

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《华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色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〔2020〕131号

联合资信评估有限公司通过对“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 A3 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据 信用评级报告

评级结果

票据名称	金额（万元）	占比（%）	信用等级
优先 A1 级	43000.00	24.14	AAA _{sf}
优先 A2 级	34800.00	19.54	AAA _{sf}
优先 A3 级	64800.00	36.38	AAA _{sf}
次级	35529.51	19.95	NR
合 计	178129.51	100.00	—

注：占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同；NR——未予评级

交易概览

初始起算日：2019 年 8 月 31 日
 票据法定到期日：2031 年 8 月 26 日
 载体形式：特殊目的信托
 基础资产：在初始起算日，委托人基于《信托合同》信托予受托人的租金债权和其他权利及其附属担保权益，但依据租赁合同中的相关约定委托人收取的手续费、服务费不在基础资产范围内
 资产池加权平均信用级别：AA_s⁺/A_s⁺
 信用提升机制：优先/次级结构、超额利差和封包期利息沉淀、触发机制、差额支付承诺
 委托人/发起机构/差额支付承诺人：华润融资租赁有限公司
 受托人/受托机构：华润深国投信托有限公司
 资产服务机构：华润融资租赁有限公司
 资金保管机构：中国农业银行股份有限公司深圳市分行
 牵头主承销商：中国农业银行股份有限公司
 联席主承销商：中国银行股份有限公司

本次评级使用的评级方法、模型：

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

评级时间

2020 年 8 月 7 日

分析师

张红军 范雅欣 朱 聪

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综合分析，并结合上述要素对资产支持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和现金流分析及压力测试。

本交易基础资产涉及发起机构华润融资租赁有限公司（以下简称“华润租赁”）对 21 户承租人的 30 笔融资租赁债权及其附属担保权益。虽然，基础资产信用水平较好（资产池加权平均信用级别为 AA_s⁺/A_s⁺），但入池承租人集中度偏高，尤其是行业分布单一，加上资产池剩余期限很长（加权平均剩余期限 81.12 个月），使得基础资产整体质量一般。在此基础上，优先/次级结构安排和触发机制的设置以及本次交易存在的一定超额利差及封包期利息沉淀（11567.05 万元，占未偿本金的 6.49%），为优先级资产支持票据提供了重要的信用支持。从量化测算结果来看，在无外部增信的前提下，优先 A1、优先 A2 和优先 A3 级资产支持票据均能满足 AA_{sf}⁺ 的评级要求。在考虑华润租赁（主体信用等级 AAA）提供的无条件、不可撤销的差额补足承诺后，优先 A1、优先 A2 和优先 A3 级资产支持票据的信用等级可由 AA_{sf}⁺ 提升至 AAA_{sf}。

综合上述因素，联合资信评定“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据和优先 A3 级资产支持票据的信用等级均为 AAA_{sf}。上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

¹联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子评级，下同

优势

1. **基础资产信用质量较好。**未偿本金余额占比 79.91% 的资产由信用等级为 AA⁻_s（含）以上的企业提供保证担保，资产池加权平均信用等级为 AA⁻_s/A⁺_s，基础资产信用质量较好。
2. **本次交易存在一定的超额利差及封包期利息沉淀。**本期交易资产池加权平均现行租赁利率为 6.72%，与相关参与机构服务费以及优先级资产支持票据预计发行利率（优先级资产支持票据加权平均预计发行利率 5.08%）之间预计将存在一定的超额利差；同时，封包期积累的利息沉淀（11567.05 万元，占未偿本金的 6.49%），为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。
3. **优先/次级顺序偿付结构为优先级资产支持票据提供了重要的信用支持。**本次交易以优先/次级偿付结构作为主要的内部信用提升机制，具体而言，优先级资产支持票据获得了次级资产支持票据 19.95% 的信用支持。
4. **本交易设置了差额支付机制，华润租赁提供的无条件、不可撤销的差额支付承诺将优先级资产支持票据的信用级别由 AA⁺_{sf} 提升至 AAA_{sf}。**华润租赁无条件、不可撤销地承诺对信托财产不足以支付信托费用支出、优先级资产支持票据的预期收益和未偿本金的差额部分承担补足义务。华润租赁股东背景很强，整体运营情况及财务状况良好，联合资信给予其 AAA 的主体长期信用等级，其作为差额支付承诺人能够对优先级资产支持票据的及时、足额兑付起到极强的保障作用。

关注及缓释

1. **资产池期限很长。**资产池加权平均剩余期限为 81.12 个月，单笔资产合同最长剩余

期限为 116.81 个月，风险暴露期很长。

风险缓释：联合资信在组合资产信用风险分析模型中考虑了资产池剩余期限较长的不利影响，评级结果已经反映了资产池剩余期限很长的风险。

2. **基础资产集中度很高。**本期入池共 21 户承租人，其中前五大承租人未偿本金余额占比为 46.40%；资产池中共 26 笔资产由 10 户保证人提供保证担保，其中由前五大保证人提供保证担保的资产未偿本金余额占比为 63.29%；承租人行行业分布单一，全部为电力、热力生产和供应业；位于江苏省、青海省、宁夏回族自治区、河北省和黑龙江省的承租人涉及未偿本金余额占比为 67.36%。因此，某一大额承租人违约，大额保证人担保能力下降，电力、热力生产和供应业行业出现不景气，江苏省、青海省、宁夏回族自治区、河北省或黑龙江省区域经济状况出现恶化，将对资产池组合的信用表现产生很大的不利影响。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相同地区或相同行业承租人的相关性来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业和地区的集中风险。同时，联合资信在关键债务人违约压力测试模型中考虑了大额承租人和保证人违约时，对资产组合造成的不利影响，评级结果已经反映了承租人和保证人的集中风险。

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

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

4. **存在一定的宏观经济系统性风险。**目前，全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，

我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构华润融资租赁有限公司和受托人华润深国投信托有限公司提供，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华润融资租赁有限公司/华润深国投信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华润融资租赁有限公司/华润深国投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。联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）是联合信用管理有限公司的控股子公司，与联合资信存在一定关联关系，其为本期资产支持票据提供了绿色评估服务。由于联合资信与联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此本次评级事项并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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，未因华润融资租赁有限公司/华润深国投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、本期资产支持票据信用评级结果的有效期为“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

本交易的发起机构华润融资租赁有限公司（以下简称“华润租赁”）以其对承租人享有的租金债权和其他权利及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）设立“华润租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。华润信托以受托的基础资产为支持发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”）。投资者通过购买并持有相应资产支持票据取得票据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/差额支付承诺人：华润融资租赁有限公司
受托人：华润深国投信托有限公司
资产服务机构：华润融资租赁有限公司
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司深圳市分行
牵头主承销商/簿记管理人：中国农业银行股份有限公司
联席主承销商：中国银行股份有限公司
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
现金流评估预测机构：天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）
绿色债券认证机构：联合赤道环境评价有限公司
法律顾问：北京德恒（深圳）律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司

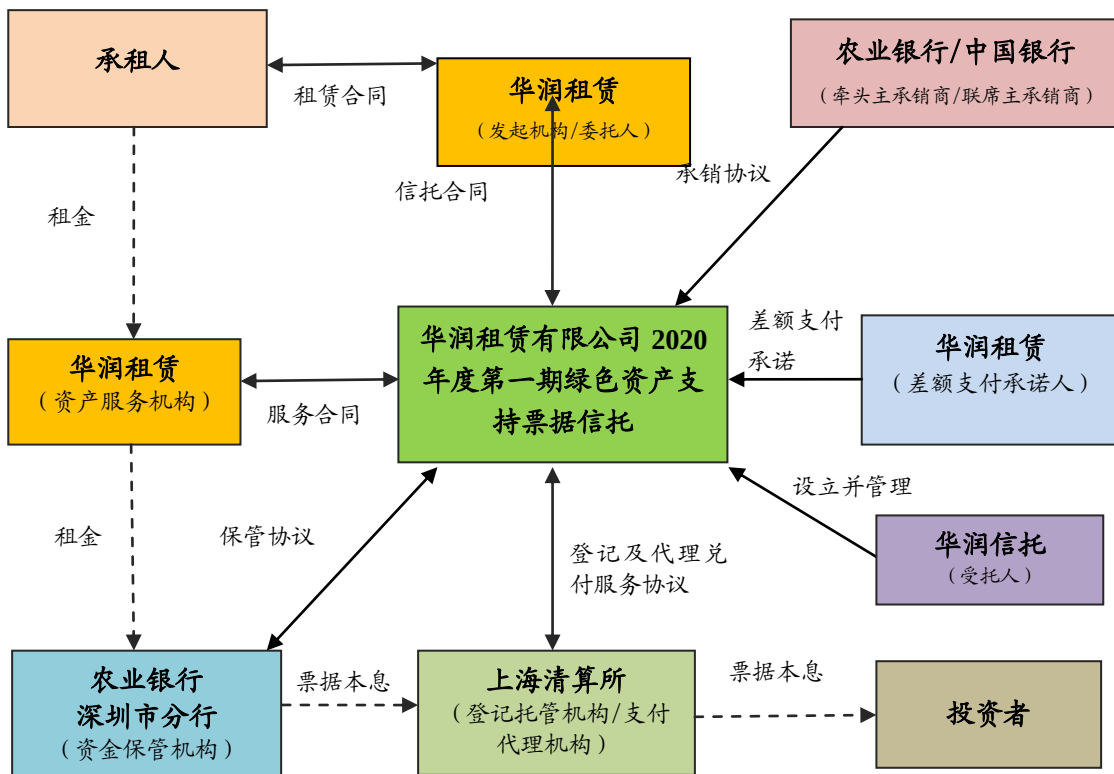


图 1 交易安排

资料来源：联合资信整理

2. 资产支持票据

本交易计划发行票据规模为178129.51万元，包括优先级票据和次级票据，其中优先级票据分为优先A1级资产支持票据（以下简称“优先A1级票据”）、优先A2级资产支持票据（以下简称“优先A2级票据”）和优先A3级资产支持票据（以下简称“优先A3级票据”）。

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支持。优先级票据均执行固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，预期收益偿付方式为按季付息，本金偿付方式为按季过手摊还，于每个支付日ⁱ偿

付。次级票据全部由华润租赁自持，不设票面利率。在优先级票据预期收益和本金清偿完毕后，次级票据获得所有剩余收益。

在预期收益率调整日（票据信托设立满三年之日），华润租赁或将调整优先A3级票据的预期收益率，优先A3级票据持有人有权选择将所持份额全部或部分按面值回售给华润租赁，或选择继续持有优先A3级票据。

ⁱ 支付日系指每年2月、5月、8月和11月的26日。但如果该日不是工作日，则顺延至该日后的第1个工作日。第一个支付日应为2020年11月26日。

表2 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	发行规模	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A1 级	43000.00	24.14	固定	2021/5/26	按季付息，按季过手还本
优先 A2 级	34800.00	19.54	固定	2022/5/26	按季付息，按季过手还本
优先 A3 级	64800.00	36.38	固定	2024/5/26	按季付息，按季过手还本
次级	35529.51	19.95	—	2029/8/26	优先级票据本息支付完毕后，享有剩余收益
合 计	178129.51	100.00	—	—	—

资料来源：联合资信整理

3. 基础资产

本次交易制定了较为明确、清晰的基础资产合格标准。

本交易的基础资产涉及发起机构华润租赁向21户承租人发放的30笔融资租赁债权和其他权利及其附属担保权益²。截至初始起算日，入池资产的未偿本金余额为人民币178129.51万元。

根据交易文件约定，本交易入池资产的合格标准，系指在初始起算日和信托财产交付日，每一笔资产均应符合如下标准：（a）资产对应的全部租赁合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关承租人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向承租人主张权利；（b）于信托财产交付日，委托人已经履行并遵守了资产所对应的任

一份租赁合同的主要义务；（c）同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息及其他款项全部入池；（d）承租人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织，且未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照或涉及重大诉讼或仲裁；（e）担保人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人；（f）于信托财产交付日，委托人合法拥有资产，且资产上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；（g）资产可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人或其他主体的同意；（h）资产如附有由保证人提供的保证担保或由物权担保人提供的抵押、质押等担保，则由保证人签署的保证合同、由物权担保人签署的物权担保合同及相应的担保物权均合法有效，相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人、

² 附属担保权益系指资产清单中列示的，与融资租赁债权有关的、为委托人的利益而设定的任何担保或其他权益，包括但不限于抵押权、质权、保证金、保证债权、差额补足承诺、与租赁物件或融资租赁债权相关的保险单和由此产生的保险金、赔偿金以及其他收益。

保证人、物权担保人或其他主体的同意；(i) 于初始起算日，资产所对应的任一份租赁合同项下到期的租金均已按时足额支付，无违约情况；(j) 于信托财产交付日，委托人对租赁物件享有合法的所有权，是租赁物件的唯一合法所有权人；(k) 于信托财产交付日，委托人已按照租赁合同或其相关租赁物件购买协议约定的条件和方式支付了租赁合同项下的租赁物件购买价款（委托人有权保留的保证金、服务费、首期租金除外）；(l) 租赁物件上未向第三方设定抵押权、质权或其他担保物权，但根据租赁合同质押或抵押给华润租赁的除外；(m) 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；(n) 资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密；(o) 资产或租赁物件不涉及诉讼、仲裁、执行、破产、查封、冻结、扣押等程序；(p) 基础资产不存在任何争议，也不存在来自承租人或第三方的有关基础资产项下债务已经履行或对基础资产形式抵销权、扣减或减免等任何抗辩；(q) 于信托财产交付日，根据租赁合同，相关租赁物件均已按照租赁合同的约定交付给承租人并起租；(r) 基础资产为根据华润租赁内部标准分类的正常、关注、次级、可疑、损失 5 类分类体系中的正常类；(s) 每个租赁合同的到期日不晚于法定到期日前两年；(t) 纳入资产池的全部基础资产的数据信息与华润租赁向受托人提供的基础资产信息清单的全部数据信息一致。

4. 现金流安排

本次交易现金流主要来自于存续期内融资租赁本金和利息的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集转付、支付做出了明确安排。

(1) 信托账户及资金转付

本次交易设置有华润租赁收款账户、保证金存放账户和信托账户。华润租赁收款账户系指华润租赁开立的用于归集融资租赁业务相关

日常经营租金的银行账户。保证金存放账户系指开立在资产服务机构名下，存放租赁合同项下相应的保证金的账户。信托账户系指受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户，用以记录信托财产的收支情况。信托账户下设立四个子账，即收益账、本金账、税收账和保证金账。其中，收益账用于核算收入回收款；本金账用于核算本金回收款；税收账用于核算税款；保证金账用于核算保证金。

受托人应授权并要求资产服务机构按照《服务合同》的相关约定管理华润租赁收款账户以及在其下开立相关科目，并于每个回收款转付日³下午四点（16:00）前将扣除执行费用后的前一个回收款转付期间⁴的全部回收款转入

³回收款转入日系指资产服务机构将回收款转付到信托账户之日。信托生效后，回收款转付日按照如下规则确定：(a) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 AA-级时，回收款转付日为每个支付日前的第 10 个工作日；(b) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级不低于 A+级但低于 AA-级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 10 个工作日；(c) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A+级时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知相应的承租人、担保人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人仍将其应支付的款项支付至收款账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托账户；(d) 当发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件时，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、担保人仍将其应支付款项支付至收款账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托账户。如果评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款转付日发生上述改变之后，即使资产服务机构的主体长期信用等级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

⁴回收款转付期间确定规则如下：(a) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 AA-级时，回收款转付期间系指自一个计算日起（不含该日）至下一个计算日（含该日）之间的期间，其中第一个回收款转付期间应自初始起算日（不含该日）起至第一个计算日（含该日）结束；(b) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级不低于 A+级但低于 AA-级时，系指一个自然月的最后一日（不含该日）至下一个自然月最后一日（含该日）之间的期间；(c) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A+级时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知相应的承租人、担保人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人仍将其应支付的款项支付至收款账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托账户；(d) 当发生权利完善事件时，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、担保人仍将其应支付款项支付至收款账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后 3 个工作日内任一工作日转付至信托账户。如果评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付期间时，

信托账户。受托人应授权并要求资金保管机构按照《资金保管合同》的相关约定于每个服务机构报告日⁵当日根据资产服务机构的资金汇划附言或相关通知，将信托账户收到的回收款分别记入收益账和本金账、税收账。在信托合同约定的事件发生后，将信托账户收到的保证金记入信托账户项下的保证金账。若发生差额支付启动事件的情况下，受托人应在差额支付启动日⁶向差额支付承诺人发出划款指令，要求其进行差额补足。差额支付承诺人应根据《差额支付承诺函》的约定在差额支付承诺人划款日⁷16:00 时前将差额支付资金转入信托账户。

（2）现金流支付机制

触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”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（但不合格资产⁸第（c）项情形除外）；（b）受托人未能在支付日后 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）足额支付优先级票据应付未付预期收益的；（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优先级票据偿还本金的；（d）交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构、差额支付承诺人）的主要相关义务未能履行或实现，导致对票据持有

人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

“加速清偿事件”区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件：（a）委托人发生任何丧失清偿能力事件；（b）发生任何资产服务机构解任事件；（c）资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；（d）根据《信托合同》《服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构；或在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务；或后备资产服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；（e）在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率⁹超过 7%；（f）在优先级票据预期到期日前一个信托利益核算日¹⁰，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先级票据的未偿本金余额；（g）发生违约事件（d）项所列情形，但资产支持票据持有人会议尚未做出决议宣布构成违约事件。

需经宣布生效的加速清偿事件：（h）委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述（c）项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；（i）委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；

（j）发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）有重大不利影响的事件；（k）《主定义表》《信托合同》《服务合同》《资金保管合同》全部或部分被终止，成为或将成为无

自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付期间按照前述规则进行相应的改变。回收款转付期间发生上述改变之后，即使资产服务机构的主体长期信用等级重新提高，回收款转付期间的频率也不再恢复。

⁵服务机构报告日系指每个支付日前的第 10 个工作日。

⁶差额支付启动日是指发生差额支付启动事件的情况下，受托人向差额支付承诺人发出指令，要求其进行差额补足之日，即支付日前第 7 个工作日。

⁷差额支付承诺人划款日是指差额支付承诺人根据受托人的指令，划付差额补足价款之日，即支付日前第 6 个工作日。

⁸不合格资产系指发生以下任一情形的资产：（a）在初始起算日或信托生效日不符合资产保证的资产。（b）由于信托生效日前已存在的任何原因导致该资产未能在《信托合同》约定的登记期限内办理完毕相应抵押权、质权的转移登记手续的。（c）在抵押物的抵押权、质押物的质权转移登记至受托人名下，出现善意第三人对抵押物、质押物主张担保权利，而受托人所享有的抵押权、质权无法对抗善意第三人的。

⁹累计违约率系指就某一收款期间而言，A 除以 B 所得的百分比，其中，A 为该收款期间以及之前各“收款期间”内的所有违约资产在成为违约资产时的未偿本金余额之和，B 为初始起算日资产池余额。

¹⁰信托利益核算日是指每个支付日前的第 5 个工作日。

效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

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

回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托账户下资金区分为收益账项下资金、本金账项下资金，本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。其中，收益账项下资金分配顺序如下：（a）支付应当由信托承担的且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（如有）；（b）同顺序按比例支付资金保管机构、由信托财产承担的会计师、后备/替代资产服务机构（如有）、受托人、支付代理机构的报酬，以及以优先支出上限为限的资产服务机构和资金保管机构各自可报销的费用支出、受托人可报销的费用支出及以固有财产垫付的费用（如有）、发行登记服务费及簿记建档费（如有）；

（c）同顺序按比例支付优先 A1 级、优先 A2 级和优先 A3 级票据的预期收益；（d）如果发生加速清偿事件，将全部余额记入本金账；如果尚未发生加速清偿事件，则继续进行以下分配；（e）转入本金账相当于以下 A+B+C-D 的金额：A 为在前一个收款期间内成为违约资产的资产在成为违约资产时的未偿本金余额，B 为在以往收款期间内成为违约资产的资产在成为违约资产时的未偿本金余额，C 为在以往的全部信托利益核算日已从本金账转至收益账的金额，D 为在以往的全部信托利益核算日由收益账转入本金账的金额；（f）支付超出优先支出上限的资产服务机构、资金保管机构各自可

报销的费用支出；（g）收益账项下剩余资金记入本金账。本金账项下资金分配顺序如下：（a）转入收益账项下一定数额资金，以确保收益账项下资金可以足额支付规定的应付款项；（b）若未发生加速清偿事件，按顺序支付优先 A1 级票据的本金直至清偿完毕、支付优先 A2 级票据的本金直至清偿完毕、支付优先 A3 级票据的本金，直至清偿完毕；若发生加速清偿事件，则同顺序按未偿本金余额比例支付优先 A1 级、优先 A2 级和优先级 A3 级票据的本金直至优先级票据本金清偿完毕；（c）支付次级票据的本金直至清偿完毕；（d）剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。

“违约事件”发生后，信托账户下资金不再区分收益账项下资金和本金账项下资金，而是将二者归并，分配顺序如下：（a）支付应当由信托承担的且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收（如有）；（b）同顺序按比例支付资金保管机构、由信托财产承担的会计师、后备/替代资产服务机构（如有）、受托人、支付代理机构的累计应付未付报酬，以及包括以往各期末付金额的受托人、资产服务机构和资金保管机构各自可报销的费用支出总额、受托人以固有财产垫付的费用（如有）、发行登记服务费及簿记建档费（如有）；（c）同顺序按应支付预期收益金额的比例支付优先 A1 级、优先 A2 级和优先 A3 级票据的应付未付的预期收益直至清偿完毕；（d）同顺序按未偿本金余额比例支付优先 A1 级、优先 A2 级和优先级 A3 级票据的本金直至优先级票据本金清偿完毕；（e）支付次级票据的本金直至清偿完毕；（f）剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。

权利完善事件和保证金划付机制

“权利完善事件”系指以下任一事件：（a）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；（b）当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用评级低于 AA-级（不含）；（c）发生与委托人有关的丧失清偿能力事

件；(d) 当评级机构给予委托人的主体长期信用等级低于 AA 级（不含）；(e) 资产服务机构或委托人最近一次经审计的不良率高于 5%。

在本交易中，权利完善事件发生之前，华润租赁无需将承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，但应按照约定对保证金进行管理和运用。当华润租赁或承租人以保证金抵扣租赁合同项下承租人的应付款项时，华润租赁作为资产服务机构应于回收款转付日将该抵扣的款项作为回收款转付至信托账户。如果发生权利完善事件，华润租赁作为资产服务机

构应在权利完善事件发生之后 10 个工作日内将其持有的承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，并记入保证金账。且在此之后，如资产服务机构按租赁合同的约定要求承租人或第三方补充保证金的，应要求承租人或第三方直接将补充的保证金划入信托账户；如华润租赁仍收到承租人或其他方补充的保证金的，应在在收到补充的保证金后 10 个工作日内将补充的保证金划入信托账户并记入保证金账。

二、交易结构分析

1. 信用支持

本交易采用优先/次级结构来实现内部信用提升，超额利差及封包期利息沉淀，以及华润租赁提供的无条件、不可撤销的差额补足承诺为优先级票据提供了一定的信用支持，相关触发机制的设置也在一定程度上缓释了事件风险的影响。

(1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构来实现内部信用提升，次级票据为优先级票据提供了重要的信用支持。具体而言，优先级票据获得次级票据 19.95% 的信用支持。

(2) 超额利差及封包期利息沉淀

本次交易存在一定的超额利差及封包期（初始起算日 2019 年 8 月 31 日至预计信托设立日 2020 年 9 月 1 日的期间）利息沉淀。本期交易资产池加权平均现行租赁利率为 6.72%，与相关参与机构服务费率以及优先级票据预计发行利率（优先级票据加权平均预计发行利率 5.08%）之间预计将存在一定的超额利差；同时，封包期积累的利息沉淀（11567.05 万元，占未偿本金的 6.49%），为优先级票据提供了一定的信用支持。

(3) 触发机制

本交易设置了包括“加速清偿事件”、“违

约事件”和“权利完善事件”在内的触发机制安排，事件一旦触发将引致现金流转付或支付机制的重新安排。本交易中触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，并为优先级票据的兑付提供了保障。

(4) 差额支付机制

本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人华润租赁无条件、不可撤销地承诺：截至保管人报告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预期收益；或截至保管人报告日信托账户内可供分配的资金不足以根据《信托合同》的顺序支付完毕预期到期日届至的优先级票据的本金，则触发差额支付启动事件。

当触发差额支付启动事件时，受托人有权于差额支付启动日向差额支付承诺人发出启动差额支付的指令，要求其于差额支付承诺人划款日以人民币现金方式向信托账户补足资金，确保信托账户内的资金可依据《信托合同》规定的还款顺序按时、足额支付信托费用支出、优先级票据的预期收益和应付本金。差额支付承诺人自收到启动差额支付指令后，应于差额支付承诺人划款日下午 16:00 前将相应差额款

项无条件足额划入信托账户并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。如出现变更《信托合同》的情况，除可能导致差额支付义务增加或扩大的变更以外，无需征得差额支付承诺人同意。未经差额支付承诺人的书面同意而加重差额支付义务的，仍按原约定的义务承担差额支付责任，对新增或扩大的义务不承担差额支付责任。如差额支付承诺人未能按照受托人的差额支付指令在差额支付承诺人划款日下午16:00前将相应差额款项足额划入信托账户，则应向受托人支付逾期违约金，每延期一天按应付而未付金额的万分之五向受托人支付违约金。

考虑到差额支付承诺人华润租赁股东背景很强，整体运营情况及财务状况良好，联合资信给予其AAA的主体长期信用等级，其提供的无条件、不可撤销的差额支付承诺能够对本次交易优先级票据的及时、足额兑付起到极强的保障作用。

2. 交易结构风险分析

本交易存在一定的资金混同风险、抵销风险、流动性风险、提前偿还和拖欠风险、利率风险、物权风险、尾端风险以及再投资风险。相关交易结构的设置以及华润租赁良好的经营能力、稳健的财务水平，能较好的缓释上述风险。同时，量化分析结果已经反映了相关风险。

(1) 混同风险

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

针对混同风险，本交易安排了回收款高频转划机制来缓释资产服务机构的混同风险。具体指：(a) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级均高于或等于AA-级时，回收款转付日为每个支付日前的第10个工作日；

(b) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级不低于A+级但低于AA-级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第10个工

作日；(c) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于A+级或发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知相应的承租人、担保人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人仍将其应支付的款项支付至收款账户，相应的资产服务机构应当于收到该等回收款后3个工作日内任一工作日转付至信托账户。回收款转付日发生上述改变之后，即使资产服务机构的信用评级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

一方面，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款转划机制，条件触发后回收款划转将提前；另一方面，作为资产服务机构，华润租赁良好的经营能力、稳健的财务状况，能较好的缓释混同风险。

(2) 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，从而使资产组合本息回收出现风险。

本交易约定：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笔数债权，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，则委托人应按照前述条款履行义务。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，则委托人应按照前述条款履行义务。

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

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与票据端各项支出在时点上的错配。本票据的流动性风险主要来自于资产池对应的融资租赁债权拖欠导致无法按时足额支付优先级票据收益。

同时，如发生优先 A3 级票据回售，票据可能面临一定的流动性风险。本交易约定优先 A3 级票据持有人可根据《信托合同》的约定将所持有的优先 A3 级票据份额全部或部分回售给华润租赁，华润租赁应根据受托人的通知于回售日¹¹前的第 2 个工作日 12:00 点前将对应回售所需支付的资金支付至信托账户。若华润租赁在履行回售义务时，可能存在其因回售资金未能及时足额支付而产生的流动性风险。

结合资产池中承租人的信用质量情况，联合资信构建了不同的违约及利率情景针对流动性风险进行现金流分析，测算了在不同的压力情景下票据信用水平的变化，评级结果已反映该风险。同时，华润租赁作为本交易的差额支付承诺人，其业务发展迅速，风险管理水平良好，财务实力强，信用水平较好，对流动性风险具有很强的缓释作用。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易采用顺序偿付结构，入池资产的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到利差水平及现金流在还款期内的分布；入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险，差额支付承诺人为优先级资产支持票据提供差额支付承诺能有效面对可能的拖欠风险。

联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测算结果已经反映了上述风险。

（5）利率风险

本交易入池资产利率类型全部采用浮动利率，按照人行 5 年期以上同期贷款基准利率上浮；本期优先级票据均执行固定利率，因此，

资产端和票据端利率类型不同。本次交易资产池单笔资产最长剩余期限为 9.73 年，优先级票据预计存续期限为 4.15 年，预计票据存续期限较长。在优先级票据存续期内，人行基准利率若发生下行，将减少基础资产回款现金流，从而或对优先级票据本息的兑付产生不利影响。

联合资信通过缩小基础资产和优先级票据之间的利差进行压力测试，测算结果已经反映了上述风险。同时，华润租赁作为本交易的差额支付承诺人，其业务发展迅速，风险管理水平良好，财务实力强，信用水平较好，对该风险也具有很强的缓释作用

（6）物权风险

由于基础资产涉及的租赁物件的所有权并未进行转移，因而若在华润租赁享有上述租赁物件所有权期间，发生破产等极端恶劣情形，则基础资产的回收将会受到不利影响。

根据信托合同的约定，在发生任一与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件后的 20 个工作日内，华润租赁应向受托人出具租赁物件所有权转移的证明文件，将资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人。鉴于华润租赁目前良好的信用水平，联合资信认为在交易开始时不办理所有权转移对优先级票据的信用质量影响不大。同时，联合资信会保持关注，一旦华润租赁出现财务状况恶化或类似情形，联合资信将对相关物权风险进行分析以判断对优先级票据信用状况的影响。

（7）尾端风险

随着入池资产的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，承租人集中度及地区集中度相对增加，尾端存在异常违约的可能性。

本交易设计了清仓回购条款，委托人可以按照资产的公允价值进行清仓回购，需满足下列条件：资产的未偿本金余额和在回购起算日¹²零点降至初始起算日资产池余额的

¹¹回售日系指资产支持票据持有人将所持有的优先级资产支持票据全部或部分回售给华润租赁的日期，为信托设立满三年之日。

¹²回购起算日系指（a）就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日系指受托人提出赎回或者受托人同意委托人提出赎回相应不合格资产要求的那个收款期间的最后一日。（b）就《信托合同》约定的清仓回购而言，回购起算日系指委托人向受

40%或以下，并且截至回购起算日零点剩余资产的市场价值不少于以下 A+B 之和：A 指在委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日前一日全部优先级票据的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级票据的利息总额加上信托税费和服务报酬之和；B 为数值 0 和截至回购起算日零点次级票据的未偿本金余额减去累计净损失（特指回购起算日所在收款期间前一个收款期间期末的累计净损失）的差值中数值较高者。

回购安排是发起机构华润租赁于既定条件下的一项选择权，该安排并未对本期票据提供任何结构性信用提升。若届时发起机构决定进行回购，则或会有利于减弱尾端风险。

（8）再投资风险

在本交易的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。针对这一风险，本交易制定了比较严格的合格投资标准：受托人将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以活期存款、定期存款、通知存款或协定存款存放于合格实体（主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构）。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

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

华润租赁业务发展迅速，风险管理规范，股东背景很强，整体运营情况及财务状况良好，联合资信给予其 AAA 的主体长期信用等级，其作为本交易的差额支付承诺人履约风险极低。

本交易的发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人为华润租赁。

华润租赁成立于 2006 年，原名华润租赁有限公司，2020 年 7 月 24 日变更为现名。华润租赁由中国华润有限公司（原名“中国华润总公司”，以下简称“华润总公司”）和华润（集

团）有限公司（以下简称“华润集团”）共同出资设立，初始注册资本为 2500 万美元，其中华润总公司和华润集团分别持股 60%和 40%。

2011 年 3 月，华润总公司将持有的 60%股权转让给华润股份有限公司（以下简称“华润股份”），华润集团将持有的 40%股权转让给御拓有限公司（以下简称“御拓”）。2013 年 2 月，华润股份将持有的 60%股权转让给御拓。至此，华润租赁成为御拓全资子公司。2013 年 2 月，御拓更名为华润医疗设备租赁有限公司，后于 2016 年 10 月再次更名为华润租赁（香港）有限公司（以下简称“华润租赁香港”），期间华润租赁注册资本及实收金额增至 1.55 亿美元。2018 年 2 月，华润租赁增资至 2.58 亿美元，华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”）、华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业”）成为新股东，分别持股 20%，原股东华润租赁香港持股比例为 60%。2019 年 6 月，华润租赁将注册资本由 2.58 亿美元变更为 17.84 亿元人民币。2019 年 11 月，华润租赁通过原有股东同比例增资及未分配利润转增股本的方式分别增加注册资本 10 亿元和 3 亿元，本次增资后华润租赁股权结构无变化，华润租赁香港持股 60%，华润医药控股和华润医药商业分别持股 20%。截至 2020 年 3 月末，华润租赁注册资本 30.84 亿元，实收资本为人民币 24.37 亿元，股权结构无变化。

华润租赁经营范围包括融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；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；与主营业务相关的商业保理业务（非银行融资类）。

截至 2019 年末，华润租赁合并资产总额 201.65 亿元，其中融资租赁资产余额 166.44 亿元；负债总额 171.29 亿元，所有者权益总额 30.36 亿元。2019 年，华润租赁实现营业收入

托人发出《清仓回购通知书》之日。

11.89 亿元，实现净利润 2.36 亿元。

截至 2020 年 3 月末，华润租赁合并资产总额 211.20 亿元，其中融资租赁资产余额 181.79 亿元；负债总额 180.15 亿元，所有者权益总额 31.05 亿元。2020 年 1—3 月，华润租赁实现营业收入 3.22 亿元，实现净利润 0.69 亿元。

经营分析

(a) 经营概况

华润租赁主营业务突出，主要是依托华润

集团的支持，开展能源环保、医疗健康、公用事业等板块的融资租赁业务，融资租赁及咨询服务营业收入占比高，且逐年提升。

华润租赁业务主要为融资租赁业务，主营业务突出且发展良好，近年来华润租赁利用融资租赁业务优势，为客户提供商业保理等各类相关服务，并依托能源业务团队，开展节能服务业务，收入和利润均持续提升。

表 3 华润租赁收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁及咨询服务收入	3.01	75.06	5.51	85.50	10.60	89.18	3.04	94.48
节能服务业务收入	0.55	13.81	0.35	5.40	0.67	5.67	0.03	0.97
保理业务收入	0.24	6.03	0.39	6.08	0.21	1.74	0.12	3.72
其他业务收入	0.20	5.10	0.19	3.03	0.41	3.41	0.03	0.83
合 计	4.02	100.00	6.44	100.00	11.89	100.00	3.22	100.00

资料来源：联合资信根据华润租赁审计报告及提供资料整理

2017—2019 年，华润租赁营业收入分别为 4.02 亿元、6.44 亿元和 11.89 亿元，整体呈上升趋势，主要系华润租赁业务规模不断扩大，融资租赁及咨询服务业务收入增加所致。2017—2019 年，华润租赁利润总额不断增长，分别为 1.25 亿元、1.87 亿元和 3.14 亿元。从营业收入构成看，2017—2019 年，华润租赁融资租赁及咨询服务业务收入分别为 3.01 亿元、5.51 亿元和 10.60 亿元，占营业收入的比重分别为 75.06%、85.50%和 89.18%，占比逐年提高。2017—2019 年，华润租赁节能服务业务收入分别为 0.55 亿元、0.35 亿元和 0.67 亿元；保理业务收入分别为 0.24 亿元、0.39 亿元和 0.21 亿元，规模均不大。

2020 年 1—3 月，华润租赁实现营业收入 3.22 亿元，其中融资租赁及咨询服务收入 3.04 亿元，占比 94.41%；节能服务业务收入 0.03 亿元，保理业务收入 0.12 亿元，其他业务收入 0.03 亿元，占比均较低。

(b) 业务经营分析

融资租赁业务

华润租赁融资租赁资产规模持续增长，行业及客户分布集中，能源环保、医疗健康和公用事业是华润租赁最主要的业务领域。

近年来，华润租赁融资租赁业务资产余额持续增长，业务模式以售后回租为主。2017—2019 年末，租赁资产余额分别 53.39 亿元、106.88 亿元和 166.44 亿元；其中，售后回租业务的资产余额分别为 39.05 亿元、75.53 亿元和 119.30 亿元。随着华润租赁融资租赁业务的扩张，当年融资租赁业务投放金额也相应增加。2017—2019 年，华润租赁当年融资租赁业务投放金额分别为 34.49 亿元、71.59 亿元和 90.43 亿元。

2020 年 1—3 月，华润租赁融资租赁投放金额 26.37 亿元。截至 2020 年 3 月末，华润租赁融资租赁资产余额为 181.79 亿元，其中售后回租业务资产余额 131.19 亿元，直租业务资产余额 50.60 亿元。

表4 华润租赁融资租赁业务概况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
期末租赁资产余额	53.39	106.88	166.44	181.79
其中：售后回租业务	39.05	75.53	119.30	131.19
直租业务	14.34	31.35	47.15	50.60
当期融资租赁投放金额	34.49	71.59	90.43	26.37

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

华润租赁融资租赁业务主要涉及能源环保、医疗健康、公用事业及其他四大板块。其中，能源环保板块目前是华润租赁融资租赁业

务重要板块之一，主要投放于光伏发电、风力发电等新能源领域；医疗健康板块是华润租赁依托华润集团、华润医药及华润医疗的资源优势，资产投放主要定位在县级二甲以上（含）的公立医院；公共事业板块于2017年拓展，资产主要投放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，集中在建筑施工行业和公路交通行业；其他租赁业务包括制造业、交通物流业、养殖业和市政园林等融资租赁项目。

表5 华润租赁融资租赁业务投放板块构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比	资产余额	占比
能源环保	27.69	51.87	70.17	65.65	107.99	64.88	119.56	65.77
医疗健康	9.02	16.90	6.93	6.48	10.83	6.51	11.47	6.31
公用事业	10.01	18.75	17.50	16.38	25.00	15.02	26.33	14.48
其他	6.66	12.47	12.28	11.49	22.61	13.59	24.43	13.44
合计	53.39	100.00	106.88	100.00	166.44	100.00	181.79	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

客户集中度方面，2017—2019年，单一最大客户融资租赁资产余额占期末净资产比重分别为47.98%、29.10%和19.83%，前五大客户融资租赁资产余额占期末净资产比重分别为193.55%、111.03%和85.34%，呈下降趋势。截至2020年3月末，单一最大客户和前五大客户融资租赁资产余额占期末净资产分别为18.81%和86.91%。

表6 华润租赁融资租赁业务客户集中度情况
（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
单一最大客户余额	6.04	6.69	6.02	5.84
单一最大客户占比	47.98	29.10	19.83	18.81
前五大客户余额	24.37	25.53	25.91	26.99
前五大客户占比	193.55	111.03	85.34	86.91

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

节能服务业务

节能服务业务主要由华润能源服务有限公司及其子公司经营，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。合同能源管理服务的开展模式为：华润租赁为用能单位提供节能项目节能解决方案、设计方案和施工，提供节能减排服务，包括将光伏发电方阵等设备接至用能单位指定电力并网点之前一切分布式光伏发电项目所需设备设施的采购、调试、验收和运维等内容，并收取用能单位电费。截至2020年3月末，华润租赁已完成三个项目合同签约，分别由金华润能、北京润能和苏州润安负责建设运营。其中金华润能项目已完工验收，北京润能和苏州润安项目正常经营且回款正常。

保理业务

保理业务规模及占比较小，主要分布于医疗健康板块。

从经营模式上，保理业务主要是卖方将应收账款债权转让至华润租赁，华润租赁一次性支付给卖方相应的保理融资款项，同时按相关约定收取保理融资利息。2017—2020年3月末，华润租赁保理业务资产余额分别为9.47亿元、

11.24 亿元、10.22 亿元和 9.56 亿元。

风险管理分析

华润租赁风险管理架构层级分明，建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，可以满足自身经营管理的需要。

华润租赁为全面风险管理体系，形成科学规范的风险评审制度、风险监管体系和法律保障制度，提高资产与业务风险管控能力和工作效率，保障华润租赁平稳健康运行，根据《公司章程》及相关法律法规，设立风险管理委员会、项目评审委员会，制定风险管理相关工作制度和授信政策指引，对资产、业务、管理、运营等层面的风险识别、风险评估、风险应对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。

华润租赁在经营过程中实行了“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，对战略风险和经营风险进行整体把控。风险管理与审计部属于风险管理委员会的常设部门，负责华润租赁的风险管理与审计工作，主要内容包括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、内控制度体系建设以及合规和审计管理工作。其他部门如法律合规部负责交易结构与合同的设计，出具审核报告以及参与项目评审等；运营部负责放款前风险管理；资产管理部负责放款后管理。各部门针对工作中发现的风险事项，逐项进行风险评估，做出风险判断，并对已识别的主要风险研究确定合理的或可接受的风险控制目标，会同相关部门或下属企业一并制定相应的风险控制措施，明确风险控制责任单位或个人。

财务分析

(a) 财务概况

华润租赁提供了 2017—2019 年财务报表，德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对 2017 年财务报告进行了审计，安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)对 2018 年以及 2019 年财

务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；华润租赁 2020 年第一季度财务报表未经审计。

合并范围上，2017 年，华润租赁合并财务报表范围未发生变动；2018 年，华润租赁合并财务报表范围新增 3 家子公司，均为华润租赁投资设立取得；截至 2019 年末，华润租赁合并范围未发生变化。总体来看，华润租赁财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，华润租赁合并资产总额 201.65 亿元，其中融资租赁资产余额 166.44 亿元；负债总额 171.29 亿元，所有者权益总额 30.36 亿元。2019 年，华润租赁实现营业收入 11.89 亿元，实现净利润 2.36 亿元。2019 年，华润租赁筹资活动前净现金流为-39.19 亿元，年末现金及现金等价物增加 14.98 亿元。

截至 2020 年 3 月末，华润租赁合并资产总额 211.20 亿元，其中融资租赁资产余额 180.15 亿元；负债总额 180.15 亿元，所有者权益总额 31.05 亿元。2020 年 1—3 月，华润租赁实现营业收入 3.22 亿元，实现净利润 0.69 亿元。2020 年 1—3 月，华润租赁筹资活动前净现金流为-13.97 亿元，年末现金及现金等价物较上年末减少 13.12 亿元。

(b) 资产构成

华润租赁资产规模快速增长，资产中长期应收款、应收保理款及货币资金占比大。资产流动性较弱，资产质量较好。

近年来，华润租赁资产总额快速增长，构成以长期应收款、应收保理款、货币资金为主。截至 2019 年末，华润租赁资产总额 201.65 亿元，其中长期应收款占比 75.54%，应收保理款占比 5.02%，货币资金占比 11.60%。

华润租赁长期应收款全部为应收融资租赁款。2017—2019 年，长期应收款逐年增长，主要由于融资租赁业务扩张较快所致。截至 2019 年末，华润租赁长期应收款余额为 152.33 亿元，计提减值准备 2.22 亿元；华润租赁长期应收款中由于银行借款质押所有权受限部分金额为

0.16 亿元，占比 0.16%，对华润租赁资产流动性影响不大。

表 7 华润租赁资产主要构成（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额	83.03	135.36	201.65	211.20
其中：货币资金	8.67	6.09	23.60	11.42
应收保理款	9.22	11.14	10.12	9.47
长期应收款（含一年内到期）	53.73	106.75	152.33	172.09

资料来源：华润租赁审计报告及财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，华润租赁货币资金余额在短暂下降后有所增长。截至 2019 年末，华润租赁货币资金余额 23.60 亿元，货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，其中其他货币资金为受限资金余额 5.41 亿元，占比 22.92%，主要为银行承兑汇票保证金。

华润租赁应收保理款为保理业务应收款项。保理业务在业务结构中占比稳定。截至 2019 年末，应收保理款 10.12 亿元。

2020 以来，华润租赁资产规模增速有所放缓。截至 2020 年 3 月末，华润租赁资产总额 211.20 亿元，较上年末增长 4.74%。其中，长期应收款 172.09 亿元，较上年末增长 12.97%，主要系华润租赁融资租赁业务及保理业务快速扩张所致；应收保理款 9.47 亿元，较上年末下降 6.42%；货币资金 11.42 亿元，较上年末大幅下降。

华润租赁融资租赁业务不良率较低且持续下降，资产质量较好。

2017—2019 年，华润租赁不良融资租赁资产余额分别为 0.16 亿元、0.14 亿元和 0.05 亿元，不良率分别为 0.31%、0.13%和 0.03%。不良资产均属于医疗健康板块，并均为民营医院。华润租赁通过促进不良客户债务重组等方式积极处置风险较高的租赁资产，并不断在经营过程中调整业务方向和客户选择标准，自 2017 年以来，华润租赁未发生新增不良项目。截至 2020 年 3 月末，华润租赁不良资产贷款余额 0.05 亿元，不良融资租赁资产率 0.03%。

表 8 华润租赁融资租赁业务不良率情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
不良融资租赁资产余额	0.16	0.14	0.05	0.05
不良融资租赁资产率	0.31	0.13	0.03	0.03

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

（c）负债与所有者权益

负债

近年来华润租赁债务总额快速增长，债务结构逐渐优化，与租赁项目相匹配的长期债务规模大幅增加，整体债务负担较重。

近年来，随着业务规模的扩张，华润租赁负债总额呈现快速增长趋势。截至 2019 年末，华润租赁负债总额 171.29 亿元。

华润租赁短期借款在 2018 年快速增长于 2019 年有所下滑。截至 2019 年末，华润租赁短期借款 15.76 亿元，其中信用借款 5.28 亿元，保证借款 10.48 亿元。截至 2020 年 3 月末，华润租赁短期借款 27.56 亿元，较上年末增长 74.87%。

截至 2019 年末，华润租赁应付票据 14.77 亿元，较上年末大幅度增长。截至 2020 年 3 月末，华润租赁应付票据 17.86 亿元，较上年末增长 20.92%，主要系华润租赁业务规模扩张，银行承兑汇票开具规模增加所致。

近年来，华润租赁一年内到期的非流动负债大幅增长，主要由一年内到期的长期借款、长期应付款构成。截至 2019 年末，华润租赁一年内到期的非流动负债 6.41 亿元，较上年末增长 25.69%；截至 2020 年 3 月末，华润租赁一年内到期的非流动负债 12.76 亿元，较上年末增长 106.01%，主要系随着华润租赁业务规模增长，与租赁项目相匹配的长期限负债规模相应增加。

近年来，华润租赁呈现长期借款快速增长趋势。截至 2019 年末，华润租赁长期借款 46.61 亿元，较年初大幅增加。截至 2020 年 3 月末，华润租赁长期借款 46.45 亿元，较年初基本持平。

截至 2019 年末，华润租赁应付债券 10.42 亿元，主要由华润租赁债以及资产支持票据构成。截至 2020 年 3 月末，华润租赁应付债券 19.04 亿元，较年初大幅增长，主要系华润租赁新发行公司债券所致。

近年来，由于华润租赁业务规模迅速扩张，有息债务规模快速增长，主要系随着业务规模增长，华润租赁调整债务结构，增加与租赁项目相匹配的长期债务规模所致。截至 2019 年末，华润租赁全部债务 94.39 亿元，较上年末

增长 39.05%；从债务结构看，短期债务占比 39.57%。截至 2020 年 3 月末，华润租赁全部债务 138.07 亿元，较上年末增长 46.28%；从债务结构看，短期债务占比 42.32%。

截至 2019 年末，华润租赁资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.94%、77.83%和 69.51%。截至 2020 年 3 月末，华润租赁资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.30%、81.64%和 71.95%，整体债务负担较重。

表 9 华润租赁负债及杠杆水平（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
全部债务	52.02	72.33	94.39	138.07
其中：短期债务	41.47	48.52	37.35	58.43
长期债务	10.54	23.81	69.21	79.64
资产负债率	84.83	83.01	84.94	85.30
全部债务资本化比率	80.51	75.88	77.83	81.64
负债总额	70.44	112.37	171.29	180.15

资料来源：联合资信根据审计报告及财务报表整理

华润租赁拥有较为畅通和多元的融资渠道，其中银行借款仍占比最大，为业务的开展提供了资金支持。

华润租赁主要以间接融资的方式获取资金，同时逐步开拓直接融资渠道。截至 2020 年 3 月末，华润租赁融资余额合计 150.82 亿元。从资金来源的渠道构成上看：银行借款 86.47 亿元，占融资总额的 57.33%；发行公司债券 8 亿元、PPN 疫情防控债 5 亿元，占融资总额的 8.62%；发行绿色资产支持票据 13.47 亿元，优先级余额 0.48 亿元，扶贫 ABN 债券（疫情防控债）7.95 亿元，优先级余额 5.58 亿元，占融资总额的 4.02%；通过同业融资 14.06 亿元，占融资总额的 9.32%；华润集团股东借款及内部借款合计 31.23 亿元，占融资总额的 20.71%。资金成本方面，目前银行对华润租赁的贷款定价在基准及基准以下，华润租赁能以较低成本获取资金。

从授信合作机构来看，截至 2020 年 3 月末，华润租赁已取得 30 家金融机构共计 251.60 亿

元的资金授信额度，目前已使用额度 95.64 亿元，尚未使用额度 155.96 亿元，充足的授信额度为业务发展提供了良好的资金支持。

所有者权益

华润租赁所有者权益规模快速增长，实收资本及未分配利润占比较高，所有者权益稳定性尚可。

华润租赁主要通过股东注资及利润留存补充资本，近年来所有者权益呈现增长趋势。2017—2019 年，华润租赁所有者权益年均复合增长 55.28%。截至 2019 年末，华润租赁所有者权益合计 30.36 亿元，较上年末增长 32.36%，主要系华润医药控股有限公司、华润医药商业集团有限公司分别增资所致。截至 2019 年末，华润租赁所有者权益中实收资本占比 80.28%，未分配利润占比 10.09%，资本公积占比 7.81%，盈余公积占比 1.82%。

截至 2020 年 3 月末，华润租赁所有者权益合计 31.05 亿元，较上年末有所增长，主要系未分配利润增长所致。

(d) 盈利能力

随着资产及经营规模的扩大，华润租赁收入及利润规模持续增长，整体盈利能力尚可；但由于业务起步较晚，华润租赁仍处于业务拓展期，盈利水平有所波动。

近年来，随着业务规模增长，华润租赁营业收入快速增长。2019年，华润租赁实现营业收入11.89亿元，同比增长84.63%，主要系华润租赁融资租赁及咨询服务业务收入增加所致。

华润租赁营业成本以利息支出为主，2017—2019年，利息支出分别为2.81亿元、3.29亿元和6.47亿元。

华润租赁资产减值主要由长期应收款坏账损失构成，2018年以前计入资产减值损失科目，2018年因会计政策变更整至信用减值损失科目。2017—2019年，长期应收款坏账损失分别为0.19亿元、0.65亿元和1.20亿元。

2017—2019年，华润租赁利润总额呈现较快增长趋势，2019年利润总额为1.87亿元，较上年增长67.91%。

从盈利指标来看，2017—2019年，华润租赁总资产收益率分别为1.60%、1.31%和1.40%；净资产收益率分别为8.45%、8.05%和8.85%。华润租赁盈利能力尚可，总资产收益率、净资产收益率和营业利润率处于较高水平，但盈利水平有所波动，主要系华润租赁处于业务拓展期，前期投入的快速增加导致资产规模与负债规模增长较快，相应融资规模增加导致利息支出相应增加，而租赁业务收入增长率低于资产规模与负债规模的增长率所致，华润租赁权益规模增长对净资产收益率形成一定摊薄，增资扩股效用尚未完全显现。

表10 华润租赁盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	4.02	6.44	11.89
营业成本	1.91	3.56	6.63
利润总额	1.25	1.87	3.14
净利润	1.02	1.43	2.36

总资产收益率	1.60	1.31	1.40
净资产收益率	8.45	8.05	8.85

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2020年1—3月，华润租赁实现营业收入3.22亿元，较上年同期增长28.80%；实现净利润0.69亿元，较上年同期增长35.29%。

(e) 现金流

华润租赁现金流主要依赖于筹资活动，筹资活动现金流对华润租赁经营和投资活动资金缺口覆盖能力较好；未来随着业务的扩张，华润租赁仍有较大资金需求。

经营活动方面，近年来，华润租赁经营活动产生的现金流净流出额分别为20.86亿元、45.02亿元和36.71亿元，经营性净现金流持续净流出，主要系融资租赁业务的投放金额分多年回收，随着华润租赁业务规模的扩大，投放金额增加额高于回收金额，导致经营性现金流入高于经营性现金流入。

表11 华润租赁现金流情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
经营性现金流量净额	-20.86	-45.02	-36.71
投资性现金流量净额	-6.09	1.60	-2.48
筹资性现金流量净额	31.01	41.54	54.17
现金及现金等价物净增加额	4.07	-1.89	14.98
期末现金及现金等价物余额	6.08	4.19	19.17

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，近年来华润租赁投资活动产生的现金流量净额分别为-6.09亿元、1.60亿元和-2.48，投资性现金流2019年转为净流出，主要由于2019年华润租赁加大理财产品投资所致。2017—2019年，华润租赁筹资活动前净现金流分别为-26.95亿元、-43.42亿元和-39.19亿元，华润租赁经营和投资活动现金流对筹资活动依赖较大。

筹资活动方面，华润租赁筹资活动现金流入分别为59.06亿元、137.34亿元和163.55亿元，主要系取得借款、发行债券及吸收投资取

得的现金等；同期，华润租赁筹资活动现金流出分别为 28.04 亿元、95.81 亿元和 109.38，主要系偿还债务支付的现金。

(f) 偿债能力

近年来，华润租赁负债规模增长较快，短期偿债压力较大，盈利对债务的覆盖倍数较低，但对利息的覆盖程度较好。考虑到股东对其资金及业务经营的支持力度，华润租赁整体偿债能力尚可。

短期偿债能力方面，近年来，华润租赁流动资产持续增长，流动比率呈现波动增长趋势。2017—2019 年末，流动比率分别为 0.62 倍、0.55 倍和 0.72 倍。截至 2019 年末，华润租赁一年内到期的应收融资租赁款为 27.40 亿元，对短期债务的覆盖率为 73.36%。整体看，华润租赁短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面，华润租赁 EBITDA 持续增长，分别为 3.18 亿元、5.44 亿元和 9.78 亿元，主要系随着经营规模的扩大，利润总额大幅增加，同时融资需求的增加导致利息支出增加所致。2017—2019 年，华润租赁 EBITDA 利息倍数分别为 2.17 倍、1.65 倍和 1.51 倍，盈利对利息支出的保障程度有所下降，但仍处于合理水平；EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.08 倍和 0.09 倍，华润租赁盈利对债务的覆盖倍数较低，主要系融资租赁行业公司依赖撬动杠杆经营所致。

表 12 华润租赁偿债能力指标（单位：%、亿元、倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	62.02	54.28	72.42
EBITDA	3.18	5.44	9.78
EBITDA 利息倍数	2.17	1.65	1.51
EBITDA 全部债务比	0.06	0.08	0.09

资料来源：联合资信根据审计报告整理

(2) 资金保管机构

农业银行财务状况优良、风险控制能力较强。联合资信认为，作为本次交易资金保管机构，农业银行拥有良好的运营能力，本交易因

农业银行丧失履约能力而发生违约的风险很小。

本交易的资金保管银行为中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）深圳市分行。农业银行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行，2009 年 1 月，农业银行整体改制为股份有限公司；2010 年 7 月，分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市（股票代码：601288.SH 和 01288.HK）。截至 2019 年底，农业银行股本总额 3499.83 亿元，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 40.03%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 35.29%。

截至 2019 年底，农业银行总资产 248782.88 亿元，其中发放贷款和垫款 128196.10 亿元；负债总额 229185.26 亿元，其中吸收存款 185428.61 亿元。2019 年，农业银行实现营业收入 6272.68 亿元，净利润 2129.24 亿元，经营活动现金流净额为 3525.71 亿元。截至 2019 年底，农业银行不良贷款率为 1.40%，拨备覆盖率为 288.75%，核心一级资本充足率 11.24%，一级资本充足率 12.53%，资本充足率 16.13%，均满足监管要求。

农业银行是国内首批获得证券投资基金托管业务资格的商业银行之一，十多年来，始终保持托管业务零差错的记录，获得了监管层和业内的一致好评。农业银行在业务实践中，积累了丰富的托管经验，形成一套完善的业务营销体系，利用自身丰富的客户资源和系统优势，在做好资产保管、资金清算和资产估值等基础服务的同时，为客户提供市场信息、收益代收、现金管理、代理投票、绩效评估、风险分析等多种增值服务。截至 2019 年底，农业银行托管资产规模 98838.59 亿元，较上年末增长 7.2%。

农业银行针对客户资金托管业务面临的操作风险、信誉风险、合规性风险以及系统风险制定了明确的风险管理制度。业务经办行应根据开办客户资金托管业务的实际需要落实场地、设备及人员安排。在业务办理过程中确立

双人控制制度和人员备份制度；各类操作流程必须具备可操作性。业务经办行须在总行授权的范围内开展客户资金托管业务，不得擅自越权办理；签署的托管协议中涉及托管人义务和职责的各项条款要符合法律法规的规定。

(3) 受托人/受托机构

华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的信托业务经验，本交易因华润信托尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易的受托人/受托机构是华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）。华润信托原名深圳市信托投资公司，于1982年8月成立，初始注册资本0.60亿元。后经历次增资及股权变更，截至2019年底，华润信托注册资本为110亿元；控股股东华润股份有限公司持股比例为51%，深圳市投资控股有限公司49%。

截至2019年底，华润信托资产总额262.55亿元，所有者权益227.84亿元；2019年全年实现营业收入30.46亿元，净利润28.05亿元。截至2019年末，华润信托信托资产规模9548.86亿元，信托负债合计223.43亿元，信托权益合计9325.42亿元；2019年全年实现信托项目营业收入773.47亿元，信托利润685.69亿元。

华润信托主要经营业务为信托业务和固有业务。信托业务主要种类包括：债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财权信托、资产证券化信托、公益信托和事务信托。固有业务是指使用公司固有资金进行的投资活动，包括但不限于公司信托产品投资、股权类投资、其它金融产品投资等，以及在符合公司固有资金运用原则下开展授信类业务，包括但不限于同业拆放、贷款（含过桥贷款）、提供增信、担保等。

华润信托具有完善的法人治理结构，股东会、董事会、监事会与经营层按照法律法规、公司章程和其他管理制度的要求各自独立履行职责。

风险管理方面，公司建立了全面的风险管

理框架：第一道防线由各职能部门和业务条线组成，在业务前端识别、评估、应对、监控与报告风险；第二道防线由风险管理委员会和风险管理部组成，综合协调制定各类风险制度、标准和限额，提出应对建议；第三道防线由审计委员会和内部审计部门组成，针对公司已经建立的风险管理流程和各项风险的控制程序和活动进行监督。

4. 法律及其他要素分析

北京德恒（深圳）律师事务所为本交易出具法律意见。

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，接受交易商协会自律管理，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》等法律、法规和规范性法律文件的规定担任本项目发起机构的资质，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》等法律、法规和规范性文件的规定完成发行；本次发行的发行文件已按照《资产支持票据指引》《注册文件表格体系》《管理办法》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，本次发行的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》等法律、法规和规范性文件要求的相关资质，除发行载体管理机构华润信托外，其他各中介机构与发起机构之间不存在关联关系；基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，真实有效、权属明确，不存在任何抵押、质押等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应措施，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，确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；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》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，可以有效缓解华润租赁代为收取的回收款与华润租赁自有财产的混同风险，具备有效的

风险隔离效果；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》等法律、法规和规范性文件的规定，合法有效；本项目在履行完毕交易商协会规定的相关注册手续后，本项目项下交易以及本期票据在全国银行间债券市场的发行合法合规，不违反《公司法》《合同法》《信托法》等法律法规的规定，符合《资产支持票据指引》《管理办法》以及交易商协会规则指引等的规定；截至法律意见出具日，发起机构不存在对本次发行构成实质影响的重大潜在法律风险，发起机构不存在对其正常经营及本次发行造成重大不利影响的重大诉讼、仲裁及行政处罚事项。

三、基础资产分析

资产池承租人集中度偏高，行业分布单一，且资产池剩余期限很长，但未偿本金余额占比79.91%的资产由信用等级为AA_s（含）以上的企业提供保证担保，资产池加权平均信用等级为AA_s/A_s⁺。

联合资信对本交易基础资产的评估主要着眼于资产池的整体表现，即信用损失分布的整体形态。通常情况下，入池资产承租人的信用等级、行业和地区以及承租人集中度、承租人之间的相关性以及入池资产的剩余期限分布均会对组合信用风险概率分布的形态（尤其是尾部形态）有重要影响。联合资信将根据承租人的信用风险及特定融资租赁合同项下剩余全部融资租赁债权及其附属担保权益产生的现金流，分析现金流对票据的保障能力。

1. 资产池分析

本交易基础资产涉及30笔入池资产，截至初始起算日，基础资产的未偿本金余额为178129.51万元。

截至初始起算日，资产池概要统计如表13所示：

表13 资产池概况

资产池未偿本金余额	178129.51 万元
单笔资产最大未偿本金余额	13125.00 万元
单笔资产平均未偿本金余额	5937.65 万元
单个承租人平均未偿本金余额	8482.36 万元
资产池初始本金总额	188932.77 万元
单笔资产最高初始本金金额	15000.00 万元
单笔资产平均初始本金金额	6297.76 万元
资产池应收租金余额	225255.28 万元
单笔资产最高租金余额	16617.23 万元
单笔资产平均租金余额	7508.51 万元
单个承租人平均租金余额	10726.44 万元
保证金总额	6331.88 万元
承租人户数	21 户
入池资产笔数	30 笔
资产池加权平均信用等级	AA _s /A _s ⁺
加权平均现行租赁利率	6.72%
单笔资产最高现行租赁利率	8.50%
单笔资产最低现行租赁利率	4.61%
加权平均合同期限	90.42 个月
单笔资产最长合同期限	120.10 个月
单笔资产最短合同期限	48.03 个月
加权平均账龄	9.30 个月
加权平均剩余期限	81.12 个月

单笔资产合同最长剩余期限	116.81 个月
单笔资产合同最短剩余期限	45.83 个月
正常类资产金额占比	100%
单一最大承租人未偿本金余额占比	11.41%
前五大承租人未偿本金余额占比	46.40%

注：1.合同期限是指起租日至租赁合同到期日的时间区间，合同期限=12*（租赁合同到期日-起租日）/365，不取整数，下同；2.剩余期限是指自资产池初始起算日至租赁合同到期日的时间区间，剩余期限=12*（租赁合同到期日-资产池初始起算日）/365，下同；3.资产池加权平均信用等级为考虑保证后的影子评级
资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

（1）入池资产未偿本金余额分布

截至初始起算日，本交易入池资产单笔平均未偿本金余额为 5937.65 万元，单笔最大未偿本金余额为 13125.00 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 7.37%。从未偿本金余额分布来看，分布于 9000 万元（不含）至 12000 万元（含）区间的入池资产未偿本金余额占比最大，合计为 35.32%；其次为 6000 万元（不含）至 9000 万元（含）区间，未偿本金余额合计占比 34.85%，具体分布如表 14 所示：

表 14 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
(0,3000]	9	9226.78	5.18
(3000,6000]	6	30790.40	17.29
(6000,9000]	8	62072.17	34.85
(9000,12000]	6	62915.17	35.32
12000 以上	1	13125.00	7.37
合 计	30	178129.51	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0,3000]表示大于0但小于等于3000，下同

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

（2）入池资产保证金分布

保证金系指承租人为担保资产项下租赁合同的履行而根据租赁合同等资产文件约定向委托人提供的租赁保证金，保证金可用于冲抵逾期租金或其他款项或冲抵最后一期或几期的租金。截至初始起算日，本交易共有 8 笔入池资产无保证金，剩余 22 笔入池资产的保证金余额分布在 0 到 1000 万元（含）之间，合计为 6331.88 万元，具体分布如表 15 所示：

表 15 入池资产保证金余额分布

（单位：万元、笔、%）

保证金余额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	8	44946.93	25.23
(0,200]	10	34773.44	19.52
(200,500]	9	73014.64	40.99
(500,1000]	3	25394.50	14.26
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

（3）入池关联资产分布

入池资产中共有两笔资产的承租人与发起机构华润租赁存在关联关系，分别为北京润能能源服务有限公司（以下简称“北京润能”）和苏州润安新能源有限公司（以下简称“苏州润安”）。华润租赁的全资子公司华润能源服务有限公司通过“深南 92 号单一资金信托”设立了深圳润能能源服务有限公司（以下简称“深圳润能”），并作为深圳润能的实际投资人、管理人和受益人。北京润能和苏州润安为深圳润能的全资子公司。两笔关联资产在整个资产池中占比很小，未偿本金余额合计为 787.56 万元，占资产池未偿本金余额的 0.44%，具体情况如表 16 所示：

表 16 入池资产中与发起机构存在关联关系的资产情况（单位：笔、万元、%、月）

承租人	资产笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	初始本金金额	合同期限	剩余期限	所属行业	所在地区
北京润能能源服务有限公司	1	473.47	0.27	478.90	96.07	86.83	电力、热力生产和供应业	北京
苏州润安新能源有限公司	1	314.09	0.18	336.19	96.07	82.78	电力、热力生产和供应业	江苏
合 计	2	787.56	0.44	815.10	—	—	—	—

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(4) 入池资产担保情况

本交易入池资产的担保情况如表 17 所示：

表 17 入池资产担保方式分布
(单位：笔、万元、%)

担保方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
企业保证+质押	20	124156.70	69.70
企业保证+自然人保证+质押	6	43585.27	24.47
自然人保证+质押	2	9599.98	5.39
信用	2	787.56	0.44
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

本交易入池资产的担保方式主要为企业保证+质押担保，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。

(5) 入池资产租赁类型

本交易入池资产的租赁类型分布如表 18 所示：

表 18 入池资产租赁类型分布
(单位：笔、万元、%)

租赁类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
售后回租	14	104776.96	58.82
直接租赁	16	73352.55	41.18
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

本交易入池资产的租赁类型分为售后回租和直接租赁，其中售后回租的未偿本金余额占比较大。

(6) 入池资产租赁物性质

本交易入池资产的租赁物主要分为光伏发电设备、风力发电设备、生物质发电设备和垃圾发电设备，其中租赁物为光伏发电设备的资产未偿本金余额占比较高，为 68.43%。具体分布如表 19 所示：

表 19 入池资产租赁物性质分布
(单位：笔、万元、%)

租赁物性质	笔数	未偿本金余额	金额占比
光伏发电设备	23	121894.55	68.43
风力发电设备	4	37834.98	21.24
生物质发电设备	2	9599.98	5.39
垃圾发电设备	1	8800.00	4.94
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(7) 入池资产承租人影子评级

联合资信综合分析了由委托人提供的入池资产的资料，对入池资产的信用风险进行了评估。联合资信对基础资产对应的租赁款进行信用风险评估时考虑了承租人的信用质量和保证人（如有）的保证效力，不考虑抵/质押物的影响。按照上述原则，联合资信逐笔评定承租人的影子级别。联合资信给予入池资产的承租人、保证人和入池资产的最终影子评级结果如表 20、表 21 和表 22 所示：

表 20 入池资产承租人影子评级结果
(单位：户、笔、万元、%)

影子级别	承租人户数	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
A _s	3	3	26818.18	15.06
BBB ⁺ _s	1	1	7376.32	4.14
BBB _s	2	2	17460.63	9.80
BBB ⁻ _s	4	8	59889.64	33.62
BB ⁺ _s	1	2	9599.98	5.39
BB _s	3	5	31746.83	17.82
BB ⁻ _s	1	1	2378.33	1.34
B ⁺ _s	1	1	1335.12	0.75
B _s	3	5	20736.93	11.64
B ⁻ _s	2	2	787.56	0.44
合 计	21	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

表 21 入池资产非自然人保证人的影子评级结果
(单位：户、笔、万元、%)

影子级别	保证人户数	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
AA ⁺ _s	1	2	17511.11	9.83
AA _s	2	5	38835.63	21.80

AA _s	6	16	86000.74	48.28
A _s ⁺	1	3	25394.50	14.26
合 计	10	26	167741.97	94.17

注：若一个承租人有多个保证人，则披露级别最高的保证人影子评级

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

表 22 入池资产影子评级结果
(单位：户、笔、万元、%)

影子级别	承租人户数	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _s ⁺	1	2	17511.11	9.83
AA _s	4	5	38835.63	21.80
AA _s ⁻	10	16	86000.74	48.28
A _s ⁺	3	3	25394.50	14.26
BB _s ⁺	1	2	9599.98	5.39
B _s ⁻	2	2	787.56	0.44
合 计	21	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

本交易入池资产承租人加权平均信用级别介入 BB_s⁺和 BB_s之间，记为 BB_s⁺/BB_s。根据上述影子评级结果及入池资产剩余期限，并结合信用等级量化因子，联合资信评定本交易资产池加权平均信用级别介于 AA_s⁻和 A_s⁺之间，记为 AA_s⁻/A_s⁺，该结果表明资产池整体信用质量较好。

(8) 入池资产承租人和保证人集中度

截至初始起算日，本交易入池资产前五大承租人的未偿本金余额占比为 46.40%，最大承租人未偿本金余额占比为 11.41%；入池资产中由前五大保证人提供保证担保的资产未偿本金余额占比为 63.29%，最大保证人提供保证担保的资产未偿本金余额占比为 14.26%。前五大承租人和保证人的具体情况如下所示：

表 23 前五大承租人情况 (单位：笔、万元、%、月)

承租人	资产笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	初始本金金额	合同期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保性质
承租人 1	2	20323.87	11.41	20338.40	120.10	112.21	电力、热力生产和供应业	河北	企业保证+质押
承租人 2	3	18190.77	10.21	18190.77	120.10	111.25	电力、热力生产和供应业	黑龙江	企业保证+自然人保证+质押
承租人 3	2	17511.11	9.83	17511.11	120.10	116.81	电力、热力生产和供应业	江苏	企业保证+质押
承租人 4	2	13500.00	7.58	15000.00	60.03	52.34	电力、热力生产和供应业	宁夏	自然人保证+质押
承租人 5	1	13125.00	7.37	13125.00	96.07	82.92	电力、热力生产和供应业	安徽	企业保证+质押
合 计	10	82650.75	46.40	84165.28	—	—	—	—	—

注：若涉及同一承租人的多笔资产，则剩余期限以该承租人剩余期限最长的一笔资产为准，下同

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

表 24 前五大保证人情况 (单位：户、笔、万元、%、月)

保证人	担保承租户数	担保资产笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	初始本金金额	合同期限	剩余期限	所属行业	所在地区
保证人 1	3	3	25394.50	14.26	25394.50	60.03	47.54	电气机械和器材制造业	广东
保证人 2	3	3	25335.63	14.22	26460.63	96.07	84.03	专用设备制造业	北京
保证人 3	2	4	23498.54	13.19	23498.54	96.07	91.33	电气机械和器材制造业	山东
保证人 4	1	2	20323.87	11.41	20338.40	120.10	112.21	电力、热力生产和供应业	北京
保证人 5	1	3	18190.77	10.21	18190.77	120.10	111.25	电气机械和器材制造业	黑龙江
合 计	10	15	112743.32	63.29	113882.84	—	—	—	—

注：若涉及同一保证人的多笔资产，则剩余期限以该保证人担保的剩余期限最长的一笔资产为准，下同

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

可以看出，本交易资产池承租人和保证人集中度较高，未偿本金占比较高的承租人和保

证人的信用表现会对资产池整体的信用水平有较大影响。

本交易入池资产未偿本金余额占比最大的承租人为康保协合徐五林风力发电有限公司（以下简称“康保协和”）。本次入池资产中，康保协和对应 2 笔合同，涉及未偿本金余额 20323.87 万元，占比 11.41%。康保协和成立于 2014 年 9 月，初始注册资本为人民币 300 万元。历经多次增资，截至 2019 年底，康保协和注册资本为人民币 13230.56 万元，河北优华新能源开发有限公司持有其 100% 股权。康保协和经营范围为开发建设运营风力电厂、风力发电技术咨询、培训及服务和研究开发，提供工程配套服务（项目筹建），风电产品销售，风电项目投资。截至 2019 年底，康保协和资产总额 41249.15 万元，其中流动资产 5058.55 万元，非流动资产 36190.60 万元，资产构成以在建工程为主，在建工程全部为 35205.02 万元的康保协和徐五林 48 兆瓦风电场项目；负债总额 28018.63 万元，其中流动负债 7709.70 万元，非流动负债 20308.92 万元；所有者权益合计 13230.53 万元，其中实收资本 13230.56 万元，未分配利润 -0.03 万元。2019 年，康保协和电厂项目尚未并网发电，暂无营业收入，预计于 2020 年实现并网发电。2019 年，康保协和无经营活动产生的现金流，投资活动产生的现金流量净额为 2633.48 万元，筹资活动产生的现金流量净额为 -2647.57 万元。总体看，康保协和电厂项目尚在建设中，随着后续并网发电预计会产生稳定电费收入。

本交易入池资产未偿本金余额占比第二大的承租人为安达市晟晖新能源科技有限公司（以下简称“安达晟晖”）。本次入池资产中，安达晟晖对应 3 笔合同，涉及未偿本金余额 18190.77 万元，占比 10.21%。安达晟晖成立于 2017 年 12 月，初始注册资本为人民币 2000 万元。经过增资与股权变更，截至 2019 年底，安达晟晖注册资本为人民币 6450.80 万元，融和电投一号（嘉兴）创业投资合伙企业（有限合伙）和融和电投三号（嘉兴）创业投资合伙企业（有限合伙）分别持有其 99.99% 和 0.01% 股权。安达晟晖经营范围为对风能、太阳能、生

物质能、沼气、地热能发电项目的建设投资、开发、运营、维护；发电技术咨询、交流、推广服务。截至 2019 年底，安达晟晖资产总额 35517.79 万元，其中流动资产 12586.17 万元，非流动资产 22931.62 万元，资产构成以固定资产为主，固定资产净额 21705.70 亿元；负债总额 28746.55 万元，其中流动负债 10858.57 万元，构成以对哈尔滨九洲电气股份有限公司（以下简称“九洲电气”）的应付账款及其他应付款为主，非流动负债 17887.98 万元，全部为融资租赁业务产生的长期应付款；所有者权益合计 6771.24 万元，其中实收资本 6450.00 万元。2019 年，安达晟晖实现营业收入 4337.84 万元，净利润 1331.25 万元，经营活动产生的现金流量净额 2859.76 万元，现金及现金等价物净增加额 868.54 万元。总体看，安达晟晖光伏发电项目已产生稳定电费收入，对未偿租金的按时偿付起到积极作用。

本交易入池资产保证人中涉及未偿本金余额占比最大的保证人为易事特集团股份有限公司（以下简称“易事特”）。本次入池资产中，易事特共担保 3 户承租人的 3 笔合同，涉及未偿本金余额 2.54 亿元，占比 14.26%。易事特成立于 2001 年 6 月，初始注册资本为人民币 0.018 亿元。2014 年 1 月，易事特挂牌上市，股票代码 300376.SZ。经过数次股权变更与增资，截至 2019 年底，易事特注册资本为人民币 23.28 亿元，控股股东为扬州东方集团有限公司，持股比例为 55.85%。易事特主要从事 UPS、EPS、光伏逆变器等功率电子装置的研发、生产、销售和服务。易事特作为国内高端电源装备制造龙头企业之一，在品牌知名度、技术研发水平、营销服务体系等方面具有显著的竞争优势。近年来，易事特大力发展光伏产品集成业务，资产规模和营业收入迅速扩大。截至 2019 年底，易事特合并资产总额 126.77 亿元，负债合计 71.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 55.10 亿元，归属于母公司的所有者权益 52.56 亿元。2019 年，易事特实现营业收入 38.73

亿元，净利润（含少数股东损益）4.23 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.35 亿元。截至 2020 年 3 月底，易事特合并资产总额 130.61 亿元，负债合计 73.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 56.73 亿元，归属于母公司的所有者权益 53.42 亿元。2020 年 1—3 月，易事特实现营业收入 7.68 亿元，净利润（含少数股东损益）0.65 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.77 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.65 亿元。总体看，易事特作为上市公司，在产品技术和资金实力方面有竞争优势，一定程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。

本交易入池资产保证人中涉及未偿本金余额占比第二大的保证人为北京京运通科技股份有限公司（以下简称“京运通”）。本次入池资产中，京运通共担保 3 户承租人的 3 笔合同，涉及未偿本金余额 2.53 亿元，占比 14.22%。京运通成立于 2002 年 8 月，初始注册资本为人民币 0.005 亿元。2011 年 9 月，京运通挂牌上市，股票代码 601908.SH。经过数次股权变更与增资，截至 2019 年底，京运通注册资本为人民币 19.93 亿元，控股股东为北京京运通达兴科技投资有限公司，持股比例为 35.08%，实际控制人为冯焕培、范朝霞夫妇。京运通主营多晶硅片的生产销售和光伏发电业务，已形成了涵盖太阳能光伏设备、多晶硅棒、多晶硅片的生产销售及太阳能光伏发电的多业务协同发展格局。京运通作为国内太阳能光伏行业的上市公司之一，在产业链布局、技术及工艺水平、光伏电站装机及发电规模等方面继续保持一定的竞争优势。截至 2019 年底，京运通合并资产总额 168.35 亿元，负债合计 95.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 72.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 71.40 亿元。2019 年，京运通实现营业总收入 20.57 亿元，净利润（含少数股东损益）2.76 亿元，其中归属于

母公司所有者的净利润 2.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.33 亿元。截至 2020 年 3 月底，京运通合并资产总额 169.64 亿元，负债合计 96.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 73.38 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.25 亿元。2020 年 1—3 月，京运通实现营业总收入 7.28 亿元，净利润（含少数股东损益）0.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -1.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.69 亿元。总体看，京运通作为上市公司实力很强，很大程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。

本交易入池资产保证人中涉及未偿本金余额占比第三大的保证人为青岛天能重工股份有限公司（以下简称“天能重工”）。本次入池资产中，天能重工共担保 2 户承租人的 4 笔合同，涉及未偿本金余额 2.35 亿元，占比 13.19%。天能重工成立于 2006 年 3 月，主要从事风机塔架及其相关产品的制造和销售，同时积极拓展新能源发电业务（主要是风力发电和光伏发电业务）。2016 年 11 月，天能重工挂牌上市，股票代码 300569.SZ。截至 2019 年底，天能重工注册资本为 2.25 亿元，实际控制人郑旭的持股比例为 30%。截至 2019 年底，天能重工合并资产总额 58.17 亿元，负债合计 37.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 21.14 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 20.55 亿元。2019 年，天能重工实现营业总收入 24.64 亿元，净利润（含少数股东损益）2.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-1.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.83 亿元。截至 2020 年 3 月底，天能重工合并资产总额 61.23 亿元，负债合计 39.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 21.72 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 21.10 亿元。2020 年 1—3 月，天能重工实现营业总收入 3.28 亿元，净利润（含少数

股东损益) 0.35 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为-2.30 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.72 亿元。总体看, 天能重工作为上市公司实力很强, 很大程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。

本交易入池资产保证人中涉及未偿本金余额占比第四大的保证人为协合风电投资有限公司(以下简称“协合风电”)。本次入池资产中, 协合风电共担保 1 户承租人的 2 笔合同, 涉及未偿本金余额 2.03 亿元, 占比 11.41%。协合风电成立于 2008 年 12 月, 初始注册资本人民币 3 亿元。经过数次股权变更与增资, 截至 2019 年底, 协合风电注册资本为人民币 31 亿元, 北京国华爱地风电运行维护技术服务有限公司持有 100% 股权。协合风电是协合新能源集团有限公司在国内的新能源电源投融资平台, 项目储备丰富, 参与新能源电源产业链中的项目开发、建设和运营环节, 核心业务收入为发电业务收入和 EPC 业务收入(包含电力设备购销业务、工程实施、设计及咨询业务)。截至 2019 年底, 协合风电合并资产总额 193.92 亿元, 负债合计 134.51 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 合计 59.42 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 54.60 亿元。2019 年, 协合风电实现营业收入 17.28 亿元, 净利润(含少数股东损益) 7.31 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 7.27 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为 6.35 亿元, 现金及现金等价物净增加额 5.50 亿元。总体看, 协合风电有很强的股东背景和财务实力, 很大程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。

本交易入池资产保证人中涉及未偿本金余额占比第五大的保证人为九洲电气。本次入池资产中, 九洲电气共担保 1 户承租人的 3 笔合同, 涉及未偿本金余额 1.82 亿元, 占比 10.21%。九洲电气成立于 1997 年 8 月, 于 2009 年 12 月挂牌上市, 股票代码 300040.SZ。截至 2019 年底, 九洲电气注册资本人民币 3.43 亿元, 其中

李寅持股 20.78%, 赵晓红持股 15.79%, 实际控制人为李寅、赵晓红夫妇。九洲电气主要从事电气及相关设备制造和新能源业务, 在技术研发水平、营销服务体系、产业链布局以及客户质量等方面具有竞争优势。截至 2019 年底, 九洲电气合并资产总额 49.55 亿元, 负债合计 28.97 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 合计 20.58 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 20.23 亿元。2019 年, 九洲电气实现营业收入 7.91 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.56 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为 0.56 亿元, 现金及现金等价物净增加额 2.26 亿元。截至 2020 年 3 月底, 九洲电气合并资产总额 50.05 亿元, 负债合计 29.29 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 合计 20.76 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 20.39 亿元。2020 年 1—3 月, 九洲电气实现营业收入 1.95 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.18 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.16 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为-0.14 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.87 亿元。总体看, 九洲电气作为上市公司, 在产品技术和资金实力方面具有竞争优势, 很大程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。

总体来看, 本次资产池承租人集中度较高, 虽部分大额承租人尚未实现并网发电, 但绝大部分租赁合同设有一定程度的外部增信安排, 会对单笔租赁资产的信用水平有积极影响, 随着项目并网发电产生电费收入, 也会对未偿租金的按时偿付起到积极作用。另外, 本次资产池保证人集中度较高, 但大额保证人实力很强, 大部分是上市公司, 信用水平很高, 在很大程度上保障了承租人租赁债务的按时偿付。联合资信在组合信用风险分析模型和关键债务人违约压力测试模型中已考虑了承租人和保证人集中度的影响, 评级结果已经反映了集中度风险。

(9) 入池资产租金支付频率

本交易入池资产租金支付频率全部为按季

度支付。

(10) 入池资产利率分布

本交易入池资产租赁利率全部采用浮动利率，按照人行 5 年期以上同期贷款基准利率上浮，浮动幅度不尽相同。

本交易入池资产加权平均现行租赁利率为 6.72%，利率分布在 4.00%到 9.00%之间，具体分布如表 25 所示：

表 25 入池资产现行租赁利率分布
(单位：%、笔、万元)

利率	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
(4,5]	1	8996.92	5.05
(5,6]	6	50221.46	28.19
(6,7]	8	24737.67	13.89
(7,8]	14	93859.37	52.69
(8,9]	1	314.09	0.18
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(11) 入池资产合同期限分布

本交易入池资产加权平均合同期限为 90.42 个月，单笔资产最长合同期限为 120.10 个月，最短合同期限为 48.03 个月。入池资产合同期限的具体分布如表 26 所示：

表 26 入池资产合同期限分布
(单位：月、笔、万元、%)

合同期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(48,72]	8	57294.48	32.16
(72,96]	6	15187.55	8.53
(96,120]	9	49621.73	27.86
120 以上	7	56025.75	31.45
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(12) 入池资产账龄分布

本交易入池资产加权平均账龄为 9.30 个月，最长账龄为 14.99 个月，最短账龄为 0.76 个月。入池资产账龄的具体分布如表 27 所示：

表 27 入池资产账龄分布
(单位：月、笔、万元、%)

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	6	25839.60	14.51
(6,12]	10	81574.06	45.79
(12,18]	14	70715.85	39.70
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(13) 入池资产剩余期限分布

本交易入池资产加权平均剩余期限为 81.12 个月，最短剩余期限为 45.83 个月，最长剩余期限为 116.81 个月。入池资产剩余期限具体分布如表 28 所示：

表 28 入池资产剩余期限分布
(单位：月、笔、万元、%)

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(24,48]	4	34194.50	19.20
(48,72]	9	30039.25	16.86
(72,96]	10	57870.01	32.49
(96,120]	7	56025.75	31.45
合 计	30	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

(14) 入池资产承租人地区分布

本交易入池资产承租人分布在 12 个省份，地区的经济发展情况可能会对交易存续期内承租人的经营稳定性产生影响，进而影响基础资产的本息回收。承租人地区分布如表 29 所示：

表 29 承租人地区分布
(单位：户、万元、%)

地区	承租人户数	未偿本金余额	金额占比
江苏	4	34873.48	19.58
青海	2	23498.54	13.19
宁夏	2	23099.98	12.97
河北	1	20323.87	11.41
黑龙江	1	18190.77	10.21
陕西	2	16397.58	9.21
安徽	1	13125.00	7.37
河南	1	8996.92	5.05
江西	1	7875.00	4.42

广东	3	5864.22	3.29
浙江	2	5410.67	3.04
北京	1	473.47	0.27
合 计	21	178129.51	100.00

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

承租人地区集中度较高，其中江苏省未偿本金余额占比最高，为 19.58%。江苏省经济实力很强，2019 年江苏省地区生产总值达 99631.52 亿元，较上年增长 6.1%，经济总量在全国各省市中排名第二。其中，第一产业增加值 4296.3 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 44270.5 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 51064.7 亿元，增长 6.6%；2019 年三次产业增加值比例调整为 4.3：44.4：51.3。2019 年江苏省人均地区生产总值 123607 元，比上年增长 5.8%。2019 年，江苏省固定资产投资比上年增长 5.1%，规模以上工业增加值比上年增长 6.2%，其中轻工业增长 6.4%，重工业增长 6.1%。2019 年，江苏省实现一般公共预算收入 8802.4 亿元，比上年增长 2.0%；其中，税收收入 7339.6 亿元，比上年增长 1.0%；税收占一般公共预算收入比重达 83.4%，比上年下降 0.8 个百分点。整体看，江苏省经济持续发展、财政实力很强，未来经济发展前景良好。

未偿本金余额占比第二大的地区是青海省，占比 13.19%。2019 年，青海省实现地区生产总值 2965.95 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%。其中，第一产业增加值 301.90 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 1159.75 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 1504.30 亿元，增长 6.5%。第一产业增加值占全省生产总值的比重为 10.2%，第二产业增加值比重为 39.1%，第三产业增加值比重为 50.7%。2019 年，青海省人均地区生产总值 48981 元，比上年增长 5.4%。2019 年，青海省全部工业增加值 817.49 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%，规模以上工业增加值比上年增长 7.0%。2019 年，青海省一般公共预算收入 456.85 亿元，较上年增长 1.8%。2019 年，青海地区生产总值在全国 31

个省级行政区中排名第 30 位，在西部 12 个省级行政区中排名第 11 位，仅强于西藏自治区。青海省循环经济建设效果显著，新材料、新能源、装备制造和高技术制造等特色优势产业增加值增速很快，占全省规模以上工业增加值的比重有所上升。2019 年，新材料产业增加值同比增长 30.8%，新能源产业增加值同比增长 8.9%，装备制造业增加值同比增长 26.5%，高技术制造业增加值同比增长 32.2%，特色优势产业发展势头良好。整体看，青海省经济总量较小，在全国范围内经济发展水平相对落后，但近年来地区生产总值同比增速均高于全国平均水平，未来会紧抓“一带一路”的重大历史机遇，促进经济发展。

未偿本金余额占比第三大的地区是宁夏回族自治区，占比 12.97%。2019 年，宁夏回族自治区全区实现生产总值 3748.48 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.5%。其中，第一产业增加值 279.93 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 1584.72 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 1883.83 亿元，增长 6.8%。2019 年，宁夏回族自治区规模以上工业增加值比上年增长 7.6%，其中制造业增长 9.9%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 7.2%。据财政部门统计显示，2019 年全区完成一般公共预算总收入 747.76 亿元，同口径增长 6.6%。其中，地方一般公共预算收入 423.55 亿元，同口径增长 7.2%。整体看，宁夏回族自治区经济欠发达、总量较小，在全国范围内经济发展水平相对落后，但总体稳中有进。

未偿本金余额占比第四大的地区是河北省，占比 11.41%。2019 年，河北省实现地区生产总值 35104.50 亿元，比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 3518.4 亿元，增长 1.6%；第二产业增加值 13597.3 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 17988.8 亿元，增长 9.4%。2019 年，河北省规模以上工业增加值同比增长 5.6%，规模以上工业战略性新兴产业增加值同比增长 10.3%，装备制造业增加值增长 5.0%。2019 年，

河北省规模以上工业企业新能源发电量 391.8 亿千瓦时，比上年增长 7.2%，其中风力发电增加值增长 7.1%，太阳能发电增长 10.3%，生物质燃气生产和供应业增长 5.0%。整体看，河北省经济平稳发展，绿色产业保持较快增长，未来借助“京津冀一体化”的发展浪潮，发展前景良好。

未偿本金余额占比第四大的地区是黑龙江省，占比 10.21%。2019 年，黑龙江省实现地区生产总值 13612.7 亿元，比上年增长 4.2%。其中，第一产业增加值 3182.5 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3615.2 亿元，增长 2.7%；第三产业增加值 6815.0 亿元，增长 5.9%。2019 年，黑龙江省规模以上工业增加值比上年增长 2.8%，固定资产投资完成额比上年增长 6.3%。2019 年，黑龙江省一般公共预算收入完成 1262.6 亿元，比上年下降 1.6%，一般公共预算支出完成 5011.5 亿元，比上年增长 7.2%。整体看，黑龙江省经济总量处于全国中下游水平，增速虽有所放缓，但也保持一定增长，在东北振兴等国家战略实施助力下，发展面临较好的政策机遇。

总体来看，本交易承租人所分布的主要地区经济发展平稳，但部分地区经济运行的压力和风险仍需关注。

（15）入池资产承租人行业分布

按照国家统计局 2017 年行业划分标准，本交易入池资产承租人行业全部为电力、热力生产和供应业。

电力、热力生产和供应业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业，受到国家的重点关注和支持。2019 年，规模以上工业增加值增长 5.7%，分门类看，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.0%。在固定资产投资（不含农户）中，电力、热力、燃气及水生产和供应业比上年增长 4.5%。截至 2019 年末，全国发电装机容量 201066 万千瓦，比上年末增长 5.8%。其中，火电装机容量 119055 万千瓦，增长 4.1%；水电装机容量 35640 万千瓦，增长

1.1%；核电装机容量 4874 万千瓦，增长 9.1%；并网风电装机容量 21005 万千瓦，增长 14.0%；并网太阳能发电装机容量 20468 万千瓦，增长 17.4%。2019 年，我国全年规模以上工业企业利润 61996 亿元，比上年下降 3.3%，分门类看，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润 4816 亿元，增长 15.4%。总体来看，作为基础支柱产业，我国电力、热力生产和供应业发展相对稳定。

大部分承租人属于细分行业中的光伏发电行业。近年来，中国在能源消费结构升级的背景下，国务院、国家发改委、财政部、国家能源局等有关部门密集出台多个鼓励和支持光伏产业发展的扶持政策，促进光伏行业取得了快速增长。截至 2019 年底，全国累计光伏并网装机容量达到 204.3GW，同比增长 17.1%；2019 年新增光伏并网装机容量达到 30.1GW，全年光伏发电量 2242.6 亿千瓦时，同比增长 26.3%，占全年总发电量的 3.1%，同比提高 0.5 个百分点。《电力发展“十三五”规划》指出，“十三五”时期，大幅度提高可再生能源在能源生产和消费中的比重，其消费占比在 2020 年计划达到 15%，其中光伏发电占比将达 5%。2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《2018 年光伏发电有关事项的通知》，下调新投运光伏项目的各类补贴。2019 年，国家能源局发布了《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》（国能发新能〔2019〕49 号），根据通知，各省进行了 2019 年光伏发电国家补贴竞价项目申报工作。通过竞价手段，光伏新增装机电价降幅明显，在实行这一新机制后，光伏发电发展的市场化导向将更明确、补贴退坡信号将更清晰。总体看，光伏行业受到行业政策影响较大，从长期来看政策补贴和上网电价会不断下降，技术水平尚有提升的空间。未来光伏发电行业在弃光限电以及上网电价下调的影响下，集中度将进一步提高，产业格局也将进一步优化。

2. 宏观经济及外部环境

目前，全球经济维持复苏态势但仍面临不确定性，外部环境比较复杂，我国经济增长与结构性改革面临挑战，宏观经济系统性风险可

能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产组合信用风险建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整。

四、定量分析

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、承租人集中度、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，联合资信模拟了资产池在本交易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票据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。本期模拟基础资产加权平均回收率为 72.97%。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表 30。

表 30 目标级别违约比率和目标级别损失比率

（单位：%）

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}	0.425	52.95	14.42
AA ⁺ _{sf}	0.863	49.79	13.53
AA _{sf}	0.963	49.28	13.39
AA ⁻ _{sf}	1.426	47.43	12.88
A ⁺ _{sf}	2.626	44.44	12.04
A _{sf}	2.902	43.93	11.89
A ⁻ _{sf}	5.053	41.00	11.07
BBB ⁺ _{sf}	6.754	39.36	10.61
BBB _{sf}	11.178	36.36	9.77
BBB ⁻ _{sf}	14.508	34.69	9.30

基础资产违约比率发生概率分布情况如图 2 所示。

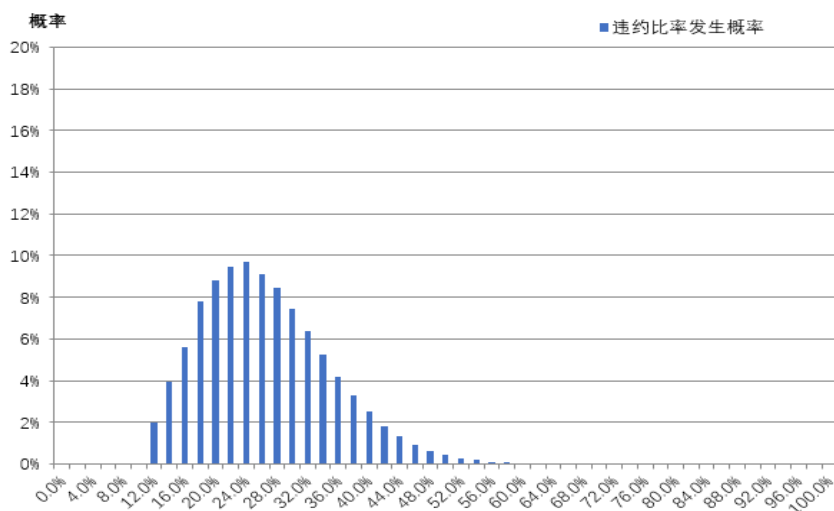


图 2 基础资产违约比率发生概率分布

根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，优先级票据可获得的信用支持为19.95%，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（14.42%）因此，由组合资产信用风险分析模型决定的优先级票据的最高级别上限是 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本交易资产池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，如果资产池的基础资产数量较少或者基础资产金额分布不均匀，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ⁱⁱ对本交易资产池进行了压力测试，结果如下表所示：

表 31 关键债务人违约压力测试结果

级别	最低分层支持要求
AAA_{sf}	21.05%
AA^+_{sf}	10.65%
AA_{sf}/AA^-_{sf}	10.40%
$A^+_{sf}/A_{sf}/A^-_{sf}$	4.23%
$BBB^+_{sf}/BBB_{sf}/BBB^-_{sf}$	4.03%

根据关键债务人压力测试结果，并结合分层方案，优先级票据可获得的信用支持为19.95%，大于 AA^+_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（10.65%）。因此，由关键债务人压力测试决定的优先级票据的最高级别上限是 AA^+_{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、各类费用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、次级票据本金等。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，以充分反映现金流变化对优先级票据本息偿付所带来的影响。

ⁱⁱ 本次关键债务人违约压力测试模型考虑担保人集中度，关键债务人以担保人划分。

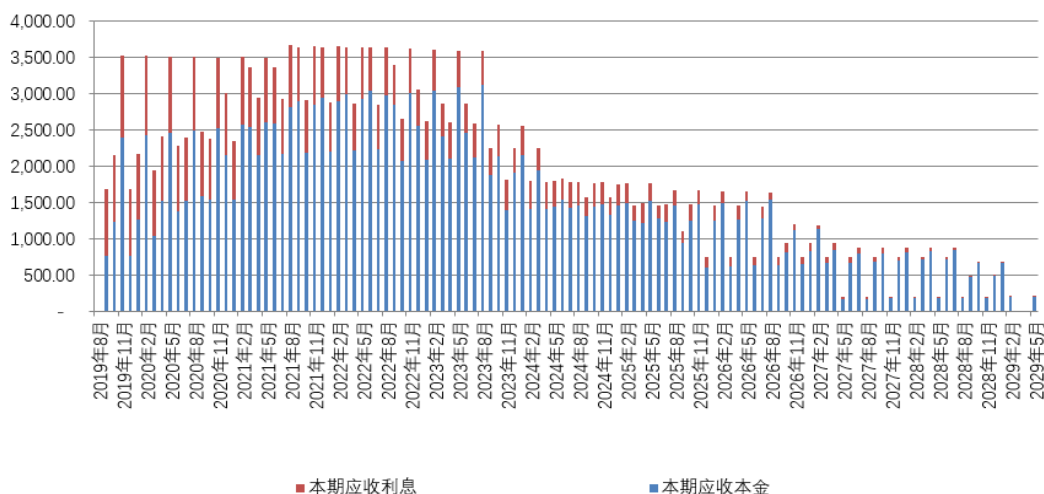


图 3 正常情况下资产池现金流入（单位：万元）

联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟计算出

的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的

基准条件，通常在此基础上，设置如下主要压力条件：早偿率提高、违约时间分布前置、缩小基础资产和优先级票据之间的利差、违约租赁资产回收率下降等。其中，由于本次交易入池资产利率类型均为浮动利率，考虑到存在的利率风险，联合资信缩小基础资产和优先级票据之间的利差最大至 100 个 BP。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了优先级票据的临界违约率。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。压力测试基准条件和测试结果如下：

表 32 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	72.97%
回收周期	6 个月
违约时间分布	第一年：27.34%，第二年：31.00% 第三年：17.31%，第四年：10.05% 第五年：6.77%，第六年：4.10% 第七年：2.18%，第八年：0.97% 第九年：0.22%，第十年：0.06%
优先级票据预期发行利率	优先 A1 级票据 4.50%，优先 A2 级票据 5.00%，优先 A3 级票据 5.50%
早偿率	4.00%/年
预计信托设立日	2020/9/1

表 33 优先级票据 AAA_{sf} 级信用水平下压力测试结果（单位：%）

主要压力条件	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	85.41	52.95	32.46
回收率为 14.59% ¹³ ，其他为基准条件	30.70	52.95	-22.25
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	72.52	52.95	19.57
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	62.53	52.95	9.58
早偿率增加两倍，其他为基准条件	82.94	52.95	29.99
早偿率增加四倍，其他为基准条件	81.04	52.95	28.09
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	85.29	52.95	32.34
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	85.20	52.95	32.25
利差缩小 50 个 BP，其他为基准条件	84.80	52.95	31.85
利差缩小 100 个 BP，其他为基准条件	84.12	52.95	31.17
回收率在基准水平上下浮 10%，早偿率增加两倍，违约时间分布前置 10%，利差缩小 50 个 BP	69.33	52.95	16.38
回收率在基准水平上下浮 20%，早偿率增加四倍，违约时间分布前置 20%，利差缩小 100 个 BP	56.86	52.95	3.91

表 34 优先级票据 AA_{sf}⁺ 级信用水平下压力测试结果（单位：%）

主要压力条件	临界违约率	AA _{sf} ⁺ 级 TRDR	保护距离
基准条件	85.41	49.79	35.62
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	72.52	49.79	22.73
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	62.53	49.79	12.74
早偿率增加两倍，其他为基准条件	82.94	49.79	33.15
早偿率增加四倍，其他为基准条件	81.04	49.79	31.25
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	85.29	49.79	35.50
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	85.20	49.79	35.41
利差缩小 50 个 BP，其他为基准条件	84.80	49.79	35.01
利差缩小 100 个 BP，其他为基准条件	84.12	49.79	34.33

¹³ AAA 级别下的回收率加压，仅考虑由抵押、质押等强保证措施为基础资产提供的回收率，并在此基础上乘以 0.7，下同

回收率在基准水平上下浮 10%，早偿率增加两倍，违约时间分布前置 10%，利差缩小 50 个 BP	69.33	49.79	19.54
回收率在基准水平上下浮 20%，早偿率增加四倍，违约时间分布前置 20%，利差缩小 100 个 BP	56.86	49.79	7.07

由优先级票据 AAA_{sf} 级信用水平下压力测试结果可以看出，在最大压力条件下，优先级票据不能满足信用等级为 AAA_{sf} 的要求。由优先级票据 AA⁺_{sf} 级信用水平下压力测试结果可以看出，在最大压力条件下，优先级票据能满足信用等级为 AA⁺_{sf} 的要求，并能获得一定的保护距离（7.07%）。因此，由现金流压力测试决定的优先级票据的信用等级上限为 AA⁺_{sf}。

综合组合信用风险分析模型测算结果、关键债务人违约压力测试结果和现金流压力测试结果，在不考虑外部增信的前提下，优先级票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。考虑到差额支付承诺人华润租赁的主体长期信用等级为 AAA，因此将优先 A1 级票据、优先 A2 级票据和优先 A3 级票据的信用等级提升至 AAA_{sf}。

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“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据和优先 A3 级资产支持票据的信用等级均为 AAA_{sf}。

附件 1 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保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合资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，入池资产承租人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产承租人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、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保证人（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的承租人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产承租人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信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保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产承租人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

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 2 华润融资租赁有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	83.03	135.36	201.65	210.04
应收融资租赁款净额(亿元)	53.73	106.75	152.34	161.66
股东权益(亿元)	12.59	22.99	30.36	31.05
全部债务(亿元)	52.02	72.33	94.39	--
资产负债率(%)	84.83	83.01	84.94	85.30
全部债务资本化比率(%)	80.51	75.88	77.83	--
流动比率(%)	62.02	54.28	72.42	74.10
不良融资租赁资产率(%)	0.31	0.13	0.03	0.03
不良融资租赁资产拨备覆盖率(%)	190.65	629.56	4250.62	4666.21
营业收入(亿元)	4.02	6.44	11.89	3.22
净利润(亿元)	1.02	1.43	2.36	0.69
平均资产收益率(%)	1.60	1.31	1.40	--
平均净资产收益率(%)	8.45	8.05	8.85	--
EBIDA 利息倍数(倍)	2.17	1.65	1.51	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.06	0.08	0.09	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产质量及拨备水平指标	
应收融资租赁款净额	应收融资租赁款总额-未实现融资收益-减值准备
不良融资租赁资产率	不良应收融资租赁资产余额/应收融资租赁资产总额×100%
拨备覆盖不良融资租赁资产率	融资租赁资产减值准备余额/不良融资租赁资产余额×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%
客户集中度指标	
最大单一客户融资集中度	最大单一客户融资余额/资本净额×100%
前五大客户融资集中度	前五大客户融资余额/资本净额×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	筹资前现金流量净额/流动负债×100%
筹资前现金流入量/全部债务	筹资前现金流入量/全部债务×100%
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产/流动负债×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
杠杆指标	
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+股东权益)×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
盈利指标	
营业净收入	营业收入-营业成本
平均净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×100%
平均资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%

注：1.全部债务=短期借款+其他流动负债+长期借款（含1年内到期的长期借款）+应付债券+其他非流动负债中的中期票据和私募债务融资工具；2.EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 融资租赁公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信将融资租赁公司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级和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 4-2 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 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

联合资信评估有限公司关于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“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。

华润融资租赁有限公司/华润深国投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，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级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“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，华润融资租赁有限公司/华润深国投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“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”相关信息，如发现“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华润融资租赁有限公司/华润深国投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“华润融资租赁有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级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华润融资租赁有限公司/华润深国投信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。