

# 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 2019 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。



# 信用等级公告

联合[2019] 242 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 2019 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一九年三月十二日



# 上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据 信用评级报告

## 评级结果

资产支持票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先 A 级	104000.00	82.68	AAA <sub>sf</sub>
优先 B 级	14000.00	11.13	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
次级	7792.43	6.19	NR
合计	125792.43	100.00	—

注：NR——未予评级，下同；

## 交易概览

初始起算日：2018 年 12 月 14 日  
法定到期日：2025 年 3 月 12 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 1257924353.83 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  
受托机构/发行人：交银国际信托有限公司  
主承销商：交通银行股份有限公司  
资金保管机构：交通银行股份有限公司上海市分行

## 评级时间

2019 年 3 月 12 日

## 分析师

申中一 杨润泽 范翔

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、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析和压力测试。

本交易基础资产涉及发起机构上海易鑫融资租赁有限公司（以下简称“易鑫租赁”）发放的 29263 笔个人汽车融资租赁款，具备了一般汽车金融资产池分散性好、首付合理（加权平均首付比例为 29.34%）、分期偿还、收益率高（加权平均收益率为 11.87%，且另外有相当于 2.89% 未偿本金的封包期利息）等优点，但历史静态池信用表现一般（36 期预期累计违约率为 5.80%<sup>1</sup>），所以整体资产质量较好。当然，我们也注意到由于易鑫租赁提供的静态池历史样本数据不足够充分，联合评级通过调升资产服务机构风险系数取值（1.2）的方式，来提升压力测试的要求，以对冲数据不充分可能带来的不确定性。在此基础上，优先/次级结构设置、触发机制为优先 A 级资产支持票据提供了充足的信用支持，为优先 B 级资产支持票据提供了一定的信用支持。而易鑫租赁（主体信用等级为 AA<sup>+</sup>）对优先级票据提供的差额支付承诺，则是优先 B 级资产支持票据信用等级能提升至 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub> 的关键因素。

联合资信评定“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

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

<sup>1</sup> 联合资信依据发起机构提供的静态池数据计算所得，详见“四 定量分析”。

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. **基础资产分散度良好，资产质量较好。**本交易基础资产涉及 29263 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 0.06%，分散性很好。根据易鑫租赁提供的历史静态池数据测算的预期累计违约率为 5.80%，资产质量较好。
2. **基础资产内部收益率较高，有 3 个月封包期利息，利差支持较大。**加权平均现行租赁收益率为 11.87%，资产池收益水平较高，封包期利息相当于 2.89% 的未偿本金，预计资产池收入与相关参与机构服务费支出及优先级资产支持票据利息支出之间将形成超额利差，能够为优先级资产支持票据提供一定的信用支持。
3. **优先/次级结构为优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据提供了相应的信用支持。**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 17.32% 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 6.19% 的信用支持。
4. **本交易设置了差额支付机制。**差额支付承诺人为易鑫租赁，联合资信给予易鑫租赁的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。差额支付机制的设置优先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<sup>2</sup>触发机制为优

先级资产支持票据偿付提供进一步保障。

### 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。此外，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：联合资信通过提高资产服务机构风险系数取值（1.2）等手段来提高压力测试标准，测试优先级票据对借款人违约的承受能力，以对冲数据不充分可能带来的不确定性。
2. 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<sup>3</sup>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。

<sup>2</sup> 系指以下任一事件：(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；(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全部本金的；(d)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税费、服务报酬及优先级资产支持票据的预期收益和/或本金；(e)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。

<sup>3</sup> 系指以下任一事件：(a)发生与委托人有关的丧失清偿能力事件；(b)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；(c)当评级机构给予优先 A 级资产支持票据信用等级低于 AA 级；(d)当评级机构给予委托人的主体长期信用评级低于 A 级；(e)发生违约事件；(f)委托人未按照约定履行不合格资产赎回义务，且在 10 个工作日内未改正的。



## 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交银国际信托有限公司提供，联合资信评估有限公司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/交银国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海易鑫融资租赁有限公司/交银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，未因上海易鑫融资租赁有限公司/交银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“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据存续期，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（以下简称“易鑫租赁”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有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，通过交银国际信托有限公司（以下简称“交银国信”）设立“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”。交银国信以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场发行优先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：交银国际信托有限公司
簿记管理人：交通银行股份有限公司
主承销商：交通银行股份有限公司
资金保管机构：交通银行股份有限公司上海市分行
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
现金流评估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：上海市锦天城律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司

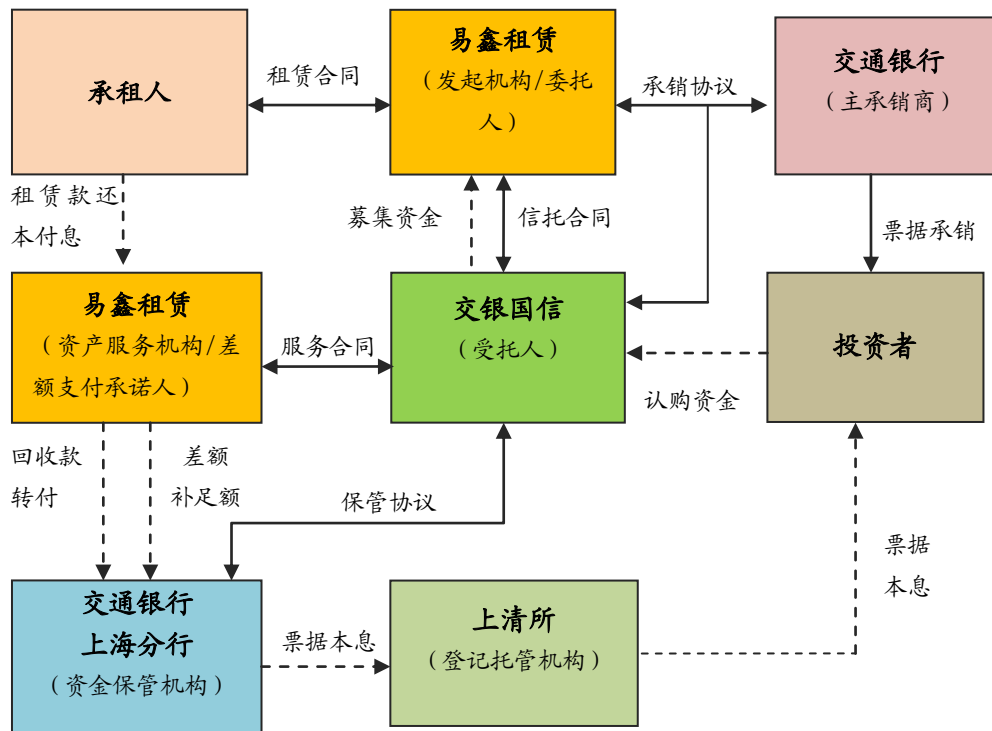


图 1 交易安排

### 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。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	发行规模	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A 级	104000.00	82.68	固定利率	2020/9/12	按季支付利息，过手摊还本金
优先 B 级	14000.00	11.13	固定利率	2021/3/12	按季支付利息，过手摊还本金
次级	7792.43	6.19	—	2022/3/12	在优先级票据本金偿付完毕之后取得最终的剩余收益
合计	125792.43	100.00	—	—	—

### 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 125792.44 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)项标准规定的迟延支付除外)或其他主要义务的且尚未补救的行为；(e)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；(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，承租人累计迟延支付租赁合同项下到期应付的金额未超过 30 天，并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，且当期不存在迟延支付；(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债权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；(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；(z)除应收账款质押合同项下租赁合同对应的资产外，易鑫租赁合法拥有资产，且资产上未设定抵押权、质权或其他担保物权。对于应收账款质押合同项下租赁合同对应的资产，应收账款质押合同项下的质权人应于簿记建档日后一个工作日内解除应收账款质押并办理完毕质押登记的注销手续。

#### 4. 现金流安排

##### 4.1 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。

##### 4.2 现金流收付机制

###### (1) 现金流归集

受托人授权并要求资产服务机构按照《服务合同》的相关约定管理易鑫租赁收款账户，并于每个回收款转付日下午四点(16:00)前将扣除执行费用<sup>4</sup>后的前一个回收款转付期间的全部回收款(不包括该等回收款在资产服务机构账户内产生的利息)转入信托账户。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<sup>-</sup>级时，回收款按月划转，回收款转付日

为每个计算日<sup>5</sup>后的第7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<sup>-</sup>级时，回收款按月划转，回收款转付日为每个自然月的第25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《信托合同》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。

若发生差额支付启动事件，差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日下午三点(15:00)前将《差额支付通知书》载明的资金附言汇付至信托账户。

###### (2) 回收款分配

“违约事件”发生前，受托人应于每一个信托利益核算分配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分配日将回收款账户收到的回收款(已扣除执行费用)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，受托人应于每一个信托利益核算分配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分配日将回收款账户收到的全部回收款(已扣除执行费用)的总金额顺序支付税费、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

<sup>4</sup> 系指资产服务机构对承租人以及其他第三方(包括但不限于担保人)提起诉讼或仲裁以及申请强制执行违约资产，或通过诉讼、仲裁以外的其他方式处置违约资产时合理发生的所有成本、费用和税收(但资产服务机构须提供合理证据)。执行费用由资产服务机构先行垫付，一旦资产服务机构全部或部分收回了任何一笔违约资产，则资产服务机构有权从上述违约资产的回收金额中扣除其以往已经为全部违约资产垫付且尚未得到偿付的所有执行费用。

<sup>5</sup> 系指若评级机构给予资产服务机构的长期主体评级高于或等于AA<sup>-</sup>，计算日为每年2月、5月、8月和11月的16日；第一个计算日应为2019年5月16日。若评级机构给予资产服务机构的长期主体评级低于AA<sup>-</sup>，计算日自动调整为每个自然月的16日。



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。

## 二、交易结构分析

### 1. 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 17.32%，次级票据为优先 B 级票据提供的信用支持为 6.19%。

#### (2) 触发机制

本交易设置了“违约事件”和“权利完善事件”触发机制。

“违约事件”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，“违约事件”触发机制的安排在一定程度上缓释了该事件风险的影响。

任一“权利完善事件”发生后，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在 30 个工作日内将该等办理抵押权转移登记所必需的资料提交给中国有管辖权的登记部门办理相关资产的抵押权的转移登记手续，并于任一权利完善事件发生后 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，以确保受托人成为经登记的相关抵押物的抵押权人且受托人取得的抵押权的顺位与委托人在信托财产交付日前已享有的抵押权顺位一致；委托人应将资产对应的租赁物件的所有权转移给受托人，相应租赁物件亦将成为信托财产。本交易当中，“权利完善事件”触发机制的安排在一定程度上保障了资产的回收。

#### (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 11.87%，收益率水平较高，且另外有相当于 2.89% 未偿本金的封包期利息，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支付该支付日应付的优先级资产支持票据的当期预期收益；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不足以偿付完毕优先级资产支持票据的当期预期收益和/或未偿本金余额。(b)信托在提前终止日届至时，系指信托账户内可供分配的资金不足以支付所欠税款、未受偿的受托人报酬、资金保管机构报酬及其他与信托有关的费用。(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支付所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

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应付的信托税费、服务报酬及优先级资产支持票据的各期预期收益和/或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<sup>+</sup>，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。

## 2. 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。

本交易优先级票据采用固定利率，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。易鑫租赁作为资产服务机构，其治理规范、财务状况优良、风控能力较强。联合资信给予易鑫租赁的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，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，能够支持按季划转支付利息，并通过以必备评级为触发条件的回收款转付机制，触发启动加速划转。

### (2) 流动性风险

在本交易中，当期回收款可能不足以支付优先级票据预期收益及相关各项税费，从而引发流动性风险。

本交易优先级票据本金偿还方式为过手摊还，优先级票据支付频率为按季，底层资产均为按月等额本息还款，当期回收款能够匹配各项支出，联合资信通过现金流压力测试进行测试，评级结果已反映了流动性风险带来的不确定性。同时，考虑到差额支付承诺人易鑫租赁治理规范、财务状况优良、风控能力较强，联合资信给予易鑫租赁的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，其提供的无条件不可撤销的差额支付承诺对本交易的流动性风险起到了一定的缓冲作用。

### (3) 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。

### (4) 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，从而使融资租赁款本息回收出现风险。

本交易合同约定，如果承租人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，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。如果委托人对承租人有多笔债权，且承租人依据中国法律行使抵销权，则委托人、受托人应共同与承租人确认被抵销债权是否属于信托财产。如果被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，或者如无法确定被抵销债权是属于委托人已交付设立信托的信托财产还是委托人对承租人的租赁债权，则推定为被抵销债权是属于委托人已交付设立信托的信托财产，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。上述安排可以较好地缓释抵销风险。

## 3. 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/差额支付承诺人为易鑫租赁。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 2018 年末，上海易鑫租赁注册资本为 15.00 亿美元，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。截至 2018 年 9 月末，易鑫租赁资产共计 487.42 亿元，所有者权益合计 111.36 亿元；2018 年 1~9 月，易鑫租赁实现营业收入 35.30 亿元，净利润 0.78 亿元。

2016 年至 2018 年 9 月末易鑫租赁主要财务指标见表 3：

表 3 易鑫租赁主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额(万元)	1617635.71	3579666.03	4874199.63
所有者权益(万元)	274047.87	944596.95	1113574.85
短期债务(万元)	948775.63	1858161.16	2795396.79
长期债务(万元)	331372.36	776907.92	965227.99
营业收入(万元)	82168.77	295252.08	352964.34
净利润(万元)	14692.34	32990.76	7765.00
经营性净现金流(万元)	-1104242.60	-1287384.42	-712191.39

数据来源：易鑫租赁 2016-2017 年审计报告及易鑫租赁 2018 年第三季度报告，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，租赁车辆的完整性及安全性，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。联合资信给予易鑫租赁的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>,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交通银行股份有限公司(以下简称“交通银行”)上海市分行。交通银行始建于1908年,是中国历史最悠久的银行之一,也是近代中国的发钞行之一。1987年4月1日,重新组建后的交通银行正式对外营业,成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行,总行设在上海。2005年6月交通银行在香港联合交易所挂牌上市,2007年5月在上海证券交易所挂牌上市。截至2018年末,交通银行股本总额742.63亿元,其最大股东为中华人民共和国财政部,持股比例为26.53%。

截至2017年末,交通银行资产总额90382.54亿元,其中客户贷款43544.99亿;负债总额83619.83亿元,其中客户存款余额49303.45亿元;股东权益合计6762.71亿元;不良贷款率1.50%;按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算,资本充足率14.00%,一级资本充足率11.86%,核心一级资本充足率10.79%。2017年交通银行共实现营业收入1960.11亿元,净利润706.91亿元。2017年交通银行托管资产规模达人民币82278.24亿,较年初增长17.38%。

截至2018年9月末,交通银行资产总额93915.37亿元,其中客户贷款48520.48亿,负债总额87024.52亿元,资本充足率14.08%,一级资本充足率11.93%,核心一级资本充足率10.87%。2018年1~9月,交通银行共实现营业收入1578.32亿元,净利润573.04亿元。

交通银行已建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构,明确董事会、监事会、高级管理层、业务部门、风险管理部门和内审部门在风险管理中的职责分工,多层次、相互衔接、有效制衡的风险治理机制稳健运行。

总体来看,交通银行自身财务状况稳健,资本充足,盈利能力强,行业地位显著,作为本交易的资金保管机构尽职能力很强。

### (3) 受托机构/发行人

本交易的受托机构及发行人是交银国际信托有限公司。交银国际信托有限公司成立于1981年6月,并于2003年1月经中国人民银行批准重新登记。截至2018年末,交银国际信托有限公司注册资本金57.65亿元人民币,其中交通银行股份有限公司持股85%,湖北省交通投资集团有限公司持股15%。

截至2017年末,交银国信合并资产总额104.00亿元,负债合计3.68亿元,股东权益100.32亿元,信托资产总额9656.30亿元;2017年全年,实现合并营业收入15.84亿元,利润总额13.02亿元。

在风险管理组织建设方面,交银国信秉承合规、全面、有效的基本原则,建立合理、有效的规章制度体系,严格按照法律法规和公司各项规章制度的要求开展经营管理活动,深入把握各项业务的盈利模式和流程的基础上,公司对业务风险点进行动态监控、分析、预警,并采取行之有效的风控机制,建立战略性和日常性的分层次、多渠道的风险管理架构,确保各项风险管理政策与措施的有效实施。交银国信在经营管理层下设立了信托业务审查委员会、固有业务审查委员会、私人股权投资信托计划项目投资审查委员会,分别负责对信托项目、固有项目、私人股权投资信托计划投资项目进行审查;同时,公司设立全面风险管理委员会、风险管理委员会,分别负责确定和落实公司的风险控制目标,以及风险策略、政策、程序和措施。

总体来看,交银国信拥有稳健的财务实力、较为雄厚的股东背景、完善的风险管理组织建设,尽职能力很强。

## 4. 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，在信托设立后能够解除相关担保负担；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。

### 三、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9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1.04%。

### 1. 资产池分析

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125792.44万元。

截至初始起算日，资产池概要统计如表4：

表4 资产池概况

资产池未偿本金余额	125792.44 万元
承租人数	28788 户
租赁款笔数	29263 笔
单笔资产最大合同金额	70.18 万元
单笔资产最大未偿本金余额	70.18 万元
单笔资产平均合同金额	6.56 万元
单笔资产平均未偿本金余额	4.30 万元
加权平均现行租赁收益率	11.87%
加权平均初始首付比率	29.34%
入池资产加权平均合同期限	33.47 个月
入池资产加权平均账龄	9.33 个月
入池资产加权平均剩余期限	24.16 个月
单笔资产最短剩余期限	5.04 个月
单笔资产最长剩余期限	36.00 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时间区间，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时间区间，剩余期限为(合同到期日-资产池初始起算日)/365保留2位小数后乘以12；

4. 首付比例=首付金额/(汽车销售价格)\*100%或保证金金额/(租赁车辆销售价+购置税)\*100%。

### 2. 承租人类型分布

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。入池资产承租人类型分布如表5所示。

表5 入池承租人类型分布 单位：笔/万元/%

承租人类型	笔数	资产余额	金额占比
个人	26633	104289.96	82.91
企业	2630	21502.47	17.09
合计	29263	125792.44	100.00

### 3. 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69.97%。其分布如表6所示。

表6 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	20343	88019.34	69.97
二手车	8920	37773.09	30.03
合计	29263	125792.44	100.00

### 4. 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0.06%，承租人分散性良好。入池资产余额分布如表7所示。

表7 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]	27881	104804.29	83.32
(10, 20]	1165	14836.01	11.79
(20, 30]	155	3645.87	2.90
(30, 40]	32	1071.64	0.85
(40, 50]	19	832.49	0.66
(50, 60]	10	531.95	0.42
60 以上	1	70.18	0.06
合计	29263	125792.44	100.00

### 5. 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29.34%。本交易入池租赁款的首付比例分布见表8：

表8 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]	19588	85962.08	68.34
(30, 40]	6308	25050.78	19.91
(40, 50]	2504	11506.28	9.15

(50, 60]	669	2559.16	2.03
(60, 70]	168	649.92	0.52
(70, 80]	22	52.31	0.04
80 以上	4	11.92	0.01
<b>合计</b>	<b>29263</b>	<b>125792.44</b>	<b>100.00</b>

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。

#### 6. 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。

#### 7. 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 16.53%。截至初始起算日，入池承租人前十地区分布如表 9 所示。

表 9 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	5096	20789.41	16.53
新疆	2067	10179.60	8.09
江苏	1296	7808.14	6.21
福建	1554	7587.33	6.03
湖南	1448	6669.45	5.30
河北	998	5363.06	4.26
云南	1650	5216.62	4.15
广西	1636	4867.15	3.87
河南	1113	4674.37	3.72
四川	1126	4549.89	3.62
<b>合计</b>	<b>17984</b>	<b>77705.02</b>	<b>61.78</b>

#### 8. 入池资产账龄分布

入池资产承租人的加权平均账龄是 9.33 个月。入池资产的账龄分布如表 10：

表 10 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]	16473	100488.54	79.88
(12, 24]	717	2619.75	2.08
(24, 36]	12073	22684.15	18.03
<b>合计</b>	<b>29263</b>	<b>125792.44</b>	<b>100.00</b>

注：金额或占比加总不等于合计为四舍五入所致，下同。

#### 9. 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 24.16 个月，最长剩余期限 36.00 个月，最短剩余期限 5.04 个月，入池资产的剩余期限分布见表 11：

表 11 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]	12557	26462.50	21.04
(12, 24]	4719	21541.07	17.12
(24, 36]	11987	77788.87	61.84
<b>合计</b>	<b>29263</b>	<b>125792.44</b>	<b>100.00</b>

#### 10. 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 11.87%，收益率水平较高，入池租赁款的收益率分布见表 12：

表 12 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]	2313	11784.43	9.37
(6,12]	6375	38997.10	31.00
(12,18]	19730	66151.43	52.59
(18,24]	845	8859.47	7.04
<b>合计</b>	<b>29263</b>	<b>125792.44</b>	<b>100.00</b>

#### 11. 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 13 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	29243	125662.40	99.90
正租	20	130.04	0.10
合计	29263	125792.44	100.00

## 四、定量分析

### 1. 现金流分析

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 125792.44 万元。联合资信根据易鑫租赁提供的标的业务历史数据，计算出累计违约率<sup>6</sup>和回收率两个量化指标，用于分析本交易未来现金流情况。

易鑫租赁的历史表现方面，联合资信整理了 2016 年 1 月~2018 年 9 月的 33 个静态池的数据（2018 年 4 月~2018 年 9 月数据观测周期短，未作参考），分别计算了累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

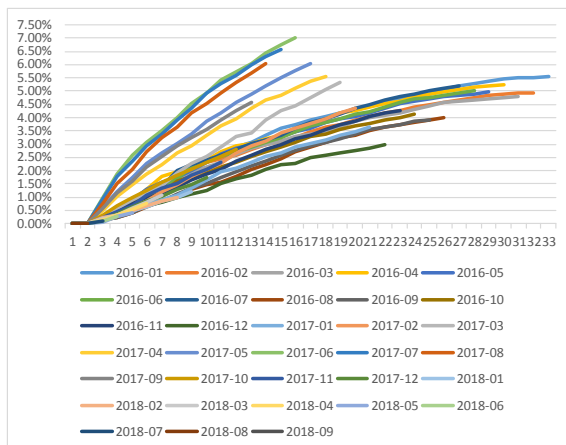


图 2 静态池在后续月份的累计违约率表现

资料来源：易鑫租赁提供，联合资信整理。

表 14 现金流模型基准参数

参数名称	基准参数 (%)
累计违约率	5.09
回收率	41.31

资料来源：联合资信整理

<sup>6</sup> 联合资信在汽车金融资产证券化评级项目中定义逾期 30 天以上的贷款为违约贷款，并以此为标准计算违约率数据。

累计违约率，是判断基础资产损失情况的指标，根据静态池中违约分布计算，用于模拟本交易成立后因损失导致的资产池本金减少。联合资信根据历史数据整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，外推至资产池最长合同期限 36 个月，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到资产池 36 个月的预期累计违约率为 5.80%，考虑了账龄的预期累计违约率<sup>7</sup>为 5.09%。

回收率，易鑫租赁提供了 2016 年 1 月~2018 年 9 月投放产品的静态池历史数据。联合资信根据“资产回收率=(静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额-静态池最终被认定为坏账时的未偿本金余额)/静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额”公式计算出每个静态池逾期资产的回收率。联合资信自 2016 年 1 月起开始计算各个月资产回收率，去除几个时间太短还未体现回收能力的静态池样本，通过计算各个静态池的回收率算数平均值，得出各静态池如下表所示：

表 15 各静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
2016 年 1 月静态池	40.79	2017 年 3 月静态池	61.05
2016 年 2 月静态池	42.98	2017 年 4 月静态池	42.05
2016 年 3 月静态池	43.73	2017 年 5 月静态池	34.94
2016 年 4 月静态池	44.55	2017 年 6 月静态池	34.51

<sup>7</sup> 考虑账龄的预期累计违约率=剩余周期内的累计违约金额/已有账龄正常状态的本金余额。联合资信根据历史数据计算得出，基础资产的已有账龄会影响剩余期限的累计违约率。考虑到资产池加权平均账龄为 9.33 个月，所以在量化测算中，联合资信先计算出不同账龄的预期累计违约率，再根据资产池内账龄分布情况加权平均得出基准值，即 5.09%。



2016年5月静态池	37.17	2017年7月静态池	31.48
2016年6月静态池	41.05	2017年8月静态池	29.58
2016年7月静态池	41.00	2017年9月静态池	26.24
2016年8月静态池	45.37	2017年10月静态池	27.51
2016年9月静态池	49.07	2017年11月静态池	33.74
2016年10月静态池	52.97	2017年12月静态池	32.67
2016年11月静态池	44.29	2018年1月静态池	26.53
2016年12月静态池	53.49	2018年2月静态池	32.40
2017年1月静态池	60.46	平均值	41.31
2017年2月静态池	64.51		

资料来源：联合资信整理

通过计算各静态池的回收率的算数平均数，联合资信确定资产池基准回收率为41.31%。

## 2. 压力测试

### (1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级票据是否能足额兑付。

### 现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于预期累计违约率、回收率两个量化指标按照优先A级票据目标评级AAA<sub>sf</sub>，优先B级票据目标评级AA<sup>-</sup><sub>sf</sub>、A<sup>+</sup><sub>sf</sub>的压力倍数进行加压考量。其中，预期累计违约率存在过渡时间，即从信托成立指定月份后达到最大压力结果，回收率不设过渡时间，直接达到最大压力结果。目标评级AAA<sub>sf</sub>的过渡时间要求设置为4个月，目标评级AA<sup>-</sup><sub>sf</sub>、A<sup>+</sup><sub>sf</sub>的过渡时间要求设置为6个月。

在贷款服务机构风险系数方面，由于易鑫租赁提供的静态池历史样本数据不足够充分，因此，我们在进行现金流压力测试时，将资产服务机构风险系数调升至1.2，目的是通过提升压力测试的要求的方式，来对冲数据不充分可能带来的不确定性。

最终，联合资信得到现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 16 压力测试的加压条件

目标级别	AAA <sub>sf</sub>		AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>		A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	
	累计违约率	回收率	累计违约率	回收率	累计违约率	回收率
基准结果 (%)	5.09	41.31	5.09	41.31	5.09	41.31
目标评级下乘数/折损系数	5.5	0.45	3.7	0.27	3.3	0.23
过渡时间 (月)	4	0	6	0	6	0
贷款服务机构风险系数	1.20		1.20		1.20	
加压后参数值 (%)	33.59	19.00	22.60	27.93	16.49	32.88

### 现金流流出端压力因子设置

在现金流流出端，联合资信主要针对各项支出进行加压，得到最大压力情景。

优先A级票据、优先B级票据发行利率：根据近期发行的利率，优先A级票据、优先B级票据的预期发行利率分别为5.30%、7.80%，加压后得到压力情形下优先A级票据加压发行利率为5.80%，优先B级票据发行利率未加压。

本交易税率、费率：由于目前对于资产支持证券相关税收政策不明确，故采用3.36%作为相关税率；同时，综合考虑本交易的承销费用、登记托管费用、支付代理机构服务费，以及受托机构服务费、评级机构报酬、资产服务机构报酬、资金保管费等。

表 17 现金流流出压力参数设置

参数名称	压力参数设置
初始起算日	2018/12/14
预计信托设立日	2019/3/15
增值税税率	3.36%
受托费率	0.10%
资金保管费率	0.008%
优先A级票据预期收益率	5.80% (5.30%+50bps)
优先B级票据预期收益率	7.80%

总体看，联合资信根据优先 A 级票据、优先 B 级票据所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了不同的压力因子，通过判断优先 A 级票据、优先 B 级票据的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

## (2) 压力测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到优先 A 级票据目标评级 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级票据目标评级 AA<sup>-</sup><sub>sf</sub>、A<sup>+</sup><sub>sf</sub> 情境下优先级票据的压力测试结果，具体如表 18、19、20 所示：

表 18 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下优先级票据压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	13450.73	税费	1694.52	1694.52
		优先 A 级票据利息	4822.54	4822.54
		优先 B 级票据利息	3075.76	3075.76
		次级票据利息	--	--
回收款本金	101142.89	优先 A 级票据本金	104000.00	104000.00
		优先 B 级票据本金	14000.00	1000.81
		次级票据本金	7792.43	--
		次级超额收益	--	--
<b>流入合计</b>	<b>114593.62</b>	<b>流出合计</b>	<b>135385.25</b>	<b>114593.62</b>

表 19 AA<sup>-</sup><sub>sf</sub> 压力情景优先级票据压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	14506.82	税费	1813.47	1813.47
		优先 A 级票据利息	4432.07	4432.07
		优先 B 级票据利息	2436.67	2436.67
		次级票据利息	--	--
回收款本金	111545.58	优先 A 级票据本金	104000.00	104000.00
		优先 B 级票据本金	14000.00	13370.19
		次级票据本金	7792.43	--
		次级超额收益	--	--
<b>流入合计</b>	<b>126052.40</b>	<b>流出合计</b>	<b>134474.64</b>	<b>126052.40</b>

表 20 A<sup>+</sup><sub>sf</sub> 压力情景优先级票据压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	14710.85	税费	1836.35	1836.35
		优先 A 级票据利息	4388.42	4388.42
		优先 B 级票据利息	2301.37	2301.37
		次级票据利息	--	--
回收款本金	113419.53	优先 A 级票据本金	104000.00	104000.00
		优先 B 级票据本金	14000.00	14000.00
		次级票据本金	7792.43	1604.24
		次级超额收益	--	--

流入合计	128130.38	流出合计	134318.57	128130.38
------	-----------	------	-----------	-----------

从 AAA<sub>sf</sub> 压力情景下的压力测试结果可以看到，优先 A 级票据可偿还完所有本息，同时信托账户中尚余 1348.07<sup>8</sup> 万元可用于兑付优先 B 级票据本息，对优先 A 级票据形成 1.30%<sup>9</sup> 的安全距离。优先 B 级票据本息未能得到全部偿还。因此，优先 A 级票据可以通过 AAA<sub>sf</sub> 级别压力测试，优先 B 级票据未能通过 AAA<sub>sf</sub> 级别压力测试。

从 AA<sup>-</sup><sub>sf</sub> 压力情景下的压力测试结果可以看到，优先 B 级票据未能偿还完所有本息。因此，优先 B 级票据未能通过 AA<sup>-</sup><sub>sf</sub> 级别压力测试。

从 A<sup>+</sup><sub>s</sub> 压力情景下的压力测试结果可以看到，优先 B 级票据可以偿还完所有本息，同时

信托账户中尚余 1604.24<sup>10</sup> 万元可用于兑付次级票据本金，对优先 B 级票据形成 1.36%<sup>11</sup> 的安全距离。因此，优先 B 级票据可以通过 A<sup>+</sup><sub>sf</sub> 级别压力测试。

联合资信最终确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级能够达到 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持票据的信用等级能够达到 A<sup>+</sup><sub>sf</sub>。但考虑到易鑫租赁对优先级票据提供的差额支付承诺，且联合资信给予易鑫租赁的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，因此评定优先 B 级票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

## 五、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，确定“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，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。

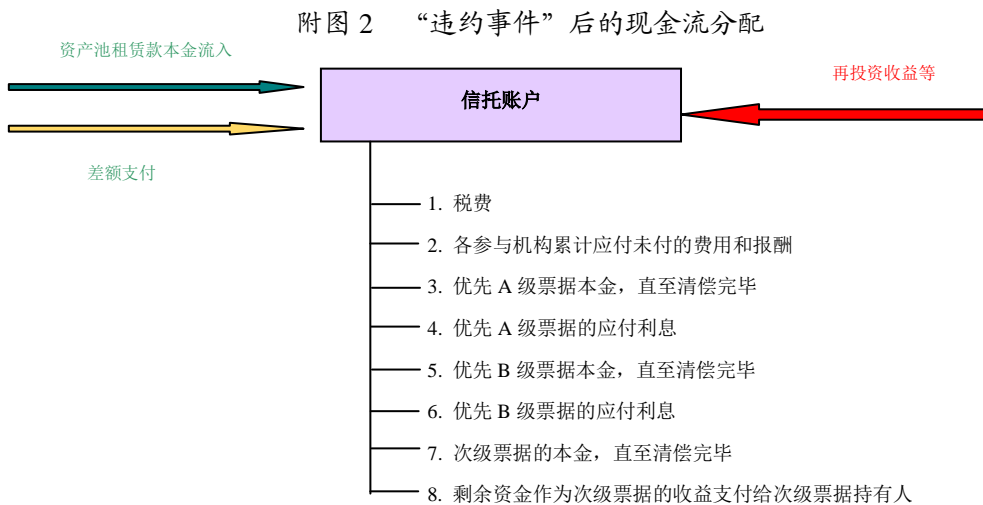
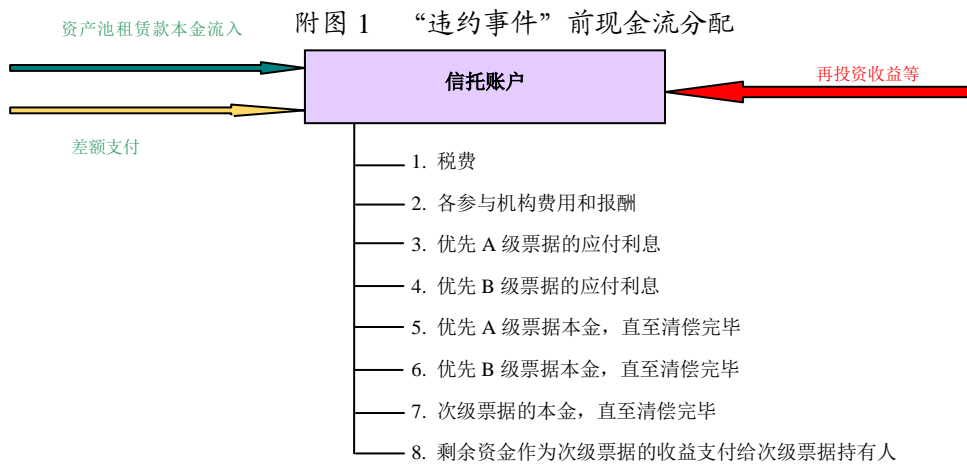
<sup>8</sup> 包含优先 A 级票据本息偿还完后偿付的优先 B 级票据利息 347.26 万元、优先 B 级票据本金 1000.81 万元。

<sup>9</sup> 优先 A 级票据的安全距离=优先 A 级票据本息支付完后剩余的现金/优先 A 级票据发行规模

<sup>10</sup> 包含优先 B 级票据本息偿还完后偿付的次级票据本金 1604.24 万元。

<sup>11</sup> 优先 B 级票据的安全距离=优先 B 级票据本息支付完后剩余的现金/(优先 A 级票据发行规模+优先 B 级票据发行规模)

## 附图 信托利益分配顺序





## 附件 信贷资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)）。联合资信信贷资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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 <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C <sub>sf</sub>	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 2019 年度第一期 资产支持票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海易鑫融资租赁有限公司/交银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“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 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“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 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“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 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，上海易鑫融资租赁有限公司/交银国际信托有限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 2019 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海易鑫融资租赁有限公司/交银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“上海易鑫融资租赁有限公司 2019 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易鑫融资租赁有限公司/交银国际信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。