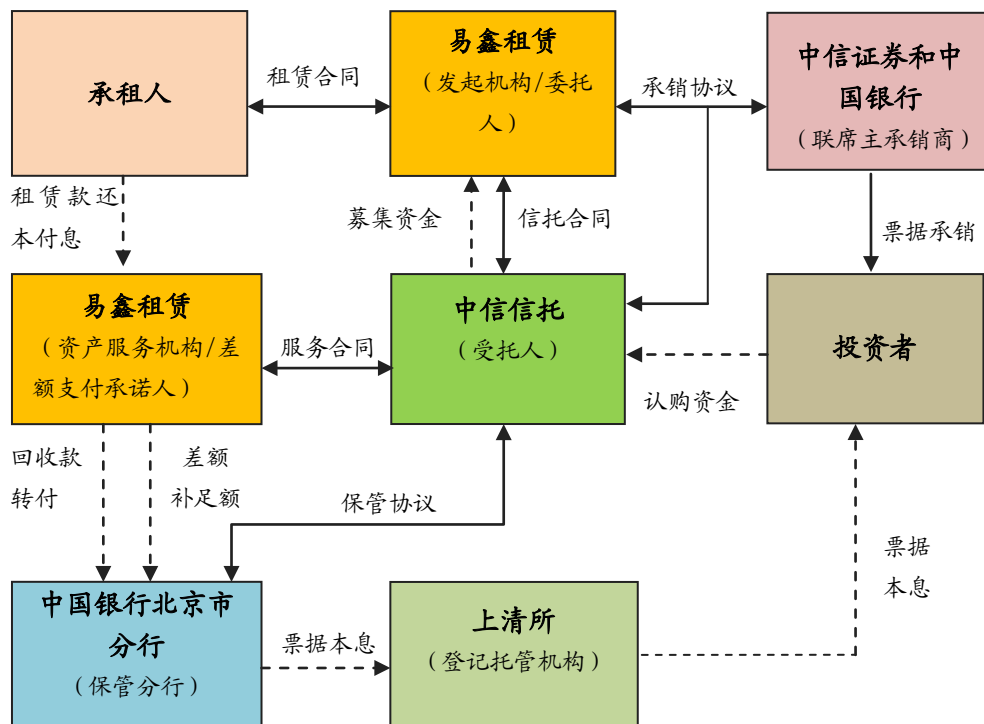


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先A级、优先B级和次级资产支持票据（以下简称“票据”），优先A级票据和优先B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，次级票据为优先级票据提供信用增级。本交易优先级票据采用过手方式按季偿付本金。优先级票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，按季支付利

息。次级票据不设票面利率，在优先级票据本金偿付完毕之后取得最终的剩余收益。委托人将持有全部次级票据。本期资产支持票据所募

集的资金全部用于偿还贷款、补充营运资金以及业务开展资金投放。

表 2 资产支持票据概况 单位：万元/%

资产支持票据名称	信用评级	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 级资产支持票据	AAA _{sf}	按季	过手	134100.00	82.32	固定利率	2020 年 6 月 29 日	2024 年 9 月 28 日
优先 B 级资产支持票据	AA ⁺ _{sf}	按季	过手	17650.00	10.83	固定利率	2020 年 12 月 28 日	2024 年 9 月 28 日
次级资产支持票据	NR	—	—	11160.68	6.85	—	2021 年 9 月 28 日	2024 年 9 月 28 日

3. 基础资产

本交易的基础资产为委托人易鑫租赁依据租赁合同对承租人享有的融资租赁债权。截至初始起算日，基础资产的资产余额为 162910.68 万元。

根据交易文件约定，合格资产标准如下：就每一笔资产而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：(a)承租人为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人；(b)承租人不是与出租人及其关联方签订劳动合同的雇员；(c)承租人未被列入最高人民法院公布的失信被执行人名单；(d)在初始起算日，承租人不违反其在租赁合同或其他相关文件下的偿付义务(以下第(i)项标准规定的迟延履行除外)或其他主要义务的且尚未补救的行为；(e)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；(f)融资租赁债权已经全部起租且同一租赁合同项下的融资租赁债权未偿款项(包括但不限于租金、违约金及其他款项)全部入池；(g)融资租赁债权的所有应付数额均以人民币为单位；(h)融资租赁债权未根据出租人的标准程序予以核销；(i)在初始起算日，承租人累计迟延履行租赁合同项下到期应付的金额未超过 30 天，并己有效补救使得租赁合同项下已不存在承租人到期应付而未付的金额，且当期不存在迟延履行；(j)融资租赁债权的租赁合同到期日均不晚于资产支持票据法定到期日前 36 个月；(k)融资租赁起租时，其首付比率或保证金(如有)

比率不低于 20%(首付比率=首付款金额/租赁车辆销售价×100%；保证金比率=保证金金额/(租赁车辆销售价+购置税)×100%)；(l)对于租赁车辆生产厂商应当支付补贴手续费的，在初始起算日，补贴手续费均已一次性支付给出租人；(m)租赁合同项下的综合利率未违反法律法规的相关规定；(n)融资租赁债权均为按月计息；(o)融资租赁债权还款方式为等额本息还款；(p)承租人已经支付了其应付的与融资租赁相关的所有成本和费用(不含租赁手续费)，且出租人无需向承租人退还；(q)除非相关承租人提前偿还完毕相关租赁合同项下全部应付款项(包括现时的和将来的，已有的和或有的)，承租人均无权单方终止租赁合同；(r)租赁合同中对融资未偿款项(包括但不限于租金、违约金及其他款项)的债权转让不存在任何限制性规定条款；(s)针对融资租赁债权而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，出租人和相关的承租人之间均无尚未解决的争议；融资租赁债权均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；(t)租赁车辆登记证登记在易鑫租赁名下或承租人已与易鑫租赁或其指定的第三方签订抵押合同。承租人已与易鑫租赁或其指定的第三方签订抵押合同的，该租赁车辆已在中国相关的登记机关办理完毕或正在办理注册登记或抵押登记手续，且唯一登记的抵押权人为出租人或其指定的第三方，除此之外，租赁车辆均未设定其他抵押权、质权等担保或其他权利负担限制的；(u)在支付融资租赁款时，相关租

赁车辆已经根据行业通用标准投保，所投保险包括但不限于以承租人或出租人名义投保的但规定出租人为第一受益人的财产险(第三人责任险除外)；(v)租赁车辆依据出租人的标准评估程序和政策进行评价或估值；(w)融资租赁款为出租人在其日常经营中根据其标准融资租赁程序及其他与融资租赁款业务相关的政策、实践和程序所支付；(x)租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同均适用中国法律；(y)中国法律、租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同均禁止或限制相关承租人在未经出租人同意时以任何方式处分租赁车辆。

截至初始起算日，资产池概况统计如表 3：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	162910.68 万元
-----------	--------------

承租人户数	34324 户
租赁款笔数	34552 笔
单笔资产最大合同金额	86.81 万元
单笔资产最大未偿本金余额	84.82 万元
单笔资产平均合同金额	6.61 万元
单笔资产平均未偿本金余额	4.71 万元
加权平均现行租赁收益率	11.93%
加权平均初始首付比率	30.81%
入池资产加权平均合同期限	32.94 个月
入池资产加权平均账龄	5.97 个月
入池资产加权平均剩余期限	27.00 个月
单笔资产最短剩余期限	1.35 个月
单笔资产最长剩余期限	34.88 个月

注：1. 表中加权平均指标以资产池初始起算日资产池未偿本金余额为权重计算；

2. 账龄是指自合同生效日至资产池初始起算日的区间，账龄=12*(资产池初始起算日-合同生效日)/365；

3. 剩余期限是指自资产池初始起算日至合同到期日的区间，剩余期限=12*(合同到期日-资产池初始起算日)/365。

二、基础资产分析

联合资信对本交易入池租赁款信用风险的评估主要基于委托人汽车融资租赁业务的发起模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池租赁款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池租赁款的违约率和回收率与租赁款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池租赁款资产质量、承租人信用质量、抵押物价值等。

目前易鑫租赁的乘用车融资租赁业务的租赁方式有正租、回租以及经营性租赁，融资期限一般在 2-3 年，承租人按月等额本息还款。从融资租赁的标的物来看，易鑫租赁开展的业务的标的物分为新车和二手车。其中新车业务主要集中于中低端车型和国内的自主品牌车辆；二手车的主要来源是线下的二手车市场，易鑫租赁通过第三方评估机构估计二手车的合理价值，买入后作为融资租赁的标的开展业务。从客户渠道来看，易鑫租赁的客户来源分为线上客户和线下代理商两种，主要以线下代理商为主，主要包括代理商、厂商总对总合作(相当于厂商金融模式)以及分公司直营。经过展业以

来近三年的发展，易鑫租赁的获客渠道迅速发展，分公司发展到 67 家，与 17000 余家经销商建立合作关系。同时，在西安、上海张江建立了两家呼叫中心，意在将网上的潜在客户群转为实际业务运营。总的来看，易鑫租赁通过近三年的发展，形成了一定的经营模式，业务规模呈现增长态势。截至 2018 年 6 月末，易鑫租赁应收融资租赁款逾期 90 天以上的逾期金额占比为 1.05%。

1. 承租人类别分布

本交易入池资产的承租人包括依照中国法律在中国成立并合法存续的法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人。入池资产承租人类别分布如表 4 所示。

表 4 入池承租人类别分布 单位：笔/万元/%

承租人类别	笔数	资产余额	金额占比
个人	32148	141760.99	87.02
企业	2404	21149.68	12.98

合计	34552	162910.68	100.00
----	-------	-----------	--------

注：金额或占比加总不等于合计为四舍五入所致，下同。

2. 入池融资租赁汽车类型分布

本交易入池融资租赁汽车包括新车和二手车，其中新车占比 63.96%。其分布如表 5 所示。

表 5 融资租赁汽车类型分布 单位：笔/万元/%

车辆类型	笔数	资产余额	金额占比
新车	23263	104202.47	63.96
二手车	11289	58708.21	36.04
合计	34552	162910.68	100.00

3. 资产池未偿本金余额分布

截至资产池初始起算日，本交易入池租赁款的单笔最大未偿本金余额占比为 0.05%，承租人分散性良好。入池资产余额分布如表 6 所示。

表 6 入池资产未偿本金余额分布 单位：万元/笔/%

未偿本金余额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	32261	128316.93	78.77
(10, 20]	1959	24836.72	15.25
(20, 30]	228	5442.64	3.34
(30, 40]	57	1930.28	1.18
(40, 50]	32	1465.74	0.90
(50, 60]	8	427.47	0.26
60 以上	7	490.91	0.30
合计	34552	162910.68	100.00

4. 入池租赁款首付比例分布

入池租赁款加权平均首付比例为 30.81%。本交易入池租赁款的首付比例分布见表 7：

表 7 入池租赁款首付比例分布 单位：%/笔/万元/%

首付比率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	21868	107360.24	65.90
(30, 40]	7861	31616.00	19.41
(40, 50]	3721	19170.91	11.77
(50, 60]	830	3743.51	2.30
(60, 70]	218	841.28	0.52
(70, 80]	47	152.75	0.09

大于 80	7	25.99	0.02
合计	34552	162910.68	100.00

注：[,]为闭区间，例如[20, 30]表示大于等于 20%但小于等于 30%；(,]为左开右闭区间，例如(30, 40]表示大于 30%但小于等于 40%，下同。

在其他条件相同的情况下，汽车融资租赁款的首付比例越高，承租人违约的可能性越小。本交易入池租赁款的首付比例主要分布在 20%至 30%之间，处于正常水平。

5. 入池租赁款还款方式

本交易的入池租赁款的还款方式全部为按月等额本息型还款。

6. 承租人地区分布

入池资产承租人分布在全国 30 个省市，其中广东省未偿本金余额占比最高，达 18.37%。截至初始起算日，入池承租人前十地区分布如表 8 所示。

表 8 入池承租人前十地区分布 单位：笔/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东	5476	29931.44	18.37
福建	1760	10399.56	6.38
四川	2311	8470.13	5.20
河南	1685	7957.20	4.88
湖南	1399	6809.47	4.18
江苏	1102	6769.48	4.16
新疆	1439	6550.39	4.02
浙江	652	6032.67	3.70
广西	1895	6014.15	3.69
吉林	1037	5962.64	3.66
合计	18756	94897.12	58.25

7. 入池资产账龄分布

入池资产承租人的加权平均账龄是 5.97 个月。入池资产的账龄分布如表 9：

表 9 入池资产账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	22157	140666.79	86.35
(12, 24]	2085	9295.72	5.71

(24, 36]	10310	12948.16	7.95
合计	34552	162910.68	100.00

8. 入池资产剩余期限分布

本交易入池资产的加权平均剩余期限 27.00 个月，最长剩余期限 34.88 个月，最短剩余期限 1.35 个月，入池资产的剩余期限分布见表 10：

表 10 入池资产剩余期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	11563	20214.67	12.41
(12, 24]	7202	35910.32	22.04
(24, 36]	15787	106785.68	65.55
合计	34552	162910.68	100.00

9. 入池租赁款收益率分布

本交易入池租赁款的加权平均收益率为 11.93%，收益率水平较高，入池租赁款的收益率分布见表 11：

表 11 入池租赁款收益率分布 单位：%/笔/万元

收益率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0,6]	4948	25762.13	15.81
(6,12]	7098	49412.55	30.33
(12,18]	20326	68534.49	42.07
(18,24]	1596	14939.81	9.17
(24,30]	584	4261.70	2.62
合计	34552	162910.68	100.00

10. 入池资产租赁方式

本交易入池融资租赁方式包括正租和回租两类，其中回租方式融资租赁款全部为抵押类，抵押车辆已在或正在登记机关办理抵押登记手续，易鑫租赁作为第一顺序抵押权人；正租方式融资租赁车辆登记证则登记在易鑫租赁名下。

表 12 入池资产融资租赁方式单位：笔/万元/%

租赁类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
回租	34235	161202.09	98.95
正租	317	1708.59	1.05
合计	34552	162910.68	100.00

三、交易结构分析

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受偿的分档票据提供信用增级。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级票据的偿付。

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户，以记录信托财产的收支情况。

2. 现金流分配机制

(1) 触发事件定义

现金流分配机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指在差额支付启动事件发生后的任何一个差额支付承诺人划款日，差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的条款

与条件承担补足义务，导致信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的支付日应付的优先级票据的利息和/或本金。

(2) 信托利益分配

“违约事件”发生前，受托人应于每一个信托利益核算日向资金保管机构发出分配指令，指令资金保管机构于每个信托利益核算日将前一个收款期间内收到的回收款的总金额顺序支付税费、各参与机构费用和报酬、优先 A 级票据利息、优先 B 级票据利息、优先 A 级票据本金、优先 B 级票据本金、次级票据的本金，最后剩余部分用于支付次级票据的收益。详见附图 1 “违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后，受托人顺序支付税费、各参与机构累计应付未付的费用和报酬、

优先 A 级票据的未偿本金直至清偿完毕、优先 A 级票据累计应付未付的全部利息、优先 B 级票据的未偿本金直至清偿完毕、优先 B 级票据累计应付未付的全部利息、次级票据的本金直至清偿完毕，剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。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、差额支付机制、超额利差及触发机制等交易结构安排，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 级、优先 B 级和次级票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的信托利益分配顺序进行支付，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用支持。具体而言，本交易中次级票据和优先 B 级票据为优先 A 级票据提供的信用支持为 17.68%，次级票据为优先 B 级票据提供的信用支持为 6.85%。

(2) 触发机制

本交易设置了“违约事件”触发机制。事件一旦触发将引致信托利益分配顺序的重新安排。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

(3) 超额利差

本交易资产池租赁款组合的加权平均租赁款收益率为 11.93%，收益率水平较高，预计资产池收益同相关参与机构服务费支出以及优先级票据利息支出之间存在一定的超额利差，能够为优先级票据提供一定的信用支持。

(4) 差额支付机制

本交易设置了差额支付机制，“差额支付启动事件”系指：(a)在信托终止日之前，系指以下任一事件：(i)(若该支付日非预期到期日)截至任何一个支付日的前一个信托利益核算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该支付日应付的优先级票

据的当期利息；或(ii)截至任何一个预期到期日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金在不足以根据《信托合同》约定的顺序偿付完毕优先级资产支持票据的当期利息和/或未偿本金余额。(b)信托在提前终止日届时，系指信托账户内可供分配的资金不足以支付所欠税款和信托相关费用。(c)在信托终止日之后，指受托人根据清算方案确认信托财产仍不足以根据《信托合同》约定的顺序支付完毕所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有利息和本金。

易鑫租赁作为本交易的差额支付承诺人在《差额支付承诺函》中不可撤销及无条件地向受托人(代表票据持有人)承诺对信托账户内可供分配的资金不足以支付优先级票据的各期利息和全部未偿本金余额的差额部分承担资产回收款的补足义务。易鑫租赁作为本交易的差额支付承诺人，主体信用评级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，能够为优先级票据提供较好的流动性支持及信用支持。

4. 交易结构风险分析

(1) 混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款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，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款转付机制，当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻级时，回收款转付日为每个支付日前的第 9 个工作日；当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻级时，回收款转付日为每个自然月的第 9 个工作日；当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交易文件的约定通知承租人、担保人、保险人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人、保险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 个工作日内任一工作日转付至信托账户。

(2) 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。针对该风险，本交易安排了差额支付机制，上述安排能够较为有效地缓释优先级票据利息兑付面临的流动性风险。

(3) 提前偿还和拖欠风险

本交易采用过手式顺序偿付结构，入池租赁款的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但提前偿还将在一定程度上会影响超额利差水平，从而影响到超额利差对优先级票据的信用支持。

入池租赁款承租人的拖欠行为有可能导致

流动性风险。对此，本交易安排了差额支付机制以缓释这一风险。

联合资信在现金流分析时，针对提前还款和拖欠行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测试结果已反映提前偿还和拖欠对本期优先级票据的信用影响。

(4) 再投资风险

信托存续期间内，若信托账户有闲置资金，受托人可将闲置资金用于再投资，这将使信托财产面临再投资风险。根据交易文件约定，信托存续期间内，受托人只能将信托账户项下闲置的信托资金以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款的方式存放于联合资信予以其主体长期信用等级不低于 AAA 级的金融机构。此约定有效降低了再投资风险。

四、定量分析

联合资信基于易鑫租赁提供的个人汽车抵押租赁历史数据及同行业经验数据，确定本交易适用的评级基准违约概率参数；同时，参照国内汽车市场的实际情况并参照亚太区可比新兴市场的评级实践确定违约损失率等参数。结合本交易的交易结构特点，联合资信对本次评级各档票据所需的必要信用增级水平进行估计。

1. 违约概率分析

通过对易鑫租赁提供的历史样本数据进行分析，联合资信认为易鑫租赁开展汽车租赁业务时间较短，数据积累有限，因此选择了在静态池表现基础上结合同行业汽车租赁/车贷经验数据确定评级基准违约概率，并在此基础上根据资产池租赁款的账龄、车辆购置价格、首付比例、地区分布以及汽车状况等因素对违约概率进行调整。

需要指出的是，虽然承租人的收入和每月债务支出的比例是影响个人信用风险的主

要参数之一，但由于资产池数据的局限性，此参数难以准确反映承租人债务支出的总体负担，因此，我们没有把承租人债务收入比作为调整评级基准违约概率的参考变量。

(1) 基准违约概率

联合资信根据易鑫租赁提供的静态租赁组合历史数据及同行业经验数据，估算出了基础违约概率。

考虑到当前汽车行业景气度、市场竞争以及违约租赁款的回收等因素，联合资信确定了本交易适用的评级基准违约概率。

(2) 基准违约概率调整因素

在基准违约概率基础上，根据以下因素对违约概率进行调整：

租赁款账龄：根据汽车租赁历史经验，汽车租赁款违约主要发生在租赁款发放后的 24 个月以内，若承租人的前 24 个月偿付记录良好，则其在后续偿付期内发生违约的可能性将会降低。根据租赁款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对承租人的违约

概率分别进行了不同程度的调整。

车辆购置价格：本交易入池租赁款所购并用于抵押的车辆，涉及众多品牌和车型，车型主要为中低端车型，车辆购买价格主要集中在 10 万元左右。一般情况下，车辆价格越高，偿付压力越大，发生违约的可能性越大，联合资信对购置价格高于 40 万的各笔租赁款的违约概率进行了调整。

首付比例：一般情况下，首付比例越低，承租人的违约成本越低，发生违约的可能性越高。联合资信对首付比例低于一定标准的租赁款上调了其违约概率。

地区分布：承租人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响承租人偿债能力的重要因素，对于承租人未偿本金余额占比较高的地区，联合资信将对其上调一定的违约概率。

2. 违约租赁款损失率

违约租赁款损失的计量主要着眼于违约租赁款可能产生的损失，它考虑了租赁款的本金余额、抵押车辆价值等因素。

(1) 处置时间和处置成本

当租赁款发生违约后，由于承租人偿还能力和意愿的不同以及其他多种不确定因素，不同租赁款的违约处置时间和成本差异较大。联合资信根据历史实践经验，确定了本交易适用的基准处置时间和成本。

(2) 抵押物

抵押作为一种有效的担保方式，能够很好的缓释信用风险，本交易入池租赁款绝大部分有抵押担保，联合资信在计算损失率时考虑了抵押车辆的回收价值。

3. 必要信用增级水平的确定及现金流分析

对于各档票据来说，要获得某个信用等级，需满足该信用等级要求的信用增级量，即必要信用增级水平，而且信用等级越高，

其相应的必要信用增级水平也越高。对于汽车租赁款资产支持票据，必要信用增级水平取决于目标评级损失率，目标评级损失率越大说明必要信用增级水平越高。按照交易结构安排，若某分档票据在设定的各种压力情景下都能获得与某个目标评级相应的必要信用增级水平，那么该分档票据就能达到该目标评级。

基于租赁款违约概率与损失率分析，联合资信测算出了本交易目标评级的必要增级水平。不同目标评级的目标评级损失率如表 13 所示：

表 13 目标评级损失率

级别	目标评级损失率
AAA _{sf}	20.33%
AA ⁺ _{sf}	14.79%
AA _{sf}	13.23%

基于行业经验数据及资产池现金流特征，联合资信估算出资产池的违约时间分布，详见表 14：

表 14 违约时间分布

时间（月）	违约时间分布
(0, 12]	44.85%
(12, 24]	35.18%
(24, 36]	19.97%
总计	100.00%

在假定承租人完全按照汽车融资租赁合同且无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了测算，资产池未来各期的现金流入结果如图 2 所示：

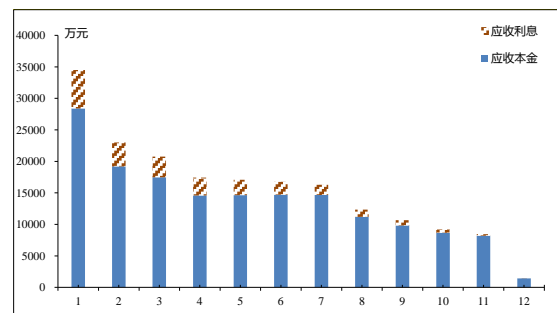


图 2 正常情况下资产池现金流入

根据具体的交易结构及票据偿付安排，联合资信构建了用于本交易信用评级的现金流模型以模拟交易过程。该现金流模型基于基础资产的提前还款违约时间分布和票据发行成本等情景假设，评估了不同压力情景下优先级票据的兑付状况，并检验了既定压力

情景下交易结构所提供的信用增级水平能否满足目标评级的需要。从现金流分析的结果来看，本交易优先 A 级票据能够通过相应评级压力情景的测试，优先 B 级票据在考虑差额支付承诺人信用水平基础上能够满足相应信用等级要求。现金流分析的结果详见表 15。

表 15 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 级票据临界损失率	优先 B 级票据临界损失率
模拟集中违约	见表 14 违约时间分布	违约集中在第一年 100%	20.86%	12.22%
		违约集中在第二年 100%	22.51%	13.19%
利差	优先 A 级票据预期利率 6.0% 优先 B 级票据预期利率 7.8%	预期利率全部上升 80 个 BP	21.65%	12.24%
提前偿还率	10%/年	0%	22.89%	13.55%
		15%	22.39%	12.64%
		25%	22.49%	12.35%
		30%	22.78%	11.86%
组合压力情景 1	—	提前偿还率为 0%；优先 A 级和优先 B 级票据预期利率全部上升 50 个 BP；违约集中在第一年 100%	20.35%	11.78%
组合压力情景 2	—	提前还款率为 5%，优先 A 级和优先 B 级票据预期利率全部上升 80 个 BP；违约集中在第二年 100%	22.33%	11.45%

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

易鑫租赁成立于 2014 年 8 月 12 日，系原由易车香港有限公司投资的台港澳侨独资企业。易鑫租赁初始注册资本为 3000 万美元，后经股东变更及增资扩股，截至 2015 年底，易鑫租赁注册资本为 30000 万美元，由易鑫资本香港有限公司（以下简称“易鑫资本”）100% 出资。2016 年 4 月 19 日，易鑫租赁获得上海市商务委关于同意上海易鑫融资租赁有限公司股权转让的批复（沪商外资批复[2016]1016 号）且已于 2016 年 5 月 9 日完成工商变更登记，变更内容为：原投资方易鑫资本将其持有的 75% 股权和相应的权利义务转让给新投资方上海融车信息科技有限公司。股权转让后，易鑫

租赁的性质变更为中外合资企业，注册资本保持不变。截至 2017 年末，上海易鑫租赁注册资本为 15.00 亿美元，增资后鑫车投资(上海)有限公司出资 11.25 亿美元，占注册资本的 75%；易鑫集团香港有限公司出资 3.75 亿美元，占注册资本的 25%。

截至 2017 年底，易鑫租赁资产共计 357.97 亿元，所有者权益合计 94.46 亿元；2017 年，易鑫租赁实现营业收入 29.53 亿元，净利润 3.30 亿元。2015 年至 2017 年度易鑫租赁主要财务指标见表 16：

表 16 易鑫租赁主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额(万元)	288045.34	1617635.71	3579666.03

所有者权益(万元)	183759.49	274047.87	944596.95
全部债务(万元)	104285.85	1343587.84	2635069.08
营业收入(万元)	6461.38	82168.77	295252.08
净利润(万元)	166.66	14692.34	32990.76
经营性净现金流(万元)	-254522.59	-1104242.60	-1287384.42
营业利润率(%)	12.50	20.20	12.77
资产负债率(%)	36.20	83.06	73.61
全部债务资本化比率(%)	56.75	73.65	59.76

数据来源：易鑫租赁 2015-2017 年审计报告，联合资信整理。

风险管理方面，易鑫租赁拥有一套完整的以风险控制为导向的质控体系，确保公司资产优质化。易鑫租赁坚持安全性、赢利性、流动性、持续性的资产管理理念，以客户特征、客户意愿、客户能力、稳定性、租金可回收性为风险控制指导的五点原则，确保公司资产管理体系的安全、高效运转。易鑫租赁对融资租赁业务的风险控制主要由贷前资信评估、贷后审批和贷后租赁款回收三个环节组成：贷前资信评估方面，易鑫租赁的承租客户贷前资信评估流程，主要分为收件、核查和审批三个环节。收件环节需确认申请文件是填写完整的，包括对客户的基本信息要求、租赁车辆信息、融资产品的信息（即融资额，融资期限等），如果有担保人，担保人信息也必须完整；核查环节中，总部风控员首先对申请人提交的信息进行核实，包括申请件填写的信息和经销商输入系统内的信息，也包括申请人提供的信息之间的逻辑性和合理性，同时包括申请人提供的信息和证明材料及向外部取得的调查结果的核实；审批环节中，总部风控员在核查的基础上，根据审核五个原则，结合评分、家访或征信报告、电话审核和网上查询结果，做出最终的审批决策。贷后审批方面，贷后审批环节主要是对租赁车辆是否缴纳合同约定的车辆保险及是否安装车载 GPS 系统，易鑫租赁对汽车 GPS 覆盖率已达到 100%，GPS 的全面覆盖提供了易鑫租赁对租赁物的监控能力和物权控制能力，以确保

租赁车辆在租赁期间出现意外交通事故，或易鑫租赁在履行车辆回收程序时，租赁车辆的完整性和安全性，同时提高了易鑫租赁的风险预测能力。贷后租赁款回收方面，易鑫租赁的租赁资产管理规定包括对租金回收管理、租赁车辆追踪、逾期催收、车辆强制回收、回收车辆处置等环节的要求，还有重大事项判定、预警机制、回报流程和时限要求等一体化的管理程序。易鑫租赁有明确的风险资产管理措施，通过修改租赁条款、展期或采取强制回收等手段，确保风险资产得到较好的管理和处置。为加强客户的后续管理，易鑫租赁制定了租赁车辆追踪管理办法。租赁车辆追踪是通过监测车载 GPS 的方式对租赁车辆的行驶情况进行追踪，当租赁车辆出现 GPS 离线或客户逾期还款触发车辆回收程序等异常情况时，易鑫租赁能及时根据监测结果，采取相应的资产保全措施。总体看，易鑫租赁建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险控制措施比较到位，但由于成立时间较短，风控执行能力有待观察。

总体看来，易鑫租赁作为资产服务机构和差额支付承诺人，其治理规范、财务状况优良、风控能力较强。联合资信给予易鑫在租赁的主体等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，其作为本交易的资产服务机构和差额支付承诺人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中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）北京分行。中国银行成立于 1912 年 2 月，2004 年 8 月完成股份制改造。2006 年 6 月、7 月，中国银行先后在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市，成为国内首家 A+H 发行上市的中国商业银行。

截至 2017 年末，中国银行资产总额 194674.24 亿元，所有者权益 15766.79 亿元。2017 年，中国银行实现营业收入 4832.78 亿元，净利润 1849.86 亿元。截至 2017 年末，中国银

行不良贷款率 1.45%，不良资产拨备覆盖率 159.18%，资本充足率 14.19%，核心一级资本充足率 11.15%。2017 年末，中国银行托管资产规模约 9.53 万亿元。

中国银行建立了由各级机构、业务经营部门组成的第一道防线、由风险管理总部和业务管理部门组成的第二道防线和由稽核部门组成的第三道防线等共同组成的风险控制体系，并持续推进《企业内部控制基本规范》，进一步提高内部控制的自动化、精细化、专业化水平。

面对中国经济和金融环境的新常态，中国银行坚持稳健、理性、审慎的风险偏好，主动应对形势变化，努力建设专业、高效和差异化的全面风险管理体系。

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。

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。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风

险极低。

3. 受托机构/发行人

本交易的受托机构及发行人是中信信托有限责任公司。中信信托成立于 1988 年 3 月，并于 2002 年 9 月经中国人民银行批准重新登记。目前中信信托注册资本金 100 亿元人民币，其中中国中信有限公司持股 80%，中信兴业投资集团有限公司持股 20%。

截至 2017 年末，中信信托资产总额 362.35 亿元，所有者权益 227.03 亿元，信托资产余额 19867.30 亿元。2017 年，中信信托实现营业收入 73.99 亿元，净利润 35.90 亿元。

中信信托内控制度体系涵盖公司治理、风险合规、稽核审计、财务管理、人力资本、市场销售、信息技术、行政管理等，明确了各部门及岗位的职责权限、各业务流程的控制节点及控制要求。

总体来看，中信信托拥有较为稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本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、法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：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、规范性文件及相应的公司章程需要予以终止的情形，具备《公司法》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件规定的担任本项目发起机构的资质和权限，已取得本次发行所需的内部批准与授权，本项目在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后可根据《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定完成发行；发行文件已按照《资产支持票据

指引》、《注册文件表格体系》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署和交付，在交易文件各方生效并具有约束力；本项目的中介机构均具备《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件要求的相关资质，与发起机构不存在关联关系；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，本法律意见书所述《信托贷款合同》项下租赁合同对应资产在信托设立时能够解除相关担保负担，除此以外的资产不存在任何抵押、质押

等第三方权利限制和权利负担的情形，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。同时发起机构已采取相关措施，在本项目各参与方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，确保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；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，并制定了自信托生效之日起符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求的现金流归集、资金混同风险防范措施以及投资者保护机制，在本项目各参与方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况

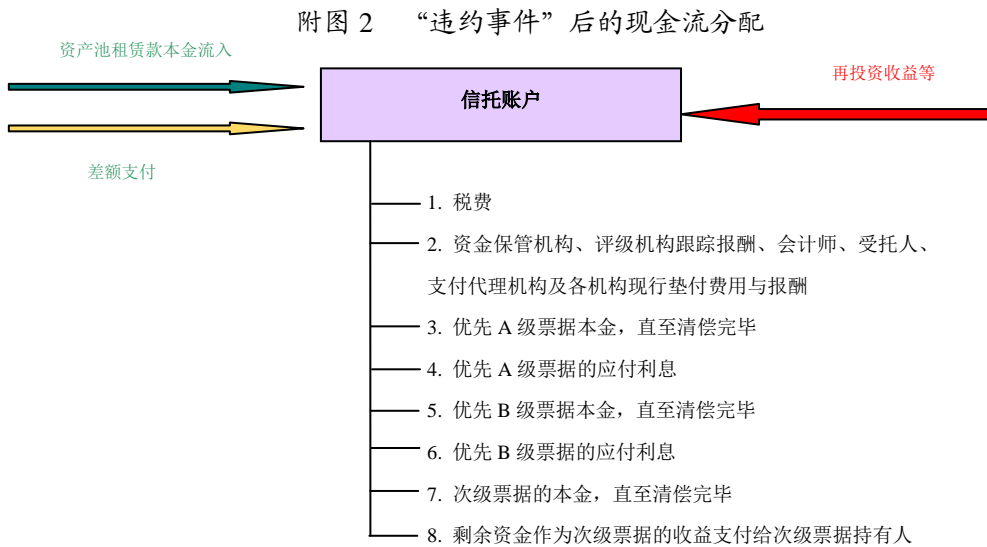
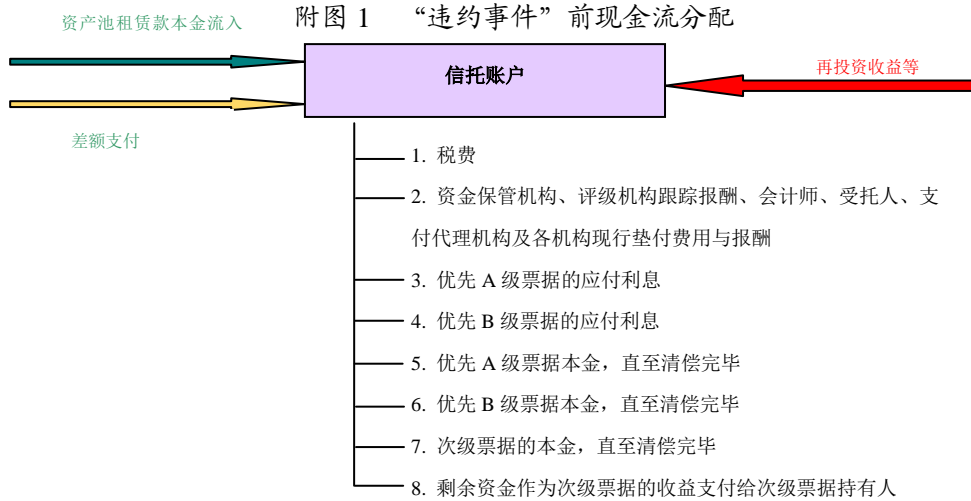
下，可以对资产产生的现金流进行有效控制，在一定程度上缓解资产与相应发起机构自有财产的混同风险；本项目安排的信用增进方式符合《合同法》、《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定，合法有效；本项目募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。本项目项下各交易以及本期资产支持票据在全国银行间债券市场发行，不违反《公司法》、《合同法》、《信托法》等相关法律法规的规定，符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等规则指引的规定。本期资产支持票据需向交易商协会办理注册后方可发行。

七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，考虑了差额支付承诺人上海易鑫融资租赁有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}；次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时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 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很强，违约风险很低。

附图 信托利益分配顺序



附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据评级方法具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

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

联合资信评估有限公司关于 上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期 资产支持票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”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。

上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”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“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”相关信息，如发现“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”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。

如上海易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“上海易鑫融资租赁有限公司 2018 年度第三期资产支持票据”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易鑫融资租赁有限公司/中信信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。