

信用评级公告

联合〔2021〕6923号

联合资信评估股份有限公司通过对“华润租赁有限公司 2020 年度第一期扶贫资产支持票据（疫情防控债）”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“华润租赁有限公司 2020 年度第一期扶贫资产支持票据（疫情防控债）”项下“20 华润租赁(疫情防控债)ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

华润租赁有限公司 2020 年度第一期扶贫资产支持票据 (疫情防控债) 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

资产支持 票据 ¹	存续规模 (亿元)		占比 (%)		评级结果	
	本次	首评	本次	首评	本次	首评
ABN001 优先 A1	--	2.50	--	31.46	--	AAA _{sf}
ABN001 优先 A2	0.98	3.08	24.90	38.76	AAA _{sf}	AAA _{sf}
ABN001 次	2.37	2.37	60.38	29.78	NR	NR
票据合计	3.34	7.95	85.28	100.00		
超额抵押	0.58	0.00	14.72	0.00		
资产池合计	3.92	7.95	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, 均指人民币; 2. 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: 2029 年 6 月 26 日

资产池初始起算日: 2019 年 8 月 31 日

基础资产跟踪基准日: 2021 年 6 月 1 日

票据跟踪基准日: 2021 年 6 月 28 日

跟踪期间: 2020 年 2 月 25 日—2021 年 6 月 28 日

首次评级日期: 2020 年 2 月 24 日

跟踪评级日期: 2021 年 7 月 28 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

官雪 张君瑶

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“华润租赁有限公司 2020 年度第一期扶贫资产支持票据 (疫情防控债)” (以下简称“本交易”) 进行了持续的跟踪, 对基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况和尽职情况进行了持续的关注, 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, 资产池中有一笔资产出现逾期, 其余基础资产表现良好。与初始起算日相比, 随着基础资产回收款的偿付, 承租人集中度有所提升 (前五大债务人未偿本金余额占比由 41.82% 提升至 52.49%), 但基础资产信用质量保持稳定 (加权平均影子级别仍为 A_s/A_s), 保证金比例由 3.47% 上升至 6.88%。量化测算结果显示, 资产池整体质量保持稳定。

交易结构方面, 随着票据本金的大比例兑付, 以及基础资产的超额利差累积形成的超额抵押 (14.72%), 剩余优先级资产支持票据可获得的信用支持大幅提升。量化测算结果显示, “20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 优先 A2” 在不考虑外部增信措施时仍能满足 AAA_{sf} 等级的评级标准。

另外, 华润融资租赁有限公司 (以下简称“华润租赁”), 在跟踪期间内经营及财务状况良好, 主体信用等级维持 AAA, 其对优先级票据的兑付提供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信用等级提供了额外保障。

综合考虑上述因素, 联合资信确定维持“华润租赁有限公司 2020 年度第一期扶贫资产支持票据 (疫情防控债)” 项下 “20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 优先 A2” 的信用等级为 AAA_{sf}。上述 “20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 优先

1 票据简称为 “20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 优先 A1”、“20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 优先 A2” 及 “20 华润租赁 (疫情防控债) ABN001 次”。

原始权益人/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
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
资产负债率（%）	83.01	84.94	84.22

A2”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. **本交易优先级资产支持票据获得的信用支持大幅提升。**跟踪期间内，随着“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A1”的兑付完毕以及“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”大比例兑付，剩余优先级资产支持票据获得的信用支持大幅提升，具体而言，“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”获得由基础资产本金提供的 75.10%的信用支持，较首次评级上升了 45.32 个百分点。
2. **华润租赁在跟踪期内经营情况良好，盈利能力较好，整体偿债能力极强。**跟踪期内，华润租赁凭借股东在能源领域的技术支持和医疗领域的资源渠道，其租赁业务在能源和医疗领域具有较强竞争力；同时，依靠股东方在业务资源、资金注入等多方面的持续有力支持，华润租赁维持了极强的偿债能力，盈利能力较好，主体长期信用等级维持 AAA，为剩余优先级票据的兑付提供了极强的信用支持。

关注

1. **承租人集中度进一步提高。**截至基础资产跟踪基准日，前五大承租人未偿本金余额占比为 52.49%，较初始起算日提升 10.67 个百分点。
2. **承租人行业及地区集中度依旧较高。**截至基础资产跟踪基准日，48.97%的承租人集中于电力、热力生产和供应业，较首次评级降低 4.46 个百分点；46.86%的承租人为医院，较首评提高 6.97 个百分点，行业集中度依旧较高。此外，承租人主要集中于广东、河北及河南地区，未偿本金余额占比 46.59%，地区集中度较初始起算日有所提高。因此，需持续关注未来基础设施行业及集中度较

高地区的未来发展情况。

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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的信息，联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）曾为华润融资租赁有限公司提供非评级服务。由于联合资信与关联公司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，因此该公司评级业务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期债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，本交易未触发权利完善事件、违约事件、加速清偿事件以及差额支付事件。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。

截至票据跟踪基准日，本交易已兑付本金 46042.56 万元，各档优先级票据利息按时足额兑付，共支付利息 1596.35 万元，具体如下表所示：

表 1 截至票据跟踪基准日本期优先级票据兑付概况（单位：万元）

兑付日	20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A1		20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2	
	利息	本金	利息	本金
2020/6/26	253.15	19455.00	347.80	--
2020/9/26	46.62	5545.00	285.69	1980.44
2020/12/26	--	--	264.41	4010.16
2021/3/26	--	--	225.12	6098.40
2021/6/28	--	--	173.56	8953.56
合计	299.77	25000.00	1296.57	21042.56

资料来源：资产服务机构提供、联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日（2021 年 6 月 1 日），资产池内未偿本金余额共计 39183.96 万元，信托账户余额 1.36 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 14.72% 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（疫情防控债）ABN001 优先 A2”获得由基础资产本金提供的 75.10% 的信用支持，较首次评级上升了 45.32 个百分点，优先级票据获得的信用增级水平有所提高。本交易优先级票据存续规模情况如下表：

表 2 截至票据跟踪基准日本期资产支持票据剩余规模及兑付概况（单位：万元、%）

资产支持票据	存续规模		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（疫情防控债）ABN001 优先 A1	--	25000.00	--	31.46	3.30	2021/3/26	已兑付
20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2	9757.44	30800.00	24.90	38.76	3.68	2023/3/26	正常
20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 次	23661.70	23661.70	60.38	29.78	--	2027/6/26	正常
票据合计	33419.14	79461.70	85.28	100.00	--	--	--
超额抵押	5766.18	0.00	14.72	0.00	--	--	--
资产池合计	39185.32	79461.70	100.00	100.00	--	--	--

注：分配方式上，“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A1”及“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”按季付息，过手还本；“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 次”在优先级票据本息支付完毕后，享有剩余收益。

资料来源：联合资信整理

根据华润融资租赁有限公司（以下简称“华润租赁”）提供的资产服务机构报告，自 2019 年 8 月 31 日到 2021 年 5 月 31 日，本交易共有五笔早偿，项目编号分别为 CRL-ES-2018-007-L01、CRL-ES-2017-073-L01-1、CRL-ES-2017-027-L01、CRL-ES-2018-097-L01-1 和 CRL-ES-2018-097-L01-2，实际回收金额分别为 738.34 万

元、4963.81 万元、1385.85 万元、4865.86 万元和 442.35 万元，共计 12396.21 万元。此外，跟踪期内，本交易有一笔资产出现逾期，项目编号为 CRL-HC-2019-080-L01，逾期资产未偿本金余额 956.09 万元，占初始未偿本金余额 1.20%。截至票据跟踪基准日，本交易未触发权利完善

事件、违约事件、加速清偿事件以及差额支付事件。

二、参与机构表现

跟踪期内，本交易的受托人、资金保管机构未发生变化，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

1. 主体概况

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。截至 2020 年末，公司注册资本为 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），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（以下简称“国务院国资委”）。

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。截至 2020 年末，华润租赁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，华润租赁实现营业收入 14.09 亿元，利润总额 3.86 亿元。

2. 经营分析

（1）经营概况

华润租赁坚持融资租赁主业，2018—2020 年收入和利润均呈持续增长趋势。

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赁业务产生的收入

资料来源：华润租赁提供，联合资信整理

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 年开展战略转型，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，将华润租赁的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。华润租赁能源环保板块以“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，且华润租赁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（不做政信类），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，客户主要是建筑施工、公路交通、水务等领域。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、养殖和市政园林等华润租赁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（单位：%）

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

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，华润租赁保理业务当

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

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，目前主要利用华润租赁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。

（2）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华润租赁新的增长动力，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. 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8 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 9 华润租赁负债主要构成 (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 10 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 11 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。

表 12 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

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%。

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 13 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 14 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大且支持力度大,和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 15 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。

根据华润租赁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4月末，华润租赁未被列入全国失信被执行人名单。

4. 结论

综合上述对华润租赁业务经营以及财务状况等方面的综合分析，联合资信认定维持华润租赁主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

四、基础资产分析

跟踪期内，资产池中有一笔资产出现违约，五笔资产早偿。截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产信用水平保持稳定（资产池加权平均信用等级仍保持 A₊/A_s）、加权平均剩余期限有所降低，但承租人集中度有所提升，资产池的整体质量保持稳定。

1. 基础资产概况

截至本次基础资产跟踪基准日，信托账户余额 1.36 万元，资产池应收租金余额为 43971.87

万元，其中，未偿本金余额为 39183.96 万元，较初始起算日减少 40277.74 万元；加权平均租赁合同剩余期限减少至 37.27 个月；单笔租赁合同最短剩余期限延长至 36.03 个月。根据资产服务机构报告提供的相关信息，基础资产跟踪期内，有五笔资产提前偿还，占初始未偿租金总额 13.07%，实际收回租金金额为 12396.21 万元，由于本交易优先级票据过手还本，因此基础资产提前偿还对正常兑付优先级票据本息影响很小。资产池对比情况见下表。

表 16 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）	39183.96	79461.70
单笔资产最大未偿本金余额（万元）	5841.63	8500.00
资产池应收租金余额（万元）	43971.87	94878.13

承租人户数（户）	19	24
入池资产笔数（笔）	23	30
加权平均现行租赁利率（%）	7.19	6.80
加权平均合同期限（月）	66.28	67.09
单笔资产最长合同期限（月）	96.07	96.13
单笔资产最短合同期限（月）	36.03	12.03
加权平均账龄（月）	29.01	8.69
加权平均剩余期限（月）	37.27	58.04
单笔资产合同最长剩余期限（月）	68.78	91.33
单笔资产合同最短剩余期限（月）	7.10	10.62
单一最大承租人未偿本金余额占比（%）	14.91	10.70
资产池加权平均信用等级	A ₊ /A _s	A ₊ /A _s

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

截至本次基础资产跟踪基准日，资产池内入池资产剩余保证金共计2697.00万元，占入池资产未偿本金余额的6.88%，与基础资产初始起算日（3.47%）相比，保证金占比有所提高，且随着入池资产本金的偿还，保证金的支持程度逐步提高。

2. 基础资产担保方式分布

截至基础资产跟踪基准日，资产池剩余资产担保方式主要为保证担保+质押及无担保，相比初始起算日，保证担保+质押类资产合同未偿本金占比降低 4.46 个百分点；信用类合同未偿本金提高 6.53 个百分点。具体担保方式分布情况见下表。

表 17 基础资产担保分布情况（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
无担保	14	19159.05	48.90	16	33670.94	42.37
保证	1	835.00	2.13	1	3334.00	4.20
保证+质押	8	19189.91	48.97	13	42456.77	53.43
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

3. 基础资产租赁类型

截至基础资产跟踪基准日，本交易剩余资产中售后回租类型合同未偿本金占比有所提升，较

初始起算日提升 7.50 个百分点。具体分布如下表所示。

表 18 基础资产租赁类型分布情况（单位：笔、万元、%）

租赁类型	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
售后回租	20	36317.29	92.68	24	67686.81	85.18
直接租赁	3	2866.66	7.32	6	11774.89	14.82
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

4. 承租人集中度

与初始起算日相比，承租人集中度有所提高，前五大承租人未偿本金占比超过 50.00%，未偿

本金余额最高的承租人占资产池未偿本金余额 14.91%，占比较初始起算日提高 4.21 个百分点。承租人特征分布情况如下表所示。

表19 前五大承租人特征分布情况（单位：万元、%）

排名	本次跟踪基准日				初始起算日			
	地区	未偿本金	占比	担保性质	地区	未偿本金	占比	担保性质
1	广东	5841.63	14.91	保证+质押	广东	8500.00	10.70	保证+质押
2	河北	4703.85	12.00	保证+质押	河北	8481.15	10.67	保证+质押
3	河南	3483.38	8.89	信用	青海	5999.83	7.55	保证+质押
4	吉林	3367.55	8.59	信用	天津	5251.29	6.61	保证+质押
5	浙江	3171.88	8.09	保证+质押	河南	5000.00	6.29	信用
合计	--	20568.29	52.49	--	--	33232.28	41.82	--

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

5. 基础资产租金支付频率 较小。具体租金支付频率分布情况如下表所示。

截至基础资产跟踪基准日，剩余资产租金支付频率仍以按季度为主，较初始起算日变化

表20 基础资产租金支付频率分布情况（单位：笔、万元、%）

支付频率	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
按半年	--	--	--	2	3000.00	3.78
按季度	20	36337.35	92.74	25	71601.34	90.11
按月	3	2846.61	7.26	3	4860.36	6.12
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

6. 承租人地区分布 46.59%，较初始起算日前三大区域的占比上升7.92个百分点，总体看区域集中度仍较高。具体承租人地区分布情况详见下表。

与初始起算日相比，入池资产地域分布发生了变化。截至本次基础资产跟踪基准日，占比前三大的地区为广东省、河北省及河南省，占比为

表21 承租人地区分布（单位：户、万元、%）

省份	本次跟踪基准日			省份	初始起算日		
	户数	未偿本金	占比		户数	未偿本金	占比
广东	2	7762.02	19.81	广东	3	12983.87	16.34
河北	2	5510.46	14.06	河北	2	9486.51	11.94
河南	2	4983.38	12.72	山东	3	8259.00	10.39
山东	3	4957.20	12.65	天津	2	8055.86	10.14
浙江	2	4006.88	10.23	河南	2	7550.00	9.50
吉林	2	3907.55	9.97	浙江	2	7490.25	9.43
安徽	1	1934.29	4.94	吉林	2	6203.56	7.81
天津	1	1774.38	4.53	青海	1	5999.83	7.55
江苏	1	1771.88	4.52	江苏	2	3110.21	3.91
江西	1	1640.63	4.19	湖北	1	3000.00	3.78
湖南	1	795.64	2.03	安徽	1	2875.45	3.62
上海	1	139.67	0.36	江西	1	2187.50	2.75
--	--	--	--	湖南	1	1973.00	2.48
--	--	--	--	上海	1	286.66	0.36
合计	19	39183.96	100.00	合计	24	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

7. 承租人行行业分布

与初始起算日相比，跟踪期内剩余入池资产仍主要涉及电力、热力生产和供应业、医院及道路运输业，主要分布于电力、热力生产和供应业、医院，二者合计占比 95.84%，行业集中度仍较高。

跟踪期内，未偿本金占比最高行业仍为电力、热力生产和供应业。截至基础资产跟踪基准日，电力、热力生产和供应业涉及未偿本金余额 19189.91 万元，占比为 48.97%，占比较初始起算日下降 4.46 个百分点。承租人所属行业具体分布情况如下表所示：

表 22 承租人行行业分布（单位：户、万元、%）

行业	本次跟踪基准日			初始起算日		
	户数	未偿本金	占比	户数	未偿本金	占比
电力、热力生产和供应业	7	19189.91	48.97	11	42456.77	53.43
医院	10	18363.41	46.86	11	31697.94	39.89
道路运输业	2	1630.64	4.16	2	5307.00	6.68
合计	19	39183.96	100.00	24	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

8. 基础资产剩余期限分布

截至本次基础资产跟踪基准日，入池资产加权平均剩余期限为 37.27 个月，较初始加权平均剩余期限缩短 21.13 个月；从未偿本金余额占比

看，剩余期限主要集中在（24,48]个月，占未偿本金余额的 61.54%。基础资产剩余期限分布详见下表。

表 23 基础资产剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

剩余期限	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
(6,24]	6	8484.16	21.65	2	3000.00	3.78
(24,48]	13	24115.43	61.54	6	18319.82	23.05
(48,72]	4	6584.38	16.80	14	37436.80	47.11
(72,96]	--	--	--	8	20705.08	26.06
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	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：资产服务机构提供，联合资信整理

9. 资产池现行利率分布

截至资产池跟踪基准日资产池剩余资产仍采用固定利率和浮动利率，以浮动利率为

主，合同未偿本金合计 35239.66 万元，占比 89.93%，较初始起算日下降 1.11 个百分点。

表 24 基础资产租赁利率类型分布情况（单位：笔、万元、%）

利率类型	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
浮动利率	20	35239.66	89.93	27	72341.25	91.04
固定利率	3	3944.29	10.07	3	7120.45	8.96
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

截至资产池跟踪基准日，剩余资产加权平均合同利率为 7.19%，较初始评估基准日提高 0.39 个百分点。合同利率主要分布于(0.00%，

9.00%]之间，未偿本金余额共计 35370.09 万元，占比 90.27%，与初始起算日相比，整体收益率有所提高。

表25 基础资产利率分布 (单位: 笔、万元、%)

利率	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
0.00	1	540.00	1.38	3	4305.00	5.42
(0.00,6.00]	3	7008.85	17.89	3	14755.15	18.57
(6.00,7.00]	4	9401.69	23.99	6	21071.82	26.52
(7.00,8.00]	5	8518.67	21.74	8	18329.24	23.07
(8.00,9.00]	7	10440.88	26.65	7	15389.10	19.37
(9.00,10.00]	3	3273.87	8.36	3	5611.39	7.06
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

10. 承租人及资产池影子级别分布
截至基础资产跟踪基准日, 资产池信用质量较初始起算日无变化 (资产池加权平均信用等级仍保持 A_s/A^-_s)。截至本次基础资产跟踪基准日资产池信用等级分布见下表。

表26 承租人影子级别分布 (单位: 笔、万元、%)

信用等级	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
A^+_s	1	1470.00	3.75	1	2940.00	3.70
A_s	1	1934.29	4.94	1	2875.45	3.62
A^-_s	2	7513.26	19.17	2	11133.02	14.01
BBB^+_s	5	5723.12	14.61	5	8889.53	11.19
BBB_s	6	12296.61	31.38	6	22169.72	27.90
BBB^-_s	--	--	--	2	5999.83	7.55
BB^+_s	3	4943.75	12.62	4	7524.11	9.47
BB_s	2	2436.26	6.22	2	4160.50	5.24
BB^-_s	1	1920.38	4.90	1	2607.89	3.28
B^+_s	--	--	--	1	747.71	0.94
B_s	--	--	--	1	1875.98	2.36
B^-_s	--	--	--	2	3000.00	3.78
$CCCs^2$	2	946.28	2.41	2	5537.95	6.97
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	100.00

资料来源: 联合资信整理

表27 资产池影子级别分布 (单位: 笔、万元、%)

信用等级	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
AA^+_s	1	5841.63	14.91	1	8500.00	10.70
AA_s	7	12262.90	31.30	9	26807.06	33.74
AA^-_s	1	1920.38	4.90	4	10483.70	13.19
A^+_s	1	1470.00	3.75	1	2940.00	3.70
A_s	1	1934.29	4.94	1	2875.45	3.62
A^-_s	1	1671.62	4.27	1	2633.02	3.31
BBB^+_s	5	5723.12	14.61	5	8889.53	11.19
BBB_s	4	6757.76	17.25	4	10354.57	13.03

² 此处违约资产承租人影子级别作为 CCC_s 处理。

BB ⁺ _s	--	--	--	1	1005.36	1.27
BB _s	1	795.64	2.03	1	1973.00	2.48
B _s	--	--	--	2	3000.00	3.78
CCC _s ³	1	806.61	2.06			
合计	23	39183.96	100.00	30	79461.70	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。本期入池资产的资产池加权平均回收率为 56.80%。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 28 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}	0.065	34.34	15.86
AA ⁺ _{sf}	0.247	29.46	13.55
AA _{sf}	0.299	28.75	13.20
AA ⁻ _{sf}	0.383	27.76	12.75
A ⁺ _{sf}	1.055	23.86	10.95
A _{sf}	1.205	23.36	10.72
A ⁻ _{sf}	1.977	21.37	9.87
BBB ⁺ _{sf}	2.447	20.47	9.48
BBB _{sf}	4.831	17.64	8.30
BBB ⁻ _{sf}	5.688	16.96	8.00

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。

第 4 年	10.63
第 5 年	3.27
第 6 年	0.58

资料来源：联合资信整理

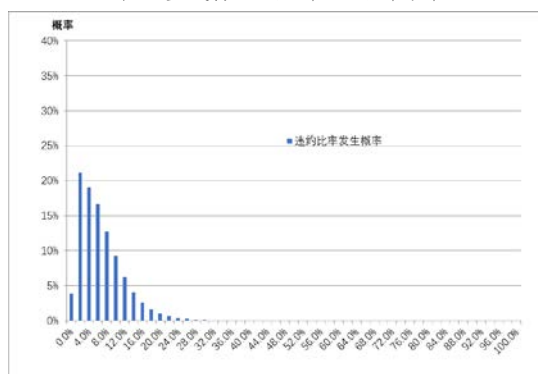
表 29 基础资产违约时间分布（单位：%）

时间	违约比例
第 1 年	28.45
第 2 年	32.95
第 3 年	24.12

基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示。

³ 此处违约资产影子级别作为 CCC_s 处理。

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（疫情防控债）ABN001 优先 A2”获得由基础资产本金提供的 75.10% 的信用支持，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（15.86%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”的信用等级上限是 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本票据剩余基础资产进行了压力测试，结果如下表所示。

表 30 关键债务人违约压力测试结果（单位：%）

目标级别	最低分层支持要求
AAA _{sf}	21.17
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	17.12
A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A ⁻ _{sf}	13.61
BBB ⁺ _{sf}	9.85
BBB _{sf} /BBB ⁻ _{sf} /BB ⁺ _{sf}	3.80

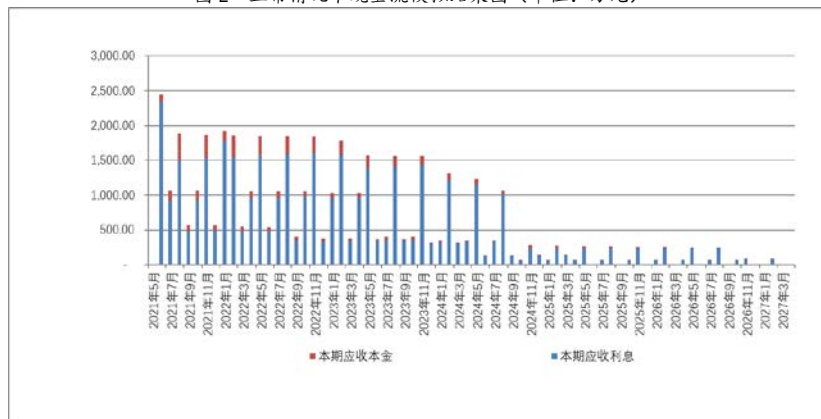
资料来源：联合资信整理

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（疫情防控债）ABN001 优先 A2”可获得的信用支持为 75.10%，大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（21.17%）。因此，由关键债务人压力测试决定的“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”的信用等级上限是 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（受托机构报酬 0.03%、资金保管机构 0.01%、支付代理机构报酬 0.005%）、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、违约贷款回收率下降等。由于本交易已成立,所以未对预期收益率进行加压。

表 31 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	56.80%
回收周期	6 个月
违约时间分布	见表 28
20 华润租赁（疫情防控债） ABN001 优先 A2 收益率	3.68%
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。票据的压力测试结果如下：

表 32 “20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”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	92.07	34.34	57.73
回收率为 13.30% ⁴ , 其他为基准条件	87.23	34.34	52.89
回收率在基准水平上下浮 10%, 其他为基准条件	92.07	34.34	57.73
回收率在基准水平上下浮 20%, 其他为基准条件	92.07	34.34	57.73
提前还款增加 2 倍, 其他为基准条件	91.52	34.34	57.18
提前还款增加 4 倍, 其他为基准条件	90.65	34.34	56.31
违约分布前置 10%, 其他为基准条件	92.07	34.34	57.73
违约分布前置 20%, 其他为基准条件	92.07	34.34	57.73
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%	91.52	34.34	57.18
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%	90.65	34.34	56.31

资料来源：联合资信整理

由 20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2 压力测试结果可以看出,在最大压力条件下,“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”最高能满足信用等级为 AAA_{sf} 的要求,并能获得很大的保护距离（52.89%）。因此,由现金流压力测试决定的“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”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、关键债务人违约压力测试结果和现金流压

力测试结果,联合资信确定“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”的信用等级维持 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,其对优先级票据的兑付提供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信用等级提供了额外保障。联合资信确定维持本交易“20 华润租赁（疫情防控债）ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}。

⁴ 抵押、质押等强保证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“华润租赁有限公司2020年度第一期扶贫资产支持票据（疫情防控债）”项下“20华润租赁（疫情防控债）ABN001优先A2”的信用等级为

AAA_{sf}。

上述“20华润租赁（疫情防控债）ABN001优先A2”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：华润租赁提供，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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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。