

信用评级公告

联合〔2021〕6215号

联合资信评估股份有限公司通过对“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月八日



华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色 资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	金额(亿元)		占比(%)		评级结果	
	本次	首评	本次	首评	本次	首评
20 华润租赁 ABN001 优先 A1	--	1.30	--	24.14	--	AAA _{sf}
20 华润租赁 ABN001 优先 A2	--	3.48	--	19.54	--	AAA _{sf}
20 华润租赁 ABN001 优先 A3	3.27	6.48	39.82	36.38	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20 华润租赁 ABN001 次	3.55	3.55	43.21	19.95	NR	NR
票据合计	6.83	17.81	83.03	100.00	--	--
超额抵押	1.40	--	16.97	--	--	--
资产池合计	8.22	17.81	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均值人民币；2. NR-未予评级

交易概览：

票据信托成立日：2020 年 8 月 26 日
法定到期日：2031 年 8 月 26 日
初始起算日：2019 年 8 月 31 日
基础资产跟踪基准日：2021 年 4 月 30 日
票据跟踪基准日：2021 年 5 月 26 日
跟踪期间：2020 年 8 月 8 日—2021 年 5 月 26 日

首次评级日期：2020 年 8 月 7 日

跟踪评级日期：2021 年 7 月 8 日

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
企业债权类资产支持证券评级方法	V3.0.201909

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

分析师

张红军 官雪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“华润融资租赁有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据”进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况和尽职情况进行持续的关注，并结合上述要素对票据进行了组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试及现金流压力测试。

跟踪期内，有1笔基础资产发生逾期。截至基础资产跟踪基准日，由于部分高信用等级资产到期，以及我们把违约资产的影子评级调整为C_s¹，导致资产池加权平均影子级别明显下降（由AA_s/A_s⁺下降至BBB_s/BB_s⁺），但承租人的加权平均影子级别未明显下降（由BB_s⁺/BB_s下降至BB_s/BB_s）。承租人数下降（由21户下降至16户）提升了资产池集中度。因此，从组合资产信用风险分析测算的结果来看，资产池整体质量有所下降。

交易结构方面，随着票据本金的大比例兑付以及资产池超额利差累积形成的超额抵押（16.97%），大幅提升了“20华润租赁ABN001优先A3”获得的信用支持。量化测算结果显示，在不考虑外部增信措施时，“20华润租赁ABN001优先A3”已能够满足AAA_{sf}等级的评级标准。

另外，跟踪期内，华润融资租赁有限公司（以下简称“华润租赁”），持续获得股东的有力支持，依托股东的背景和资源实现较快发展，融资租赁业务在能源、医疗等领域具有较强的业务竞争力，整体融资租赁资产质量保持较好水平，主体信用等级维持AAA，其提供的无条件不可撤销的差额支付承诺为优先级资产支持票据的兑付提供了极强的额外保障。

综合考虑上述因素，联合资信确定维持“华润融资租赁有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据”项下“20华润租赁ABN001优先A3”

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，具体释义见附件4。

发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人主要财务数据

华润融资租赁有限公司			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	135.36	201.65	210.51
所有者权益（亿元）	22.99	30.36	33.22
短期债务（亿元）	69.21	80.39	83.29
全部债务（亿元）	93.04	149.60	159.51
营业收入（亿元）	6.44	11.89	14.09
利润总额（亿元）	1.87	3.14	3.86
净资产收益率（%）	8.05	8.85	9.00
融资租赁资产不良率（%）	0.13	0.11	0.45
杠杆倍数（倍）	5.62	5.86	5.91
资产负债率（%）	83.01	84.94	84.22
流动比率（%）	54.28	72.42	81.16
EBITDA（亿元）	5.44	9.78	10.74
EBITDA 利息倍数（倍）	1.65	1.51	1.59
全部债务/EBITDA（倍）	17.09	15.29	14.86

的信用等级为AAA_{sf}。上述“20华润租赁ABN001 优先A3”的评级结果反映了该资产支持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. **“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”获得的信用支持大幅提升。**跟踪期间内，随着票据本金的大比例兑付以及资产池超额利差累积形成的较高比例的超额抵押（16.97%），“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”获得的信用支持大幅提升。具体而言，截至票据跟踪基准日，考虑超额抵押后，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”获得“20 华润租赁 ABN001 次”60.18%的信用支持，较首次评级上升 40.23 个百分点。
2. **华润租赁主体长期信用等级维持 AAA，整体偿债能力极强。**跟踪期内，华润租赁作为中国华润有限公司旗下唯一的融资租赁子公司，在业务资源、资金、品牌建设等多方面获得股东的持续有力支持，依托股东的背景和资源实现了较快发展；融资租赁业务在能源、医疗等领域具有较强的业务竞争力，整体融资租赁资产质量保持较好水平，主体长期信用等级维持 AAA，为剩余优先级资产支持票据的兑付提供了极强的额外保障。

关注：

1. **资产池信用质量有所下降。**截至基础资产跟踪基准日，承租人加权平均影子级别由初始起算日的BB_s⁺/BB_s下降至BB_s/BB_s，资产池加权平均影子级别由初始起算日的AA_s⁺/A_s⁺下降至BBB_s/BB_s⁺，资产池信用质量有所下降。且跟踪期内，有1笔资产发生逾期，承租人为宁夏安能生物质热电有限公司；截至本报告出具日，该承租人涉及的2笔入池资产均已逾期，涉及未偿本金余额合计7986.80万元，占比9.71%。联合资信后续将该资产的处置情况及可能对优先级资产支持票据兑付产生的不利影响保持关注。

2. **资产池集中度提升至更高水平且资产剩余期限偏长。**截至基础资产跟踪基准日，前五大承租人未偿本金占比由初始起算日的46.40%提升至62.20%，占比前五名的地区合计占比为75.44%，较初始起算日上升8.08个百分点，承租人仍全部属于电力行业，资产池整体集中度提升至更高水平。基础资产加权平均剩余期限为53.59个月，较初始起算日缩短27.53个月，但剩余期限仍偏长。
3. **华润租赁相关运营风险值得关注。**在宏观经济下行、新冠疫情冲击等外部环境的不利影响下，华润租赁资产不良率也稍有提升，需持续关注资产质量变化情况。华润租赁租赁业务投放以能源电力行业为主，存在集中度较高的风险，业务受能源行业波动的影响较大。随着业务的扩张，华润租赁债务增长较快，财务杠杆已处于偏高水平，资本金对业务规模的进一步扩张产生了一定的限制，存在一定补充资本的压力。
4. **可能存在模型风险。**影响基础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模型风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（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委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方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尽职调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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，未因委托方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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本专项计划项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、票据兑付情况

跟踪期间，本交易未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件等重大事项。部分优先级票据的顺利偿付以及资产池超额利差累积形成的超额抵押提升了剩余优先级票据的信用支持。

本票据信托于2020年8月26日正式成立。截至票据跟踪基准日，“20 华润租赁 ABN001 优先 A1”和“20 华润租赁 ABN001 优先 A2”均已兑付完毕，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”已兑付本金 32056.56 万元，具体如下表所示：

表 1 截至票据跟踪基准日本期票据兑付概况（单位：万元）

兑付日	20 华润租赁 ABN001 优先 A1		20 华润租赁 ABN001 优先 A2		20 华润租赁 ABN001 优先 A3		20 华润租赁 ABN001 次	
	利息	本金	利息	本金	利息	本金	利息	本金
2020/11/26	345.74	43000.00	305.25	34800.00	636.99	136.08	--	--
2021/2/26	--	--	--	--	635.66	5929.20	--	--
2021/5/26	--	--	--	--	558.54	25991.28	--	--
合计	345.74	43000.00	305.25	34800.00	1831.19	32056.56	--	--

资料来源：受托人提供、联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日（2021 年 4 月 30 日），资产池内入池资产未偿本金共计 82218.08 万元，票据信托账户余额 13.03 万元。基础资产计划回收本金及各账户余额合计对本期剩余票据形成 16.97% 的超额抵押。

截至票据跟踪基准日，考虑超额抵押后，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”获得“20 华润租赁 ABN001 次”60.18% 的信用支持，较首次评级上升 40.23 个百分点。本期票据存续规模情况如下表：

表 2 截至票据跟踪基准日本期票据余额及兑付概况（单位：万元、%）

票据简称	金额		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次基准日	初始起算日	本次基准日	初始起算日			
20 华润租赁 ABN001 优先 A1	--	43000.00	--	24.14	3.19%	2021/5/26	已兑付
20 华润租赁 ABN001 优先 A2	--	34800.00	--	19.54	3.48%	2022/5/26	已兑付
20 华润租赁 ABN001 优先 A3	32743.44	64800.00	39.82	36.38	3.90%	2024/5/26	正常
20 华润租赁 ABN001 次	35529.51	35529.51	43.21	19.95	--	2029/8/26	--
票据合计	68272.95	178129.51	83.03	100.00	--	--	--
超额抵押	13958.15	--	16.97	--	--	--	--
资产池合计	82231.10	178129.51	100.00	100.00	--	--	--

注：分配方式上，各档优先级票据还本付息方式均为按季付息，按季过手摊还本金；“20 华润租赁 ABN001 次”享有剩余收益

资料来源：联合资信整理

根据资产管理报告显示的相关信息，自初始起算日起，有 9 笔资产提前偿还，实际收回租金金额为 64771.92 万元，占初始未偿租金总额的 28.75%。跟踪期内，有 1 笔资产发生逾期，承租人为宁夏安能生物质热电有限公司；截至

本报告出具日，该承租人涉及的 2 笔入池资产均已逾期，涉及未偿本金余额合计 7986.80 万元，占比 9.71%。

跟踪期间，本期票据未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件等重大事项。

二、参与机构表现

跟踪期内，本期票据的受托人、托管人未发生变化，履职情况稳定。

三、原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人分析

华润租赁持续获得股东的有力支持，依托股东的背景和资源实现较快发展，融资租赁业务在能源、医疗等领域具有较强的业务竞争力，整体融资租赁资产质量保持较好水平，主体信用等级维持 AAA，评级展望为稳定。

1. 主体概况

华润融资租赁有限公司（以下简称“华润租赁”）于 2006 年 6 月在北京成立，原名华润租赁有限公司，系由中国华润有限公司（原名为“中国华润总公司”，以下简称“中国华润”）和华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”或“集团”）共同出资设立的合资企业，初始注册资本 0.25 亿美元。历经多次增资扩股及股权变更，截至 2020 年末，华润租赁注册资本为 30.84 亿元，账面实收资本为 24.37 亿元，控股股东为华润租赁（香港）有限公司，持股比例为 60%（注册资本和实收资本持股比例一致），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

华润租赁主要开展融资租赁业务，经营范围为：（1）融资租赁业务；（2）租赁业务；（3）向国内外购买租赁财产；（4）租赁财产的残值处理及维修；（5）租赁交易咨询和担保；批发 III，II 类：医用光学器具，仪器及内窥镜设备；医用超声仪器及有关设备；医用高频仪器设备；医用磁共振设备；医用 X 射线设备；临床检验分析仪器 II 类：神经外科手术器械；（6）与主营业务相关的商业保理业务（非银行融资类）。

截至 2020 年末，华润租赁内设部门分为业务、风控和支持三大板块，合并范围内一级子公司 2 家（均为全资子公司），分别为华润能源服务有限公司（以下简称“华润能服”）和润鑫商业保理（天津）有限公司（以下简称“润鑫保理”）。截至 2020 年末，华润租赁合并口径员工人数为 113 名。

截至 2020 年末，华润租赁资产总额 210.51 亿元，其中应收融资租赁款净额 160.86 亿元，所有者权益 33.22 亿元（无少数股东权益）；2020 年，实现营业收入 14.09 亿元，利润总额 3.86 亿元。

2. 经营分析

（1）经营概况

华润租赁以融资租赁为主业，2018—2020 年收入和利润均持续增长。

华润租赁主营业务为融资租赁业务，同时开展商业保理、节能服务与咨询服务等各类业务，近年来融资租赁业务收入占比逐年增加，2020 年占比达 90.28%，主业突出。

2018—2020 年，随着租赁业务的发展，华润租赁营业收入逐年增长，年均复合增长 47.90%。其中，2019 年收入同比增长 84.58%，2020 年同比增长 18.51%。

利润实现方面，随着营业收入的较好增长，近年来华润租赁利润总额也呈持续增长趋势，2018—2020 年年均复合增长 43.62%，2020 年同比增速为 22.90%。

表 3 华润租赁营业收入结构和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁业务收入	4.93	76.61	10.15	85.42	12.72	90.28
保理业务收入	0.39	6.08	0.67	5.67	0.71	5.03
咨询服务收入	0.57	8.89	0.45	3.75	0.35	2.46
节能服务收入	0.35	5.40	0.21	1.74	0.12	0.85

其他业务收入	0.19	3.03	0.41	3.41	0.19	1.38
营业收入合计	6.44	100.00	11.89	100.00	14.09	100.00
利润总额	1.87	--	3.14	--	3.86	--

注：其他业务收入主要系个别转租业务产生的收入
资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

（2）租赁业务

华润租赁租赁业务稳步发展，业务规模逐年增长，以能源环保、医疗健康和公用事业三大业务板块为主。

2018—2020 年，华润租赁当期租赁资产投放额波动增长，年均复合增长 8.60%，2020 年同比下降 14.89%；期末租赁资产余额随业务持续发展呈增长趋势，年均复合增长 25.24%，截至 2020 年末租赁资产余额 171.34 亿元，较上年末增长 6.02%。

从租赁方式来看，华润租赁业务模式主要分为直接租赁（以下简称“直租”）和售后回租

（以下简称“回租”），以回租为主。直租模式下，华润租赁以自有资金向设备供应商购进承租人所需设备，再向承租人出租；租赁期届满后，华润租赁向承租人以名义价格转让租赁资产的所有权；在整个租赁期间，承租人没有所有权但享有使用权，并负责维修和保养租赁物。回租模式下，承租人向华润租赁出售资产，其后以相对较长的租赁期限（通常 3~5 年）向华润租赁将该等资产租回，租赁期届满后，华润租赁向承租人按名义价格转让租赁资产的所有权。2018—2020 年，华润租赁回租业务余额占比均在 70% 左右，业务结构变化不大。

表 4 华润租赁租赁业务发展情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
当期租赁资产投放额	71.59	--	99.20	--	84.43	--
期末租赁资产余额	109.24	100.00	161.61	100.00	171.34	100.00
其中：售后回租	75.53	69.14	114.46	70.83	117.60	68.63
直接租赁	33.72	30.86	47.15	29.17	53.74	31.37

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

分业务板块来看，华润租赁早期主要从事医疗器械类租赁业务，2015 年实施战略转型，确定 2016 年起重点开展能源环保领域的租赁业务，2017 年起扩展到民生公用领域。目前，华润租赁融资租赁业务进入了稳步增长期，在行业选择上偏好各细分行业中弱周期行业及与民生消费密切相关的行业，并依托华润集团大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融等

产业发展方向，将展业行业划分为基石产业、战略产业和创新产业三类，现阶段确定了绿色能源行业为基石产业，医疗健康和民生公用行业为战略产业，以及围绕华润集团核心产业边界拓展的其他创新产业。从租赁资产余额分布来看，主要涉及能源环保、医疗健康及公用事业三大板块，以能源环保板块为主，其他板块正在逐步拓展先进制造业、交通物流业等。

表 5 华润租赁租赁业务投放板块分布情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比
能源环保	70.17	64.23	105.58	65.33	103.38	60.34
医疗健康	6.93	6.34	10.80	6.68	12.11	7.07
公用事业	17.50	16.02	25.00	15.47	40.38	23.57
其他	14.65	13.41	20.23	12.52	15.47	9.03
合计	109.24	100.00	161.61	100.00	171.34	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

能源环保板块是目前华润租赁最重要的业务板块。能源环保板块以“一体两翼”作为发展战略，其中“一体”为电力相关业务，“两翼”为燃气、环保（污水、污泥、环卫车）等业务。依托中国华润的能源产业背景和技术支持，华润租赁对能源环保行业进行深入研究，重点关注于光伏发电、风力发电等新能源领域，截至2020年末，华润租赁光伏发电与风力发电项目的租赁资产余额合计占能源类业务的86.34%。在业务模式上，华润租赁主要采取“租赁+能源服务”综合服务的模式，重点发展光伏电站租赁、分布式光伏投资、节能环保EMC、新能源产业基金等方面。截至2020年末，华润租赁累计持有电站74个，装机容量共计约2580兆瓦（MW）。华润租赁能源环保板块项目来源主要是自主拓展，整体业务较为市场化。

医疗健康板块是华润租赁的传统优势业务，主要由北京和上海分公司负责开展，其中医疗器械租赁业务的实施主体为上海分公司，上海分公司持有《医疗器械经营许可证》。华润租赁医疗健康业务拓展来源主要是集团内部渠道协同，辅以业务人员自行拓展。华润租赁主要依托中国华润在医药商业领域的布局与资源，进行医药、医疗行业全产业链的上下游客户开发，打造了“润租宝”“润医保”“收款易”等有针对性的租赁及保理产品，租赁业务模式以回租为主；客户主要定位在二甲及以上的公立医院，截至2020年末，公立医院项目的租赁资产余额占医疗健康类业务的94.75%，占比同比升高17.58个百分点。由于该板块业务主要通过集团内部医疗板块的渠道作为营销渠道，且在内部项目准

入中严格要求医疗类项目的资金用途必须用于医院自身需求（除政信类），因此均为经营性资金需求，不涉及非经营性项目，不存在还款来源主要依靠政府性资金的非经营性项目建设的情况。截至2020年末，华润租赁历史累计完成了对56家医院及医药类客户的资产投放，资金用于医院和医药类客户的扩老建新、医疗设备和服务的升级。

华润租赁自2017年起拓展了公用事业板块，主要服务于具备一定经营基础、经营现金流良好且受到政策限制较少的地方国有企业，客户主要涉及建筑施工、公路交通、水务等行业。华润租赁业务拓展以依托集团内华润银行等金融机构协同和渠道对接为主，自行拓展为辅。华润租赁从开展公用事业板块伊始就严格筛查是否涉及非经营性项目，并在内部项目准入制度中严禁介入无市场化收益来源的公益性平台和以解决地方债务问题融资为目的的平台公司，要求项目还款来源需基于租赁物自身可产生的现金流经营收入等，因此该板块不涉及非经营性项目，不存在还款来源主要依靠政府性资金的非经营性项目建设的情况。

其他租赁业务主要包括先进制造、交通物流、养殖和市政园林等正在发展和培育的融资租赁项目。未来响应国家十四五战略规划，华润租赁的其他类租赁业务会优先向先进制造、交通物流等领域拓展。

从投放利率来看，华润租赁整体投放利率区间稳中有升，其中公用事业类的利率相对能源环保与医疗健康板块较低，主要系客户性质与业务风险决定。

表 6 华润租赁租赁业务各板块投放利率区间

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
能源环保	3.21%~8.50%	5.00%~7.98%	4.55%~8.90%
医疗健康	5.56%~9.30%	3.83%~10.59%	4.30%~10.21%
公用事业	4.79%~8.53%	4.35%~9.60%	3.80%~7.16%
其他	4.64%~7.44%	5.46%~10.94%	4.35%~10.94%
整体区间	3.21%~9.30%	3.83%~10.94%	3.80%~10.94%

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(3) 保理业务

华润租赁保理业务以集团内产融协同业务为主，以医疗健康行业为主，业务期限较短，保理子公司正处于逐步完善系统及组织架构阶段，未来保理业务将由子公司独立运营。

华润租赁保理业务原由本部开展，2019年12月24日成立了子公司润鑫保理，之后保理业务逐步向子公司转移，预计2021年末润鑫保理将完成独立中后台架构和系统的搭建，并实现独立运营。2018—2020年，保理业务当期投放数量逐年增加，投放金额和期末资产余额均波动增长，特别是2020年规模增长较快。

华润租赁保理业务期限主要集中在1年以内，截至2020年末1年以内期限的保理资产余额

占比93.47%，账龄结构较上年末进一步缩短。

华润租赁保理业务以集团内产融协同为主，目前只有医疗健康和建筑施工行业，其中医疗健康行业主要是借助华润医药板块布局和合作医院的资源渠道，在医院有新建扩建需求时介入，通过租赁和保理等方式提供综合融资服务，医疗健康行业的应收账款付款方主要是医院；2019年以来，华润租赁通过与华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）协同逐渐拓展了建筑施工领域保理业务，建筑施工行业的应收账款付款方均为华润置地及其相关企业。华润租赁没有按照应收保理款追索权分类的统计数据。

表 7 华润租赁保理业务发展情况和资产余额行业分布（单位：个、亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
当期投放合同数量	60	--	74	--	158	--
当期投放金额	11.11	--	9.43	--	23.23	--
期末保理资产余额	11.24	100.00	10.22	100.00	23.83	100.00
其中：医疗健康	11.24	100.00	10.00	97.84	16.93	71.05
建筑施工	0.00	0.00	0.22	2.16	6.90	28.95

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(4) 节能服务业务

华润租赁节能服务业务正处于由服务集团内部转向服务市场化客户的转型阶段，整体收入贡献较小。

华润租赁节能服务业务主要由华润能服及其子公司经营，主要从事能源合同管理、节能服务、节能设备的销售、节能工程承包以及节能咨询服务。华润能服是国家发改委备案的节能服务公司，是中国节能协会节能服务产业委员会（EMCA）成员之一。

目前，华润租赁节能服务业务正处于由服务集团内部转向服务市场化客户的转型阶段。华润能服成立之初，主要响应国家政策，利用内部协同机会，围绕集团体系内的电力、水泥等板块，针对高能耗、高污染企业开展节能改造服务，包括电厂的脱硫脱硝改造、水泥厂的旧电机置

换节能等。而随着国家政策的逐步调整以及内部业务的基本完成，华润能服进行了重新定位和战略转型，目前主要利用光伏能源团队的专业力量，基于国家对中小型屋顶分布式光伏发电的持续鼓励政策，以及华润集团下属数千家附属公司在全国范围内大量尚未充分利用的屋顶资源，投资建设屋顶分布式光伏项目。

截至2020年末，华润租赁已完成三个项目（金华、北京和苏州）的建设，达到正常经营且回款正常。2018—2020年，华润租赁节能服务业务收入逐年降低，分别为3475.14万元、2069.07万元和1200.77万元，年均复合下降41.22%，对营业收入的贡献较小。

(5) 未来发展

华润租赁的发展规划较为明确且符合自身定位及股东的产业布局，但仍需关注国内宏观

环境和能源行业变化可能带来的资产质量管控压力。

华润租赁制定了“十四五”战略规划，将围绕“成为可信赖的专业型、创新型、精品型产业金融服务商”愿景，“争取实现规模、利润、人均利润三个指标翻一番，不良率控制在1%以内”的经营目标和“服务集团主业，体现产融价值，为股东创造长期稳定价值回报”的价值目标。

业务发展方面，华润租赁将打造产业策略和区域策略双重驱动的两大发展动能，其中产业策略（1+2+X）以绿色能源为基石产业，以医疗健康和民生公用为战略产业，围绕集团核心产业边界积极拓展节能环保、交通物流和先进制造等新领域，发挥产融协同优势，在持续深耕基石产业及战略产业的基础上，通过积极布局创新产业形成新的增长动力，同时管控好集中度风险。区域策略为深耕粤港澳大湾区、长江三角洲、环京区域及成渝几大区域，在重点区域寻找产业基础，层层推进。为实现上述目标，华润租赁将重点建设六项核心能力：风险管理能力、资金管理能力、组织推动能力、科技支撑能力、产融协同能力和创新孵化能力。

3. 风险管理分析

（1）风险管理体系

华润租赁建立了较为健全的风险管理体系，能够满足当前业务发展的需要。

风险管理架构方面，华润租赁设立了风险管理委员会，并在风险管理委员会下设立了项目评审委员会，实行“董事会—经营管理层—风险管理委员会或其授权部门—其他部门”的四级风险管理组织体系。董事会是华润租赁最高权力部门，对华润租赁战略风险和经营风险进行整体把控。风险管理委员会主要负责确定华润租赁风险管理策略、风险偏好，设立风险限额，建立健全公司全面风险管理体系，授信业务违规问责等。风险管理与审计部是风险管理委员会的常设部门，主要负责风险管理体系的建设、行业授信指引的编写、风险管理组织架构及风险文化建设、内控制度体系建设、审计等工作。

其他风险板块的部门中，信用审查部主要负责项目的信用审查、合规性审查及项目报价审查工作，并组织项目评审会，落实项目审批方案等；法律合规部主要负责交易结构与合同的设计、参与项目评审及其他法律支持工作等；信用审查部下设的运营部主要负责放款前风险管理；资产管理部主要负责放款后管理，包括资产日常回收、资产风险分类、风险预警、租后管理与资产保全等。

制度建设方面，华润租赁制定了风险管理相关工作制度和授信政策指引，对华润租赁资产、业务、管理、运营等层面的风险识别、风险评估、风险应对、风险监测和预警工作进行规范化管理，保障华润租赁在符合整体战略的方向上进行项目投资和经营。在考虑业务投放主体的信用风险、行业风险、政策风险的基础上，同时注重项目建设风险、完工风险、达产风险及运营风险等因素。

同时，华润租赁大力投入信息系统建设以解决手工问题、越权问题等经营管理中存在的问题，开发了包括风险系统、内部评级系统、央行征信接入系统等相应的风险工具，信息化手段有助于提高风险管理工作效率和效果。

（2）主要风险的管理情况

华润租赁融资租赁业务涉及的主要风险是信用风险和流动性风险。

信用风险管理

华润租赁面临的信用风险主要是指租赁和保理业务客户不能履行义务，造成公司财务损失的风险。

华润租赁制定了较为健全的信用风险管理机制，与业务风险特点相适应，能够满足业务开展需要。

授信管理方面，华润租赁《租赁业务授信管理办法》明确规定了华润租赁的风险偏好、产品政策、行业政策、客户政策、区域政策、租赁物要求等，华润租赁遵循适中风险偏好，针对主要业务领域均制定了分行业的授信指引和集团客户授信指引，以及《授信业务问责管理办法》等，

以加强客户授信风险管理。华润租赁制定了《客户信用等级评定管理办法》，通过内部评级管理客户信用风险，信用评级结果是客户准入、限额设定、风险定价、授信审批、风险预警与监控等信用风险管理流程的重要决策依据。同时，华润租赁于2020年12月接入了人民银行征信系统，可在授权范围内查询和合规使用客户的征信信息，有助于风险客户的筛查。华润租赁在授信中执行第一还款来源优先原则，注重项目本身的质量和现金流情况，同时，根据客户信用水平和风控需要，华润租赁可采用第三方连带责任保证、抵质押、账户监管、让与担保、差额补足等适当的风险缓释措施。其中，针对能源类项目，华润租赁除租赁物外，一般均要求项目公司的股权、收费权质押给华润租赁，且华润租赁对电费结算账户进行全面监管，根据项目现金流测算需保证发电收入对华润租赁租金覆盖率不低于100%，对于资质较差的再视情况追加其他风险缓释措施。医疗健康类项目中，医疗机构客户一般无额外增信措施，医药工业企业客户的主要担保方式为上市公司股票质押、其他资产抵质押、实际控制人或有实力的第三方企业保证担保。公用事业类项目主要考虑特许经营权质押、收费账户监管等模式，也可要求上市公司股票质押、其他资产抵质押、实际控制人或有实力的第三方企业保证担保等措施。

项目审查方面，信用审查部围绕尽调报告进行独立审查，审查人员不作为尽调成员参与尽调过程，但对于金额较大或交易结构复杂的项目，可根据实际情况在审查过程中进行现场复核。华润租赁项目评审委员会在审批权限范围内，负责对经营性资产项目（包括但不限于经营租赁、融资租赁等）准入进行审批。项目评审委员会的主任委员由华润租赁分管风险工作的管理层成员担任，评审委员由风控板块各部门及财务资金部、战略创新部等部门人员组成。项目评审会由5名委员参与投票，评审结果包括通过、附条件通过、再议、否决，每个项目的“通过”和“附条件通过”票数大于等于三票，视为审议通过；“通过”和“附条件通过”票数少于

三票，但加上“再议”票数，大于等于三票的，视为再议；其余情况视为否决。

资产管理方面，资产管理部负责管理和监督整体授信后检查工作，业务部门配合完成；授信后检查根据业务板块、项目风险状况及重要性的不同情况实行差异化管理，现场检查频次一般有每半年一次、每年一次，部分低风险业务也有每两年一次。华润租赁对债权类生息资产实行风险五级分类，资产管理部至少每季度末进行一次排查和重新评估。针对能源类项目，华润租赁与华润电力达成战略合作，依托华润电力的系统和技术支持，初步开发了华润租赁自己的电力监控系统，可以实现对电站运营情况的实时监控与预警；对于建设期的能源类项目，华润租赁还借助华润电力的技术支持，由华润电力派出至少2人进驻项目现场，把控项目建设情况，达到华润租赁放款条件后，华润租赁才根据华润电力的指令放款，直至建设期完成达到并网发电状态，华润电力派驻人员才会离场。

因华润租赁保理业务规模不大，且结构较为单一，以下重点分析租赁业务的信用风险特征分布。

华润租赁租赁资产行业集中在能源领域，业务发展易受到能源行业变化和政策的影响；同时，租赁资产区域分布趋于均衡，但客户集中度仍然较高，租赁业务整体存在一定程度的集中风险。

从行业集中度来看，华润租赁2016年以来重点发展能源环保领域，因此近年租赁资产集中在能源环保行业，并以光伏发电和风力发电为主，2018—2020年光伏发电和风力发电的资产余额合计占能源环保类业务的比重均超过85%，火力发电及其他占比有所增加。医疗健康类占比整体不大，主要系医疗类项目单笔金额较小所致，华润租赁医疗健康类客户以公立医院为主，华润租赁对医疗机构的营业收入有要求，且授信额度根据内部评级结果、结合客户上年度总收入核定，最高不超过医疗机构上年度总收入的50%，因此华润租赁医疗类项目单户租赁规模较小，华润租赁整体医疗板块的规模

增长也较为有限。公用事业类租赁资产占比呈增长趋势，公用事业类以市政设施和水务类为主。其他行业的投放规模相对较小，相应的租赁

资产占比较小，2018年以来均在10%上下波动，其中采矿业、制造业和交通物流业占比较多。

表8 华润租赁租赁业务细分行业分布情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比
能源环保类	70.17	64.23	105.58	65.33	103.38	60.34
其中：光伏发电	49.33	45.16	58.12	35.96	45.98	26.84
风力发电	13.91	12.73	37.94	23.47	43.27	25.26
火力发电	6.05	5.54	6.72	4.16	8.00	4.67
其他	0.88	0.81	2.81	1.74	6.12	3.57
医疗健康类	6.93	6.34	10.80	6.68	12.11	7.07
其中：公立医院租赁	5.99	5.49	8.33	5.16	11.47	6.70
民营医院租赁	0.40	0.37	0.07	0.05	0.04	0.02
其他	0.53	0.48	2.39	1.48	0.59	0.35
公用事业类	17.50	16.02	25.00	15.47	40.38	23.57
其中：市政设施管理	17.50	16.02	7.49	4.63	11.63	6.79
水务	0.00	0.00	6.17	3.82	13.44	7.85
其他	0.00	0.00	11.34	7.02	15.31	8.93
其他类	14.65	13.41	20.23	12.52	15.47	9.03
其中：采矿业	0.00	0.00	2.41	1.49	5.92	3.45
制造业	4.49	4.11	8.89	5.50	5.29	3.09
交通物流	6.00	5.49	4.01	2.48	3.92	2.29
建筑施工	1.00	0.92	0.00	0.00	0.30	0.18
其他	3.16	2.89	4.91	3.04	0.05	0.03
合计	109.24	100.00	161.61	100.00	171.34	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

从区域分布来看，华润租赁整体上根据华润集团战略布局和华润租赁战略规划来选择展业区域，重点展业区域包括华润租赁已有营业机构可辐射的粤港澳大湾区、长三角城市群、环京城市群、成渝城市群等，此外还设置了积极拓展区域、谨慎介入区域和禁入区域。2018—2020年末，华润租赁租赁业务整体集中在华东地区，东北地区业务很少，近年展业区域有所扩展，区域分布也趋于均衡，资产相对集中的华东地区的区域经济较为发达，华润租赁整体区域集中度风险可控。分板块来看，能源类项目主要依据地区的资源禀赋而定，同时华润租赁对弃风率、弃光率、发电利用小时等有要求，2018—2020年末，能源环保类项目主要集中在华北、华东和

中区域，三地区租赁资产余额合计占比呈逐年下降趋势，2020年末三地区合计占能源环保类的比重是63.91%。医疗健康类项目主要依托于股东华润医药商业所引荐的医院，2018—2020年末也主要集中在华北、华东和华中区域，且三地区合计占医疗健康类的比重稳定在85%以上。公用事业领域，华润租赁按照城市常住人口数量、GDP、一般公共预算收入等划分了四类区域，并制定了差异化的区域准入政策，2018—2020年末公用事业类项目主要集中在华东地区，三年占比均超过50%，2019年以来也逐步拓展了西南和西北区域。其他类项目数量不多，分布变化较大，2020年末主要集中在华南和西南区域。

表9 华润租赁租赁业务区域分布情况（单位：亿元、%）

类别	项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
		资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比
按区域分布	东北	3.37	3.08	3.62	2.24	3.36	1.96
	华北	18.15	16.61	25.28	15.65	30.20	17.63
	华东	33.40	30.57	58.56	36.24	50.61	29.54
	华南	16.07	14.71	13.13	8.12	17.76	10.36
	华中	24.24	22.19	29.73	18.39	25.76	15.03
	西北	2.93	2.68	14.72	9.11	22.40	13.07
	西南	11.09	10.15	16.57	10.25	21.25	12.40
按业务板块细分	能源环保类	70.17	64.23	105.58	65.33	103.38	60.34
	其中：华北	15.85	14.51	20.32	12.57	24.29	14.18
	华东	18.35	16.79	32.40	20.05	24.38	14.23
	华中	19.08	17.47	18.43	11.40	17.41	10.16
	西北	2.91	2.67	14.72	9.11	16.25	9.48
	西南	6.38	5.84	11.81	7.31	11.07	6.46
	其他地区	7.60	6.95	7.91	4.90	9.98	5.83
	医疗健康类	6.93	6.34	10.80	6.68	12.11	7.07
	公用事业类	17.50	16.02	25.00	15.47	40.38	23.57
	其中：华东	9.90	9.06	16.36	10.12	22.19	12.95
	其他地区	7.61	6.96	8.64	5.34	18.19	10.62
	其他类	14.65	13.41	20.23	12.52	15.47	9.03
	租赁资产余额	109.24	100.00	161.61	100.00	171.34	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

从客户集中度来看，华润租赁单一最大客户租赁资产余额规模较大，近年都在6.00亿元及以上，主要系能源环保类项目单笔规模较大所致；但随着华润租赁资本实力的不断增强，单一最大客户租赁资产余额占净资产的比例近年来逐年下降，截至2020年末占比18.06%，符合《融资租赁公司监督管理暂行办法》的监管标准。华

润租赁前五大客户占净资产比例也逐年下降，截至2020年末华润租赁前五大客户剩余本金合计20.81亿元，占比62.63%，仍处于较高水平，应关注相关信用风险。截至2020年末，华润租赁前五大客户均不是关联方企业，前四大客户均为能源环保类企业。

表10 华润租赁租赁业务客户集中度情况（单位：亿元、%）

项目		2018 年末	2019 年末	2020 年末
单一最大客户	融资租赁资产余额	6.69	6.02	6.00
	占净资产比例	29.10	19.82	18.06
前五大客户	融资租赁资产余额	25.53	25.91	20.81
	占净资产比例	111.03	85.34	62.63

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

表 11 2020 年末华润租赁租赁业务前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	客户	所属板块	剩余本金	占净资产比例	是否关联方
1	东明 XX 公司	能源环保	6.00	18.06	否
2	锡林浩特 XX 公司	能源环保	4.79	14.42	否
3	贵州 XX 公司	能源环保	3.52	10.58	否
4	交城 XX 公司	能源环保	3.40	10.23	否
5	内蒙古 XX 公司	公共事业	3.10	9.33	否
合计			20.81	62.63	--

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

近年来，华润租赁整体资产质量保持较好水平，不良率和逾期率较低；但华润租赁租赁资产质量在疫情经济下行时期也受到了一定的负面影响，不良率稍有提升，需持续关注资产质量变化情况，及继续计提减值对华润租赁盈利的不良影响。

华润租赁参考银保监会《非银行金融机构资产风险分类指导原则》（试行）、《贷款风险分类指引》等有关要求，制定了《风险分类管理办法》，按照风险程度采取五级分类、十档细分，即正常（正常1、正常2、正常3）、关注（关注1、关注2、关注3）、次级（次级1、次级2）、可疑和损失五类，后三类合称为不良资产。华润租赁资产风险分类以资产的内在风险为主要依据，主要分析客户的还款能力、还款意愿，并相应参考信用评级、重大突发事件影响、逾期情况等分析结果。

从全部生息资产质量来看，华润租赁正常类资产占比较高，2018—2020年末占比均在95%以上，截至2020年末，正常类资产占比97.26%，无可疑类资产和损失类资产。截至2020年末，不良资产余额0.76亿元，同比增长336.03%，不良率0.38%，较上年末有所升高，但仍处于较低水

平；其中租赁业务分能源环保、医疗健康、公用事业三大主要业务板块，不良率分别为0.74%、0.00%和0.00%。从不良资产的核销来看，2018—2019年华润租赁未进行核销，2020年核销金额0.05亿元。2018—2020年末，华润租赁逾期资产金额小幅增加，截至2020年末，逾期资产占生息资产总额的0.51%。华润租赁拨备率持续上升，拨备覆盖率处于充足水平，华润租赁资产质量较好。

华润租赁生息资产中的不良和关注类资产均为融资租赁业务。就融资租赁业务的资产质量来看，2018—2020年末，融资租赁业务的不良率分别为0.13%、0.11%和0.45%，也处于较低水平。

截至2020年末，华润租赁共有1笔不良资产，客户为能源环保类民营公司，金额0.76亿元，项目附有自然人和法人担保作为风险缓释措施。截至2020年末，华润租赁共有5笔关注类资产，其中4笔为能源环保类民营公司，金额合计4.58亿元，均有第三方法人担保作为风险缓释措施，且其中3笔的担保方相同；其余1笔关注类为医疗健康类项目，客户为一家医院，金额0.08亿元，该项目无风险缓释措施。

表 12 华润租赁生息资产的资产质量情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	108.30	99.14	170.14	96.43	192.87	97.26
关注类	0.80	0.73	6.12	3.47	4.66	2.35
次级类	0.09	0.08	0.00	0.00	0.76	0.38
可疑类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
损失类	0.05	0.05	0.17	0.10	0.00	0.00
生息资产合计	109.24	100.00	176.44	100.00	198.29	100.00

不良资产	0.14	0.13	0.17	0.10	0.76	0.38
逾期资产	0.94	0.86	0.94	0.54	1.01	0.51
拨备余额	1.11	1.02	2.32	1.31	4.49	2.26
拨备覆盖率	--	796.38	--	1324.82	--	587.85

注：生息资产包括融资租赁、保理、转租赁、直接的借款等；不良资产占比即为生息资产的不良率，逾期资产占比即为生息资产的逾期率，拨备余额占比即为生息资产的拨备率

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

流动性风险管理

流动性风险是指负债到期时没有足够资金偿付负债的风险，是因资产和负债的金额和到期日不匹配而产生。融资租赁企业在资金来源中通常会搭配一定比例的短期融资，而租赁资产通常期限较长，因而会面临一定的资产负债期限错配。

华润租赁租赁资产期限以中长期为主，与相对偏短的债务期限存在一定程度的期限错

配；华润租赁自身具有较强的融资能力，融资渠道较为多样，同时能够得到股东的资金支持，整体流动性风险可控。

从资产的期限来看，因能源类项目普遍合同期限较长（2020年末，能源类项目按租赁金额计的合同期限主要分布在8~12年，按租赁金额加权的合同期限约为8.85年），华润租赁租赁资产合同期限整体以3年及以上期限为主；但因华润租赁能源类项目的早偿情况较多，能源类项目实际结清期限主要在3年左右。

表 13 华润租赁存量融资租赁项目合同期限结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比
1 年及以下	9.36	8.57	1.57	0.97	5.05	2.95
1~2 年	3.49	3.19	10.57	6.54	10.03	5.85
2~3 年	9.33	8.54	17.22	10.66	27.87	16.26
3 年及以上	87.06	79.70	132.24	81.83	128.39	74.93
合计	109.24	100.00	161.61	100.00	171.34	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

从债务的期限来看，华润租赁债务融资中长短债务占比相当，2020 年末短期债务占比 52.22%，债务期限相对偏短，与中长期为主的租赁资产结构存在一定程度的期限错配；但短期债务中存在部分集团内部借款，该等借款的偿还刚性弱于外部借款，一定程度上可缓解短期偿还压力。

华润租赁债务融资方式较为多样，除传统的银行借款渠道外还可以通过资产证券化产品、同业借款及银票等方式进行融资；另外股东和关联方也可以给予一定的资金支持。从融资渠道构成来看，华润租赁未过度依赖银行借款，

2018—2020 年银行借款占比在 40%上下。其他主要融资渠道关联方借款、银票和资本市场的债券及资产证券化等。除已发生外部融资外，华润租赁还能够获得股东单位的流动性支持（剩余额度合计约 36.00 亿元），对华润租赁的资金来源形成了较好补充。

融资成本方面，华润租赁 2019 年以来发行的信用债产品的票面利率区间为 2.99%~4.50%；2018 年以来发行的资产证券化产品优先级的利率区间为 3.19%~6.50%（特别是 2020 年以来发行的利率区间为 3.19%~3.90%，大幅下降），在同业中处于较低水平。

表 14 华润租赁融资渠道情况 (单位: 亿元、%)

科目	2018 年		2019 年		2020 年	
	当期发生额	占比	当期发生额	占比	当期发生额	占比
银行借款	46.53	37.48	92.61	41.43	68.24	38.53
关联方借款	50.15	40.40	87.95	39.35	64.49	36.41
资产证券化	9.60	7.73	0.00	0.00	19.84	11.20
信用债	0.00	0.00	8.00	3.58	13.00	7.34
同业借款	4.92	3.96	11.20	5.01	0.00	0.00
其他(银票)	12.94	10.42	23.76	10.63	11.53	6.51
合计	124.14	100.00	223.52	100.00	177.10	100.00

资料来源: 华润租赁提供, 联合资信整理

截至2020年末, 华润租赁流动性缺口主要为正缺口, 仅未来3~6个月期间存在少量负缺口, 同时华润租赁融资渠道较为畅通, 整体流动性风险可控。

表 15 截至 2020 年末华润租赁流动性情况 (单位: 亿元、%)

项目	现金流入		现金流出		流动性缺口
	金额	占比	金额	占比	
即期一个月内	15.84	13.87	2.00	2.52	13.84
1~3 个月	26.66	23.35	12.31	15.51	14.35
3~6 个月	29.85	26.14	34.46	43.43	-4.61
6~9 个月	20.60	18.04	11.07	13.95	9.53
9~12 个月	21.25	18.61	19.51	24.59	1.74
合计	114.20	100.00	79.35	100.00	34.85

注: 现金流出不含预期投放, 现金流入包含发债融资计划 (60.00 亿元) 和业务回款

资料来源: 华润租赁提供, 联合资信整理

4. 财务分析

(1) 财务概况

华润租赁提供了2018—2020年的合并口径财务报告, 其中2018—2019年财务报告由安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 2020年财务报告由大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 三年财务报告均被出具了标准无保留的审计意见。

华润租赁按照财政部《企业会计准则》等相关规定编制财务报表。评估期内, 华润租赁不存在会计估计变更的情形。2017年, 财政部修订了收入和金融工具相关的会计准则, 华润租赁自2018年1月1日开始执行。本报告财务分析中, 2018年财务数据取自2019年审计报告的

上年比较数据, 2019年财务数据采用2020年审计报告中的上年比较数据, 前述会计政策变更对华润租赁财务数据无影响。

合并范围变动方面, 2018年华润租赁纳入合并范围的一级子公司1家(即华润能服)、结构化主体1个; 2019年华润租赁合并范围新增一级子公司1家(即润鑫保理); 2020年华润租赁合并范围无变化。截至2020年末, 华润租赁纳入合并范围的一级子公司共2家、结构化主体1个。

整体而言, 华润租赁财务数据可比性较强。

截至2020年末, 华润租赁资产总额210.51亿元, 其中应收融资租赁款净额160.86亿元, 所有者权益33.22亿元(无少数股东权益); 2020年, 华润租赁实现营业收入14.09亿元, 利润总额3.86亿元。

(2) 资产构成及流动性

华润租赁资产规模呈增长趋势, 资产构成变化不大, 以期限较长的应收融资租赁款为主, 受限资产占比较大, 整体资产流动性偏弱, 符合融资租赁企业的行业特征, 但资产质量较好。

随着华润租赁业务的发展, 2018—2020年末, 华润租赁资产总额逐年增长, 年均复合增长24.71%。截至2020年末, 华润租赁资产总额210.51亿元, 构成以长期应收款(含一年内到期的部分)为主, 占比76.42%。华润租赁资产以非流动资产为主, 2018—2020年末非流动资产占比均超过60%。

表 16 华润租赁资产主要构成 (单位: 亿元、%)

类别	项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
按科目构成	货币资金	6.09	4.50	23.60	11.70	13.70	6.51
	应收保理款	11.14	8.23	10.12	5.02	23.48	11.15
	长期应收款 (含一年内到期的部分)	106.75	78.86	152.34	75.55	160.86	76.42
	其中: 一年以内到期的长期应收款	22.05	16.29	27.40	13.59	35.78	17.00
	其他	11.38	8.41	15.59	7.73	12.47	5.92
按流动性	流动资产	48.06	35.51	73.92	36.66	82.03	38.97
	非流动资产	87.30	64.49	127.73	63.34	128.47	61.03
资产总额		135.36	100.00	201.65	100.00	210.51	100.00

资料来源: 华润租赁财务报告、联合资信整理

2018—2020年末, 华润租赁货币资金波动上升, 年均复合增长50.00%。华润租赁货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成, 较为充沛。2019年末货币资金较上年末增加17.51亿元, 增幅287.53%, 主要系年末新增贷款以储备次年项目投放资金所致。2020年末货币资金13.70亿元, 较上年末减少9.90亿元, 降幅41.94%, 主要系基于华润集团资金集中管理要求加强账面现金持有量管理、合理减少留存账面现金余额所致, 其中受限的货币资金2.15亿元, 均为银行承兑汇票保证金, 受限资金占货币资金总额的15.67%。

2018—2020年末, 华润租赁应收保理款波动增加, 年均复合增长45.16%。2019年末, 华润租赁应收保理款较上年末减少1.02亿元, 降幅9.14%, 主要系应收华润医药商业及其附属公司部分保理款收回所致。2020年末, 华润租赁应收保理款同比增加13.35亿元, 增幅131.91%, 主要系保理业务规模增加所致。2020年末, 华润租赁应收保理款已计提的坏账准备0.24亿元, 总计提

比例1.00%, 华润租赁保理业务以关联方业务为主, 整体资产质量较好, 尚未产生关注和不良类业务, 华润租赁保理资产的坏账准备计提比例符合2019年10月中国银保监会《关于加强商业保理企业监督管理的通知》的要求 (不低于1%)。

华润租赁长期应收款全部为应收融资租赁款。2018—2020年末, 华润租赁长期应收款 (含一年内到期的部分) 呈持续增长态势, 年均复合增长22.76%, 系华润租赁融资租赁业务规模扩大所致。截至2020年末, 华润租赁长期应收款 (含一年内到期的部分) 160.86亿元, 较上年末增长5.59%, 已计提的坏账准备余额4.25亿元, 总计提比例2.57%; 长期应收款到期期限以一年期以上的为主。

截至2020年末, 华润租赁受限资产规模较大, 账面价值为60.37亿元, 占资产总额的28.68%; 受限资产中, 货币资金2.15亿元, 其余58.23亿元均为因融资质押和资产证券化而受限的应收租赁债权。

(3) 资本结构

所有者权益

华润租赁主要通过增资和利润留存进行资本补充, 近年所有者权益规模持续增长, 权益稳定性较好。

2018—2020 年末, 华润租赁主要通过增资和利润留存补充资本, 华润租赁期末所有者权益总额持续较快增长, 年均复合增长率 20.20%。截至 2019 年末华润租赁所有者权益较年初增加

7.37 亿元, 增幅 32.05%, 主要系股东增资所致。截至 2020 年末, 华润租赁所有者权益为 33.22 亿元, 较年初增长 9.42%, 主要系利润留存所致。华润租赁所有者权益以实收资本为主, 2020 年末实收资本占比 73.37%, 未分配利润占比 16.99%, 所有者权益稳定性较好。

从利润分配来看，2018—2020 年华润租赁未向股东进行现金分红，利润留存对资本补充的效果较好。

负债

华润租赁负债总额随着业务需求增长呈增长趋势，债务规模有所增加，2019 年以来华润租赁短期债务占比显著下降，债务结构有所优化，但整体财务杠杆水平偏高。

2018—2020 年末，华润租赁负债总额逐年增长，年均复合增长 25.61%，主要系华润租赁

业务持续扩张，融资需求随之增加所致，其中 2019 年末较年初增长 52.44%，2020 年末较年初增长 3.50%。华润租赁根据业务需要和融资成本及时调节负债资金来源，截至 2020 年末，华润租赁负债构成以其他应付款、长期借款、短期借款及应付债券等为主；负债中，流动负债总额 101.07 亿元，占比 57.01%。华润租赁流动负债占比近年大幅下降，但负债仍以流动负债为主，相较于以非流动资产为主的资产构成，华润租赁资产负债存在一定程度的期限错配。

表 17 华润租赁负债构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债：	88.54	78.79	102.08	59.59	101.07	57.01
其中：短期借款	37.90	33.73	15.76	9.20	22.24	12.55
应付票据	5.68	5.06	14.77	8.62	9.19	5.18
其他应付款	31.12	27.70	62.68	36.59	47.12	26.58
一年内到期的非流动负债	5.10	4.54	6.41	3.74	18.87	10.64
其他流动负债	6.68	5.94	0.35	0.21	0.40	0.23
其他	2.06	1.83	2.12	1.24	3.25	1.83
非流动负债：	23.83	21.21	69.22	40.41	76.22	42.99
其中：长期借款	14.58	12.98	46.61	27.21	39.48	22.27
应付债券	4.51	4.02	10.42	6.09	29.91	16.87
长期应付款	4.73	4.21	12.18	7.11	6.82	3.85
负债总额	112.37	100.00	171.29	100.00	177.29	100.00

资料来源：华润租赁财务报告、联合资信整理

2018—2020 年末，华润租赁短期借款波动下降，年均复合降低 23.39%，系华润租赁调整债务结构，减少短期债务、增加中长期债务比例导致。2020 年末短期借款中，保证借款、信用借款及质押借款分别占比 66.09%、30.32%、3.60%。

2018—2020 年末，华润租赁应付票据波动增长，年均复合增加 27.13%。截至 2020 年末，应付票据较上年末减少 5.58 亿元，降幅 37.78%，主要系兑付部分银行承兑汇票所致。

2018—2020 年末，华润租赁其他应付款波动增加，年均复合增长 23.04%，主要系关联方借款增加所致。截至 2020 年末，其他应付款较上年末减少 15.56 亿元，降幅 24.83%，主要系偿还部分关联方借款所致；华润租赁其他应付款主

要为关联方借款（占比 89.52%）与租赁项目保证金（占比 9.98%）。

2018—2020 年末，华润租赁一年内到期的非流动负债大幅增加，年均复合增长 92.37%。截至 2020 年末，一年内到期的非流动负债较上年末增加 12.46 亿元，增幅 194.46%，主要系长长期限负债随着到期时间临近转入一年内到期非流动负债的金额增加所致；截至 2020 年末，一年内到期的长期借款 12.61 亿元，一年内到期的应付债券 0.60 亿元，一年内到期的长期应付款 5.66 亿元。

2018—2020 年末，华润租赁其他流动负债均为待转增值税销项税额，其金额 2019 年以来下降很快，主要系 2019 年开始将起租项目未实

现销项税税金从其他流动负债调整至未实现融资收益所致。

2018—2020 年末，华润租赁长期借款波动增加，年均复合增长 64.55%，其中 2020 年末较上年末下降 15.30%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2020 年末，华润租赁长期借款 39.48 亿元，其中保证借款、信用借款及质押借款分别占比 41.05%、30.32%、28.63%。

2018—2020 年末，随着华润租赁逐步增加资本市场债务融资，华润租赁应付债券明显增长，年均复合增长 157.42%。截至 2020 年末，华润租赁应付债券 29.91 亿元，其中中期票据 7.99 亿元、公司债券 8.00 亿元、资产支持票据 8.93 亿元、定向债务融资工具 5.00 亿元。

2018—2020 年末，华润租赁长期应付款均为华润租赁通过融资租赁方式融资产生的应付融资租赁款。

表 18 华润租赁债务及杠杆水平（单位：亿元、%、倍）

指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期债务	69.21	80.39	83.29
长期债务	23.83	69.22	76.22
全部债务	93.04	149.60	159.51
短期债务占比	74.39	53.73	52.22
资产负债率	83.01	84.94	84.22
全部债务资本化比率	80.18	83.13	82.76
杠杆倍数	5.62	5.86	5.91

资料来源：华润租赁财务报告、华润租赁提供，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020 年末，随着融资租赁业务规模的逐步增长，华润租赁全部债务持续增加，年均复合增长 30.94%，主要系长期债务增加所致，其中长期债务年均复合增长 78.84%。2018—2020 年末，全部债务期限结构由以短期为主逐渐调整为长短期占比相当的结构，债务结构有所优化，但相对于华润租赁偏长期的资产结构，债务结构还有待进一步优化。截至 2020 年末，华润租赁全部债务中将于 1 年内偿还的金额 79.35 亿元，占比 49.75%，集中偿付金额较大，但华润租赁 1 年内流动性缺口为正值（未考虑业务投放、但测算纳入了 60 亿元融资计划的前提下），且租赁资产投放一般以中长期

为主，在做好资产负债管理和资产质量保持较好水平的情况下，集中偿付压力不大。从有息债务担保结构来看，2020 年末华润租赁全部债务中，信用类占比 49.88%、保证类占比 25.46%、质押类占比 24.66%。

表 19 2020 年末华润租赁债务期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	金额	占比
6 个月以内	46.21	28.97
6 个月至 1 年	33.14	20.78
1~3 年	65.03	40.77
3~5 年	15.13	9.49
合计	159.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

从杠杆水平来看，2018—2020 年末，财务杠杆水平平稳中有升，资产负债率指标接近 85%，符合融资租赁行业资本密集的特点，但已处于偏高水平；杠杆倍数符合《融资租赁公司监督管理暂行办法》规定（不超过 8 倍），但随着华润租赁业务规模的进一步扩大，资本金将对资产规模继续增加产生限制，考虑到华润租赁还有部分注册资本尚未实缴到位，未来实缴后将在一定程度上缓释杠杆压力。

（4）盈利能力

2018—2020 年，华润租赁营业收入和利润总额逐年增长，盈利能力指标呈改善趋势，整体盈利能力较好。

2018—2020 年，华润租赁营业收入大幅增长，年均复合增长率 47.90%，其中 2019 年同比增长 84.58%，2020 年同比增长 18.51%，主要系华润租赁融资租赁业务持续扩张所致。

华润租赁营业成本主要为融资租赁业务相关的利息支出，2018—2020 年，华润租赁营业成本持续增加，年均复合增长 38.43%。2020 年营业成本中，利息支出占比 98.71%，其余主要是节能服务业务的少量成本。

2018—2020 年，华润租赁期间费用年均复合下降 29.42%，主要系汇兑收益变动导致财务费用波动所致。华润租赁期间费用以管理费用为主，2020 年管理费用 1.20 亿元，管理费用主

要是员工成本和租赁费支出。因华润租赁利息支出计入营业成本，财务费用主要是利息收入和汇兑损益等，2020年财务费用-0.86亿元。

2018—2020年，华润租赁确认的信用减值损失增长较多，年均复合增长84.64%，主要系租赁资产余额整体增长和不良租赁资产增加导致计提的减值准备增加所致，对利润造成一定程度的侵蚀。

受以上情况影响，2018—2020年，华润租赁营业利润和利润总额持续增长，年均复合增长率分别为43.54%和43.62%，其中2020年同比分别增长22.13%和22.90%。

表 20 华润租赁盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	6.44	11.89	14.09
营业成本	3.56	6.63	6.82
期间费用	0.69	1.22	0.34
信用减值损失	0.65	1.20	2.22
营业利润	1.87	3.16	3.86
利润总额	1.87	3.14	3.86
总资产收益率	1.31	1.40	1.39
净资产收益率	8.05	8.85	9.00
净利息差	2.54	2.40	3.60

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

盈利指标方面，2018—2020年，华润租赁总资产收益率和净资产收益率总体呈小幅增长趋势，净利息差波动升高，其中2020年净利息差提升幅度较大，主要系整体融资成本下降所致。华润租赁近年来各业务板块持续发展，盈利能力也呈改善态势，整体盈利能力较好。

与同行业其他央企旗下的租赁公司比较，华润租赁盈利指标略优于样本企业，资产负债率与样本企业基本相当。

表 21 2020 年同行业公司财务指标对比

公司名称	净资产收益率 (%)	总资产收益率 (%)	资产负债率 (%)
中建投租赁股份有限公司	7.12	0.96	85.38
中航国际租赁有限公司	8.56	1.28	84.24
中远海运租赁有限公司	7.02	1.01	85.29
中交融资租赁有限公司	5.71	1.19	79.00
上述样本企业平均值	7.10	1.11	83.48
华润租赁	9.00	1.39	84.22

资料来源：华润租赁财务报告、Wind，联合资信整理

（5）现金流

华润租赁经营活动现金流随着租赁业务投放和回收进度表现为净流出状态；投资活动现金流规模不大，但呈波动状态；筹资活动现金流量净额因归还集团内部借款由正转负。2018年以来华润租赁期末现金及等价物规模波动增加，现金头寸较为充足。

表 22 华润租赁现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额	-45.02	-36.71	-6.44
投资活动现金流量净额	1.60	-2.48	1.71
筹资活动前现金流量净额	-43.42	-39.19	-4.73
筹资活动现金流量净额	41.54	54.17	-2.89
现金及现金等价物净增加额	-1.89	14.98	-7.62
期末现金及现金等价物余额	4.19	19.17	11.55

资料来源：华润租赁财务报告

2018—2020 年，华润租赁经营活动现金流入主要是收回融资租赁款，经营活动现金流出主要是融资租赁款的投放；随着融资租赁业务规模的扩大，经营活动现金流入及流出的现金流量均呈增长趋势，特别是 2020 年经营活动现金流入和流出大幅增长，主要系当年能源环保板块有较多客户提前还款所致；经营活动现金流量净额保持净流出状态，系租赁业务投放与分期回收存在期限差异，华润租赁当期净投放较多所致，符合租赁行业特点，随着业务发展和融资租赁款回款逐渐增加，2020 年华润租赁的经营活动现金流量净流出额大幅减少。

华润租赁投资活动较少，2018—2020 年，华润租赁投资活动现金流量净额有所波动，2019 年同比由正转负主要系对外投资增加所致，2020

年再次转为净流入状态，主要系理财产品赎回所致。

2018—2019 年，华润租赁因租赁业务扩张而存在较大资金缺口，主要依靠筹资活动满足资金需求，当年华润租赁进行了股东增资和较多对外债务融资活动，筹资活动现金流量净额呈较大净流入状态；2020 年，随着经营现金流的改善，华润租赁归还了较多集团内部借款，导致筹资活动现金流量净额转为净流出状态。

(6) 偿债能力

华润租赁偿债能力指标表现尚可，但考虑到华润租赁股东背景强且对华润租赁支持力度大、华润租赁自身业务发展向好、资产质量较好、融资能力较强等因素，华润租赁整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，华润租赁流动比率处于上升趋势，现金短期债务比波动上升，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍然较弱；筹资活动前现金流入/短期债务指标有所改善；整体短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，华润租赁应收融资租赁款净额对全部债务的覆盖呈下滑趋势，但仍能全额覆盖。同期，华润租赁 EBITDA 呈增长趋势，年均复合增长率为 40.43%，尤其 2019 年同比增速为 79.68%；华润租赁 EBITDA 主要由利息支出和利润总额构成，2020 年利润总额占比 35.97%，利息支出占比 62.72%。2018—2020 年，华润租赁 EBITDA 利息倍数波动下降，但仍能形成较好覆盖；全部债务/EBITDA 指标逐年回落，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

表 23 华润租赁偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率（%）	54.28	72.42	81.16
现金短期债务比（倍）	0.10	0.32	0.17
筹资活动前现金流入/短期债务（%）	41.21	39.48	172.23
应收融资租赁款净额/全部债务（%）	114.74	101.83	100.85
EBITDA（亿元）	5.44	9.78	10.74
EBITDA 利息倍数（倍）	1.65	1.51	1.59
全部债务/EBITDA（倍）	17.09	15.29	14.86

资料来源：联合资信根据华润租赁财务报告整理

截至2020年末，华润租赁无对外担保及作为被告/被申请人的未决诉讼和仲裁案件。

截至2020年末，华润租赁在各家银行获得的综合授信额度为323.20亿元，其中尚未使用额度244.54亿元。华润租赁间接融资渠道通畅。

根据华润租赁提供的《企业信用记录》，截

至2021年2月25日查询日，华润租赁未结清、已结清信贷交易均全部为正常类。

根据过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，华润租赁无逾期或违约记录。

截至2021年6月末，联合资信未发现华润租赁被列入全国失信被执行人名单。

四、基础资产分析

跟踪期内，资产池早偿比例较高，1户承租人发生逾期。截至基础资产跟踪基准日，资产池剩余期限缩短，但资产池信用质量有所下降，资产池集中度提升至更高水平。

1. 基础资产概况

截至基础资产跟踪基准日，资产池未偿租金余额为 97763.32 万元，其中，未偿本金余额为 82218.08 万元，较初始起算日减少 53.84%；加

权平均租赁合同剩余期限由 81.12 个月减少至 53.59 个月；单笔租赁合同最长剩余期限减少至 91.18 个月。根据资产管理报告显示的相关信息，自初始起算日起，有 9 笔提前偿还，实际收回租金金额为 64771.92 万元，占初始未偿租金总额

的 28.75%。跟踪期内，有 1 笔资产发生逾期，承租人为宁夏安能生物质热电有限公司；截至本报告出具日，该承租人涉及的 2 笔入池资产均已逾期，涉及未偿本金余额合计 7986.80 万元，占比 9.71%。

表 24 基础资产池概况

项目	本次跟踪基准日	初始起算日
资产池未偿本金余额（万元）	82218.08	178129.51
承租人户数（户）	16	21
合同笔数（笔）	21	30
单笔合同最大未偿本金余额（万元）	9843.75	13125.00
单户承租人最大未偿本金余额（万元）	16881.13	20323.87
加权平均合同利率（%）	6.70	6.72
加权平均租赁合同剩余期限（月）	53.59	81.12
单笔租赁合同最长剩余期限（月）	91.18	116.81
单笔租赁合同最短剩余期限（月）	25.84	45.83
入池资产剩余保证金（万元）	5486.73	6331.88
资产池加权平均影子级别	BBB-/BB+	AA-/A+

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日，资产池内入池资产剩余保证金共计 5486.73 万元，占入池资产未偿本金余额的 6.67%，与初始起算日（3.55%）相比，保证金占比有所提高，且随着入池资产本金的偿还，保证金的支持程度还将逐步提高。

2. 入池资产担保方式分布

截至基础资产跟踪基准日，包含企业保证和质押担保的基础资产占比仍然最高，其中质押担保为承租人的电费收费权和股权质押担保，部分入池资产增加实际控制人提供的个人保证担保，该担保方式有助于提高违约后的回收水平。具体担保方式分布情况见下表。

表 25 基础资产担保方式分布情况（单位：笔、万元、%）

担保方式	本次跟踪基准日			初始起算日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
企业保证+质押	11	40756.34	49.57	20	124156.70	69.70
企业保证+自然人保证+质押	6	32781.12	39.87	6	43585.27	24.47
自然人保证+质押	2	7986.80	9.71	2	9599.98	5.39
信用	2	693.80	0.84	2	787.56	0.44
合 计	21	82218.08	100.00	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

3. 承租人集中度

与初始起算日相比，承租人集中度有所提高，

前五大债务人未偿本金占比由初始起算日的 46.40% 提升至 62.20%。具体情况如下表所示。

表 26 前五大承租人情况（单位：笔、万元、%）

排名	本次跟踪基准日			初始起算日		
	笔数	未偿本金	占比	笔数	未偿本金	占比
1	3	16881.13	20.53	2	20323.87	11.41

2	1	9843.75	11.97	3	18190.77	10.21
3	2	8250.00	10.03	2	17511.11	9.83
4	1	8176.16	9.94	2	13500.00	7.58
5	2	7986.80	9.71	1	13125.00	7.37
合计	9	51137.84	62.20	10	82650.75	46.40

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

4. 承租人地区分布

截至基础资产跟踪基准日，占比前五名的地区为黑龙江、宁夏、陕西、安徽及江苏省份，占比均在 10%以上，合计占比为 75.44%，较初始

起算日前五大区域的占比上升 8.08 个百分点。总体看，区域集中度有所上升，仍处于较高水平。承租人地区分布情况详见下表。

表27 承租人地区分布（单位：户、万元、%）

省份	跟踪基准日			省份	初始起算日		
	户数	未偿本金	占比		户数	未偿本金	占比
黑龙江	1	16881.13	20.53	江苏	4	34873.48	19.58
宁夏	2	16236.80	19.75	青海	2	23498.54	13.19
陕西	2	10637.17	12.94	宁夏	2	23099.98	12.97
安徽	1	9843.75	11.97	河北	1	20323.87	11.41
江苏	2	8428.13	10.25	黑龙江	1	18190.77	10.21
江西	1	6187.50	7.53	陕西	2	16397.58	9.21
河南	1	5262.83	6.40	安徽	1	13125.00	7.37
广东	3	4389.81	5.34	河南	1	8996.92	5.05
浙江	2	3909.12	4.75	江西	1	7875.00	4.42
北京	1	441.84	0.54	广东	3	5864.22	3.29
--	--	--	--	浙江	2	5410.67	3.04
--	--	--	--	北京	1	473.47	0.27
合计	16	82218.08	100.00	合计	21	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

5. 承租人行业分布

截至基础资产跟踪基准日，承租人仍全部分布于电力行业，较初始起算日未发生变化。

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。

2020 年，全社会用电量 75110 亿千瓦时，同比增长 3.1%。分产业看，第一产业用电量 859 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 51215 亿千瓦时，同比增长 2.5%；第三产业用电量 12087 亿千瓦时，同比增长 1.9%；城乡居民生活用电量 10949 亿千瓦时，同比增长 6.9%。

2020 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3758 小时，同比减少 70 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3827 小

时，同比增加 130 小时；火电设备平均利用小时为 4216 小时，同比减少 92 小时。2020 年，全国电源新增装机容量 19087 万千瓦，其中水电 1323 万千瓦、风电 7167 万千瓦、太阳能发电 4820 万千瓦。2021 年一季度，全国基建新增发电装机容量 2351 万千瓦，这比三峡电站 2250 万千瓦的总装机容量还要大一些，比上年同期多投产 996 万千瓦。其中，水电 109 万千瓦、火电 1060 万千瓦、核电 115 万千瓦、风电 526 万千瓦、太阳能发电 533 万千瓦。可再生能源发电新增装机占比超过 50%，发电装机延续绿色发展趋势。2021 年一季度，全国电源工程完成投资 795 亿元，同比增长 31.3%。其中，水电 245 亿元，同比增长 76.1%；火电 80 亿元，同比增长 26.6%；核电 77 亿元，同比增长 18.5%；风电 325 亿元，

同比增长 14.5%；太阳能发电 67 亿元，同比增长 25.4%。全国电网工程完成投资 540 亿元，同比增长 48%。截至 3 月底，全国发电装机容量

22.3 亿千瓦，同比增长 9.4%。非化石能源发电装机占比提高，其中，风电 2.9 亿千瓦、同比增长 34.9%，太阳能发电 2.6 亿千瓦、同比增长 24%。

6. 入池资产剩余期限分布

截至基础资产跟踪基准日，入池资产加权平均剩余期限为 53.59 个月，较初始加权平均剩余

期限缩短 27.53 个月，但剩余期限仍偏长。入池资产剩余期限分布详见下表。

表 28 入池资产剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

剩余期限	跟踪基准日			初始起算日		
	笔数	未偿本金	占比	笔数	未偿本金	占比
(24,48]	7	32136.80	39.09	4	34194.50	19.20
(48,72]	11	33200.15	40.38	9	30039.25	16.86
(72,96]	3	16881.13	20.53	10	57870.01	32.49
(96,120]	--	--	--	7	56025.75	31.45
合 计	21	82218.08	100.00	30	178129.51	100.00

注：上表中用以描述统计区间两端的“[”以及“)”代表统计区间不包含该端点值，同时“[”以及“]”代表统计区间包含该端点值，下同
资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

7. 资产池现行利率分布

截至基础资产跟踪基准日，剩余资产加权平均利率为 6.70%，较初始起算日变化不大。

利率仍主要分布于(7,8]之间，未偿本金余额占比 54.73%。

表 29 入池资产利率分布（单位：%、笔、万元）

利率	跟踪基准日			初始起算日		
	笔数	未偿本金	占比	笔数	未偿本金	占比
(4,5]	1	5262.83	6.40	1	8996.92	5.05
(5,6]	4	18887.17	22.97	6	50221.46	28.19
(6,7]	7	12818.45	15.59	8	24737.67	13.89
(7,8]	8	44997.66	54.73	14	93859.37	52.69
(8,9]	1	251.97	0.31	1	314.09	0.18
合计	21	82218.08	100.00	30	178129.51	100.00

资料来源：受托人提供，联合资信整理

8. 资产池影子级别分布

截至基础资产跟踪基准日，承租人加权平均影子级别由初始起算日的 BBB_s^+/BBB_s 下降至 BBB_s/BBB_s ，资产池加权平均影子级别由初始起

算日的 AA_s/A_s^+ 下降至 BBB_s/BBB_s^+ ，资产池信用质量有所下降。截至基础资产跟踪基准日，影子级别分布见下表。

表 30 承租人影子级别分布（单位：户、笔、万元、%）

影子级别	跟踪基准日				初始起算日			
	户数	笔数	未偿本金	占比	户数	笔数	未偿本金	占比
A_s	2	2	11117.53	13.52	3	3	26818.18	15.06
BBB_s^+	1	1	4782.47	5.82	1	1	7376.32	4.14
BBB_s	2	2	12945.62	15.75	2	2	17460.63	9.80
BBB_s^-	3	6	31318.63	38.09	4	8	59889.64	33.62
BB_s	--	--	--	--	1	2	9599.98	5.39

BB _s	1	1	8176.16	9.94	3	5	31746.83	17.82
BB _s	1	1	1782.88	2.17	1	1	2378.33	1.34
B _s ⁺	1	1	1000.74	1.22	1	1	1335.12	0.75
B _s	2	3	2413.44	2.94	3	5	20736.93	11.64
B _s	2	2	693.80	0.84	2	2	787.56	0.44
C _s	1	2	7986.80	9.71	--	--	--	--
合计	16	21	82218.08	100.00	21	30	178129.51	100.00

表31 资产池影子级别分布（单位：户、笔、万元、%）

影子级别	跟踪基准日				初始起算日			
	户数	笔数	未偿本金	占比	户数	笔数	未偿本金	占比
AA _s ⁺	--	--	--	--	1	2	17511.11	9.83
AA _s	4	5	27383.12	33.31	4	5	38835.63	21.80
AA _s	6	9	30254.35	36.80	10	16	86000.74	48.28
A _s ⁺	3	3	15900.00	19.34	3	3	25394.50	14.26
BB _s ⁺	--	--	--	--	1	2	9599.98	5.39
B _s	2	2	693.80	0.84	2	2	787.56	0.44
C _s	1	2	7986.80	9.71	--	--	--	--
合计	16	21	82218.08	100.00	21	30	178129.51	100.00

资料来源：联合资信整理

五、量化分析

1. 组合资产信用风险分析

联合资信采用蒙特卡洛模拟方法对剩余资产池组合的信用风险建模，以确定优先级票据达到预设评级目标所需要的目标级别违约比率或目标级别损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用级别与违约率的对应关系为基础，充分考虑资产组合加权平均剩余期限、承租人集中性、承租人影子级别、承租人所处行业和地区等相关性因素对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过 100 万次的模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下资产支持证券最少需要承受的资产池目标级别违约比率和目标级别损失比率。本期入池资产的资产池加权平均回收率为 70.02%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标违约比率和目标损失比率详见下表。

表 32 目标级别违约比率和目标级别损失比率

信用等级	目标级别违约概率 (TRDP)	目标级别违约比率 (TRDR)	目标级别损失比率 (TRLR)
AAA _{sf}	0.149%	52.66%	18.80%
AA _{sf} ⁺	0.520%	47.45%	16.52%
AA _{sf}	0.609%	46.75%	16.23%
AA _{sf} ⁻	0.743%	45.83%	15.86%
A _{sf} ⁺	1.733%	41.86%	14.35%
A _{sf}	1.888%	41.46%	14.20%
A _{sf} ⁻	3.419%	38.49%	13.16%

BBB ⁺ _{sf}	4.043%	37.59%	12.86%
BBB _{sf}	7.392%	34.13%	11.76%
BBB _{sf}	9.397%	32.66%	11.31%

资料来源：联合资信整理

模型输出的模拟结果显示基础资产违约主要发生在前三年。

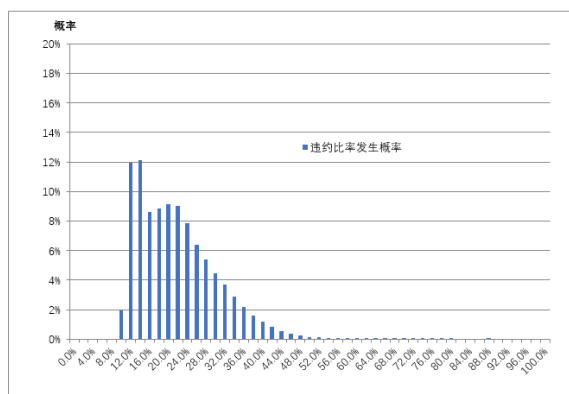
表 33 基础资产违约时间分布

时间	违约比例
第 1 年	57.46%
第 2 年	16.00%
第 3 年	13.14%
第 4 年	7.64%
第 5 年	3.94%
第 6 年	1.83%

资料来源：联合资信整理

基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示。

图 1 基础资产违约比率发生概率分布



资料来源：联合资信整理

根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”获得的 60.18% 的信用支持，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级最低分层支持要求（18.80%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的最高级别上限是 AAA_{sf}。

2. 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合信用风险模型中已经考虑了基础资产的集中度对资产池整体表现的影响（即根据承租人集中度、行业集中度、地区

集中度放大承租人违约率），但联合资信同时认为，如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对剩余基础资产进行了压力测试，结果如下表所示。

表 34 关键债务人违约压力测试结果

目标级别	最低分层支持要求
AAA _{sf}	23.42%
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf}	14.87%
AA _{sf} /A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A _{sf} /BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf} /BBB _{sf}	7.91%

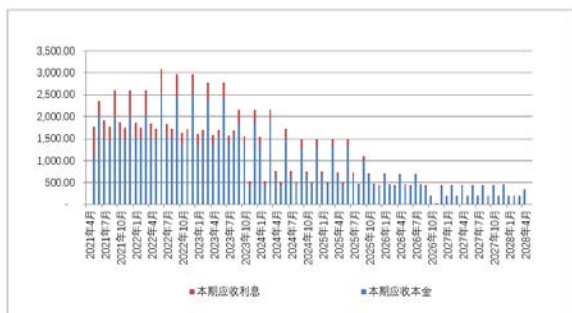
资料来源：联合资信整理

根据关键债务人压力测试结果，并结合分层方案，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”可获得的信用支持为 60.18%，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级最低分层支持要求（23.42%）。因此，由关键债务人压力测试决定的“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的最高级别上限是 AAA_{sf}。

3. 现金流压力测试

根据本期资产池的本息支付等现金流入特征以及优先级资产支持票据的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和利息回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级票据利息、优先级票据本金、次级档票据收益等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级资产支持票据本息偿付所带来的影响。

图2 正常情况下现金流模拟结果图（单位：万元）



资料来源：联合资信整理

联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，在此基础上，设置了如下主要压力条件：提前还款率增加、违约时间分布前置、违约回收率下降等。由于票据信托已成立，所以未对票据利率进行加压。

表35 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
------	------

表36 “20 华润租赁 ABN001 优先 A3” 压力测试结果

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	95.75%	52.66%	43.09%
回收率为 14.92% ² ，其他为基准条件	74.33%	52.66%	21.67%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	95.75%	52.66%	43.09%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	95.75%	52.66%	43.09%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	94.42%	52.66%	41.76%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	93.11%	52.66%	40.45%
违约分布前置 10%，其他为基准条件	95.75%	52.66%	43.09%
违约分布前置 20%，其他为基准条件	95.75%	52.66%	43.09%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	94.42%	52.66%	41.76%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	93.11%	52.66%	40.45%

资料来源：联合资信整理

由“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”压力测试结果可以看出，在最大压力条件下，“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”最高能满足信用等级为 AAA_{sf} 的要求，并能获得较大的保护距离（21.67%）。因此，由现金流压力测试决定的“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型测算结果、关键承租人违约压力测试结果和现金流压力测

回收率	70.02%
回收周期	6 个月
违约时间分布	见表 33
“20 华润租赁 ABN001 优先 A3” 利率	4.20%
提前还款率	4.00%

资料来源：联合资信整理

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了优先级资产支持票据的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下，优先级资产支持票据能承受的最高违约比率，临界违约率越高表示在保证优先级资产支持票据可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率（TRDR）之间的差额为保护距离，反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的压力测试结果如下：

试结果，联合资信确定“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的信用等级由首次评级的 AA_{sf} 提升至 AAA_{sf}。此外，华润租赁主体长期信用等级维持 AAA，评级展望为稳定，其对优先级资产支持票据提供的无条件不可撤销的差额支付承诺为优先级资产支持票据提供了极强的额外保障。因此，联合资信确定维持“20 华润租赁 ABN001 优先 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

² 抵押、质押等强保障措施为基础资产提供的回收率*0.7，下同。

六、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，确定维持“华润融资租赁有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据”项下“20华润租赁ABN001优先A3”的信用等级为AAA_{sf}。

上述“20华润租赁ABN001优先A3”的评级结果反映了该资产支持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。

附件 1 华润融资租赁有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.60	25.83	13.79
资产总额（亿元）	135.36	201.65	210.51
所有者权益（亿元）	22.99	30.36	33.22
短期债务（亿元）	69.21	80.39	83.29
长期债务（亿元）	23.83	69.22	76.22
全部债务（亿元）	93.04	149.60	159.51
营业收入（亿元）	6.44	11.89	14.09
利润总额（亿元）	1.87	3.14	3.86
EBITDA（亿元）	5.44	9.78	10.74
筹资活动前净现金流（亿元）	-43.42	-39.19	-4.73
财务指标			
融资租赁资产不良率（%）	0.13	0.11	0.45
总资产收益率（%）	1.31	1.40	1.39
净资产收益率（%）	8.05	8.85	9.00
净利息差（%）	2.54	2.40	3.60
杠杆倍数（倍）	5.62	5.86	5.91
全部债务资本化比率（%）	80.18	83.13	82.76
资产负债率（%）	83.01	84.94	84.22
流动比率（%）	54.28	72.42	81.16
筹资活动前现金流入/短期债务（%）	41.21	39.48	172.23
现金短期债务比（倍）	0.10	0.32	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	1.65	1.51	1.59
全部债务/EBITDA（倍）	17.09	15.29	14.86
EBITDA/本次债券额度（倍）	0.36	0.65	0.72

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
盈利指标	
总资产收益率	净利润 / [(期初资产总额 + 期末资产总额) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
净利息差	融资租赁业务收入 / [(期初应收融资租赁款余额 + 期末应收融资租赁款余额) / 2] × 100% - 利息支出 / [(期初全部债务 + 期末全部债务) / 2] × 100%
资产质量指标	
不良率	不良资产余额 / 融资租赁资产余额 × 100%
融资租赁资产拨备率	融资租赁资产减值准备余额 / 融资租赁资产余额 × 100%
拨备覆盖率	融资租赁资产减值准备余额 / 不良资产余额 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
杠杆倍数	风险资产 / 净资产
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流入 / 短期债务	(经营活动现金流入 + 投资活动现金流入) / 短期债务 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 计入其他科目的短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 计入其他科目的长期有息债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

利息支出 = 计入成本的利息支出 + 费用化利息支出

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定 (监管口径)

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

附件 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4 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说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产承租人及担保方（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。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产承租人及担保方（如有）影子评级过程相对于联合信信的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信贷资料，对入池资产承租人及担保方（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定承租人及担保方（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的承租人及担保方（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产承租人及担保方（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结构化产品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担保方（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担保方（如有）影子评级信用等级划分为三等级，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：

级别设置	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，违约风险较高
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

附件 5 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}和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：

级别设置	含义
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
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
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

