

信用评级公告

联合〔2022〕1175号

联合资信评估股份有限公司通过对“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年二月二十四日

江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度 徐工 1 号第一期资产支持商业票据信用评级报告

评级结果：

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先级	47500.00	89.17	95.00	AAA _{sf}
次级	2500.00	4.69	5.00	NR
票据合计	50000.00	93.86	100.00	--
初始超额抵押	3270.45	6.14	--	--
资产池合计	53270.45	100.00	--	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2022 年 2 月 24 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR-未予评级

交易概览：

追加购买基准日：2022 年 2 月 9 日

载体形式：特殊目的信托

基础资产：由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即初始资产）以及受托人在追加购买日向委托人追加购买的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即新增资产）

委托人/发起机构/资产服务机构/徐工租赁：江苏徐工工程机械租赁有限公司

受托人/发行载体管理机构/江苏信托：江苏省国际信托有限责任公司

差额支付承诺人/徐工集团：徐州工程机械集团有限公司

资金保管机构：交通银行股份有限公司江苏省分行

牵头主承销商：交通银行股份有限公司

预计设立日：2022 年 3 月 10 日

支付日：2022 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
企业债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

2022 年 2 月 24 日

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履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持商业票据进行了现金流分析。

本交易为徐工 1 号资产支持商业票据系列的第四次发行，由于三期资产支持商业票据尚未到受托机构报告的披露时间，联合资信未获得资产池的实际表现，租金回款情况为资产服务机构提供的当前汇总值，有可能与资产实际表现有一定差异。

本交易基础资产涉及发起机构徐工租赁对 288 户承租人的 517 笔融资租赁债权及其附属担保权益。入池基础资产附有一定比例的保证金（占未偿本金余额的 7.14%）对本期优先级资产支持商业票据的本息偿付起到一定的积极作用。需要特别说明的是，本期资产支持商业票据期末本金偿付的现金流主要来源于下一期资产支持商业票据的募集资金。若下一期资产支持商业票据发行不成功，则由差额支付承诺人徐工集团（主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹，评级展望为稳定）提前支付剩余的本期优先级资产支持商业票据应付利息和本金。徐工集团提供的无条件不可撤销地差额支付承诺对优先级资产支持商业票据信用等级起主要支撑作用。

综合上述因素，联合资信评定“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的评级结果为 AAA_{sf}。

¹“pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

委托人/发起机构/资产服务机构主要财务数据：

江苏徐工工程机械租赁有限公司				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
资产总额（亿元）	97.08	127.25	142.38	144.88
所有者权益（亿元）	9.27	9.38	14.56	21.80
营业收入（亿元）	4.83	5.97	6.38	5.91
利润总额（亿元）	0.15	0.18	0.43	0.50
筹资活动前净现金流（亿元）	1.03	-11.98	19.18	-15.68
资产负债率（%）	90.45	92.63	89.77	84.95

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理
 注：2021年1-9月财务数据未经审计

差额支付承诺人主要财务数据：

徐州工程机械集团有限公司				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
现金类资产（亿元）	216.34	233.07	458.78	454.42
资产总额（亿元）	1147.62	1383.15	1791.50	2006.32
所有者权益（亿元）	323.48	369.17	549.95	579.04
短期债务（亿元）	412.11	497.78	615.80	693.88
长期债务（亿元）	172.69	224.90	244.01	267.17
全部债务（亿元）	584.80	722.69	859.81	961.05
营业收入（亿元）	643.41	878.14	1116.44	1013.30
利润总额（亿元）	41.08	33.40	46.29	70.61
EBITDA（亿元）	78.17	75.55	90.51	--
经营性净现金流（亿元）	22.45	11.59	17.04	15.39
资产负债率（%）	71.81	73.31	69.30	71.14
全部债务资本化比率（%）	64.39	66.19	60.99	62.40
流动比率（%）	123.45	124.38	131.34	129.28
经营现金流动负债比（%）	3.47	1.48	1.72	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.91	3.99	5.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	9.57	9.50	--

资料来源：徐工集团提供，联合资信整理

注：1. 其他流动负债已调整至短期债务，长期应付款与其他非流动负债已调整至长期债务；2. 2021年1-9月财务报告未经审计

分析师

孙佳彤 刘斯怡

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

优势：

1. 优先级/次级顺序偿付结构及超额抵押为优先级资产支持商业票据提供了一定的信用支持。本交易中优先级/次级顺序偿付结构及超额抵押为优先级资产支持商业票据提供了一定的信用支持，具体而言，优先级资产支持商业票据获得10.83%的信用支持。
2. 徐工集团提供的差额支付承诺对优先级资产支持商业票据信用等级起主要支撑作用。徐工集团作为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）下属大型工程机械制造企业，在行业地位和股东支持等方面具备综合竞争优势。徐工集团对优先级资产支持商业票据提供差额支付承诺，对优先级资产支持商业票据信用等级起主要支撑作用。

关注：

1. 三期资产支持商业票据租金回款情况为资产服务机构提供的当前汇总值，有可能与资产实际表现有一定差异。由于三期资产支持商业票据尚未到受托机构报告的披露时间，联合资信未获得资产池的实际表现，租金回款情况为资产服务机构提供的当前汇总值，有可能与资产实际表现有一定差异。
2. 本交易基础资产地域集中度较高，剩余期限较长。承租人地域集中度较高，前三大地区涉及未偿本金余额占比合计39.88%，资产池的未来表现易受地域状况变化的影响；本交易剩余期限较长（加权平均剩余期限24.51个月），资产风险暴露时间较长。
3. 本交易存在流动性风险。在本期发行资产支持商业票据的本息偿付方式上，若下一期资产支持商业票据未能成功发行，则存在流动性风险。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

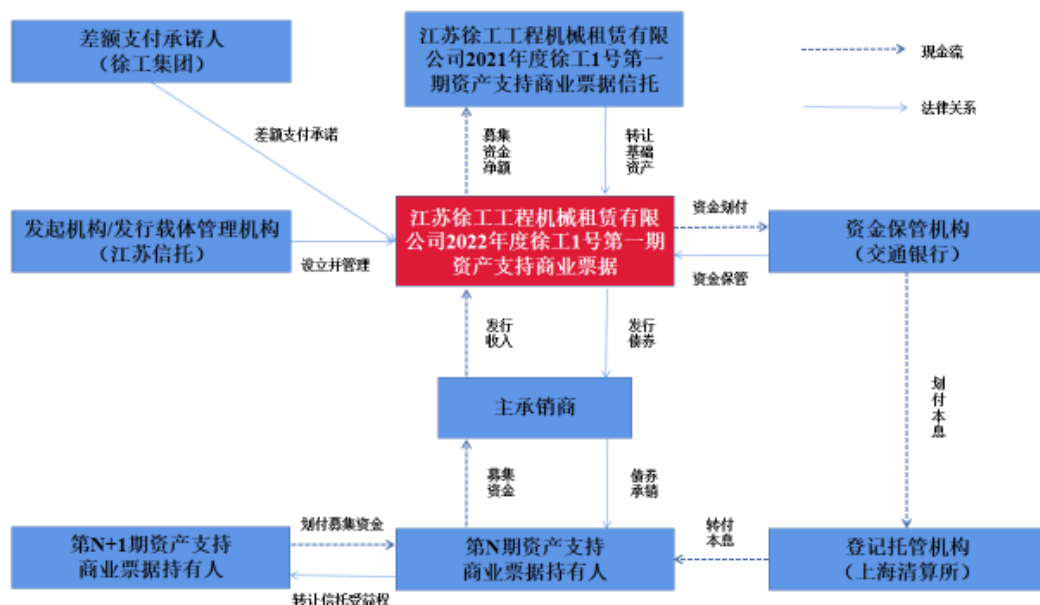
一、交易概况

1. 交易概况

本交易的发起机构江苏徐工工程机械租赁有限公司（以下简称“委托人”“发起机构”“资产服务机构”或“徐工租赁”）以其对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益²作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“受托人”“发行载体管理机构”或“江苏信托”）设立江苏徐工工程机械租赁有限公司 2021 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据信托（以下简称“票据信托”）。江苏信托以受托的基础资

产所产生的现金流为支持发行本期资产支持商业票据（或简称“本期资产支持商业票据”），投资者通过购买并持有该资产支持商业票据取得票据信托项下相应的信托受益权。徐州工程机械集团有限公司（以下简称“差额支付承诺人”或“徐工集团”）作为本交易的差额支付承诺人，不可撤销及无条件地承诺对信托资金不足以支付应由信托财产³承担的全部税收、负债、费用、报酬以及优先级资产支持商业票据的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。

图 1 交易结构图



资料来源：江苏信托提供

2. 资产支持商业票据及票据信托

（1）资产支持商业票据

在本交易中，票据信托预期存续期限为自信托生效日（含该日）起满 5 年之日（不含该日）止的期间⁴。江苏信托作为票据信托受托人可在本期优先级资产支持商业票据（以下简称

“优先级商业票据”）到期前启动续发下一期的优先级资产支持商业票据，次级资产支持商业票据（以下简称“次级商业票据”）不设置续发。

本期资产支持商业票据目标发行总规模为人民币 50000.00 万元，其中本期优先级商业票据的目标发行规模为 47500.00 万元，次级资产

² 附属担保权益：资产清单中列示的，与融资租赁债权有关的、由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人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、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。为免疑义，前述附属担保权益不包括境外主体作为担保人而为委托人的利益所设定的附属担保权益。

³ 信托财产：受托人因承诺信托而在信托生效日从委托人处取得的资产（适用于委托人在信托财产交付日信托予受托人的资产）及受托人在追加购买日进行追加购买的资产（适用于受托人在追加购买日向委托人追加购买的资产）、前述资产所产生的回收款以及受托人因对前述资产、回收款等管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产的总和。

⁴ 为避免异议，信托预期存续期限并不是信托的实际存续期限，信托可能在信托预期存续期限之前或之后终止。

支持商业票据的目标发行规模为 2500.00 万元。

本期资产支持商业票据支付日为 2022 年 6 月 8 日。本期优先级商业票据预期本息偿付方式为到期一次性还本付息，执行固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定。次级商业票据不支付期间收益且不进行续发，当本期优先级

商业票据续发成功且兑付完毕后，次级资产支持商业票据将自动转换为下一期的次级资产支持商业票据。

本期资产支持商业票据所募集的资金主要用于偿还“21 徐工 1 号 ABN003”优先级商业票据本金。

表 1 本期资产支持商业票据概况

票据名称	金额(万元)	资产占比(%)	票据占比(%)	支付日	本息偿付方式
优先级	47500.00	89.17	95.00	2022/06/08	到期一次性还本付息
次级	2500.00	4.69	5.00	--	--
票据合计	50000.00	93.86	100.00	--	--
初始超额抵押	3270.45	6.14	--	--	--
资产池合计	53270.45	100.00	--	--	--

资料来源：受托人提供

(2) 票据信托存续情况

由于三期资产支持商业票据尚未到受托机构报告的披露时间，联合资信未获得资产池的实际表现，租金回款情况为资产服务机构徐工租赁提供的当前汇总值。截至三期资产支持商业票据计算日（2022 年 2 月 9 日）资产池应回款金额全部按期回款，回款金额合计 6804.54 万元。截至追加购买日（2022 年 2 月 9 日），本期资产支持商业票据预计追加购买资产未偿本金合计 6680.64 万元。

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准，并制定了明确的票据续发机制、追加购买和不合格资产赎回机制。

本交易基础资产为由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即初始资产）以及受托人在追加购买日向委托人追加购买的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即新增资产）。截至追加购买基准日（2022 年 2 月 9 日），入池资产的未偿本金余额合计为 53270.45 万元，基础资产涉及 288 户承租人，517 融资租赁债权及其附属担保权益。

根据相关的交易文件约定，就每一笔资产而言，系指在初始起算日和信托财产交付日

（适用于委托人在信托财产交付日信托予受托人的资产）或追加购买基准日、追加购买日（适用于受托人在追加购买日向委托人追加购买的资产）以及第 N 期资产支持商业票据的起息日应符合的如下标准：

(A) 资产对应的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) 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；

(C) 资产所对应的任一份租赁合同的还款方式为等额本息，利率类型均为固定利率；

(D) 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；资产均为正常类；

(E) 承租人系具有完全民事行为能力 and 民事行为能力的自然人或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，未发生申请停业整顿、解散、破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照，且不属于失信被执行人及地方政府或地方政府融资平台；

(F) 担保人系具有完全民事行为能力 and 民事行为能力的自然人或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，未发生申请停业整顿、解散、破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照，且不属于失信被执行人及地方政府或地方政府融资平台；

(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；租赁合同对资产的转让有特别约定的情况下，资产在转让时已经满足了所约定的条件；

(H) 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；

(I) 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）；

(J) 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；

(K) 资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密；

(L) 资产或租赁物件不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(M) 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，且截至初始起算日或追加购买基准日，承租人至少已支付资产项下的第一期租金；

(N) 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或任何第三方权利；

(O) 资产所包含的每笔融资租赁债权的到期日不得晚于信托预期存续期限所对应的最后一个回收款转付日⁵；

(P) 委托人拥有从事资产项下业务所需的各类资质、许可，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；

(Q) 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、保证人、物权担保人或其他主体的同意；

(R) 租赁物件上未向第三方设定抵押权、质权或其他担保物权；

(S) 单笔资产的未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比例不超过 10%；单一承租人的全部资产未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比例不超过 15%；具有关联关系的承租人的全部资产初始起算日本金余额（适用于委托人在信托财产交付日信托予受托人的资产）或追加购买基准日本金余额（适用于受托人在追加购买日向委托人追加购买的资产）占资产池未偿本金余额的比例不超过 20%。

票据续发机制

本交易设置了续发机制。在本交易中，受托人可在本期优先级商业票据到期前启动续发下一期的优先级商业票据。

在本期优先级商业票据到期前，若下一期的优先级商业票据于发行日（预期到期日前的第 5 个工作日）续发成功，并于缴款日（预期到期日前的第 3 个工作日）将募集资金划付至信托账户，募集资金将用于购买本期优先级商业票据持有人所持有的信托受益权并作为本期优先级商业票据本息偿付的资金来源。次级资产支持商业票据不进行续发，当本期优先级商业票据续发成功且兑付完毕后，本期次级资产支持商业票据将自动转换为下一期的次级商业票据。

若在本期优先级商业票据对应的支付日前 10 个工作日，委托人书面通知受托人不再发行任意一期资产支持商业票据的或本期资产支持商业票据对应的支付日前 3 个工作日下午五点（17:00）下一期资产支持商业票据未能全部得

⁵回收款转付日：资产服务机构将监管账户内的资金转付到信托账户之日。信托生效后，回收款转付日与每个回收款归集日为同一日；但当发生权利完善事件之任一事项后，委托人或其授权主体将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户。如发生前述权利完善事件后，承租人、担保人（如有）仍将回收款划付至资产服务机构，则资产服务机构应在收到每笔回收款后的第 3 个工作日将回收款支付至信托账户而无需再经过监管账户归集。

到足额认购缴款或在本期资产支持商业票据存续期间触发任一权利完善事件或任一违约事件（定义详见附件 4）的，则触发不予发行事件（定义详见附件 4），优先级商业票据将不再续发。若届时本期资产支持商业票据触发差额支付启动事件（定义详见附件 4），则徐工集团应在差额支付承诺人划款日⁶根据差额支付指令的要求将相应款项直接划入信托账户。

追加购买机制

根据交易条款的约定，在追加购买期⁷内，委托人向受托人提供备选资产，由受托人以当期追加购买可用金额为限在追加购买日⁸买入符合合格标准及资产保证⁹的资产，若触发追加购买提前终止事件（定义详见附件 4），本交易将停止追加购买并进入摊还期。每笔新增资产的追加购买资产价格应不高于该笔新增资产在其对应的追加购买基准日¹⁰00:00 点的未偿本金余额且不低于该笔新增资产的在其对应的追加购买基准日 00:00 点的未偿本金余额的 70%。其中，购买可用的金额为追加购买期内由受托人核算的每次可用于追加购买的资金总额，即受托人扣除支付完毕当期应支付的《信托合同》约定款项后的信托账户的一般账中的资金余额与截至上一个追加购买日次日信托账户的一般账中留存的可用于追加购买但未用于追加购买的金额（如有）之和。为避免疑义，追加购买可用金额不包括各期资产支持商业票据募集资金。

不合格资产赎回

根据交易文件，在信托期限内，如果受托人、委托人或资产服务机构发现不合格资产（定义详见附件 4）的，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知

前述其他方。受托人根据《信托合同》提出赎回不合格资产的书面要求或委托人根据《信托合同》提出赎回不合格资产并经受托人同意的，资产服务机构应于相应的回购起算日¹¹日终确定相关不合格资产赎回价格由受托人书面确认，待受托人书面确认后，委托人应于受托人同意之日或委托人发出书面通知要求所在的收款期间后的第一个回收款转付日，将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户。其中，赎回价格为截至回购起算日二十四时（24:00），以下三项数额之和：（a）该等不合格资产的未偿本金余额；（b）从初始起算日或对应的追加购买基准日至相关回购起算日时有关该等不合格资产的所有已经被核销（坏账核销）的本金；以及（c）该等不合格资产的未偿本金余额从初始起算日或对应的追加购买基准日至相关回购起算日的全部应付却未偿付的利息以及已经被核销（坏账核销）的本金从初始起算日或对应的追加购买基准日至相关回购起算日的全部应付却未偿付的利息。

3. 现金流安排

本交易对信托账户的设置以及回收款在相关账户间的归集、划转及分配情况做出了明确安排。

（1）账户设置

本交易设置了徐工租赁收款账户、监管账户及信托账户。

收款账户/徐工租赁收款账户系指①若徐工租赁担任资产服务机构的，系指徐工租赁开立的专门用于接收资产产生的回收款的，和/或徐工租赁根据《服务协议》另行开立的专门用于接收资产产生的回收款的人民币资金账户；②

⁶差额支付承诺人划款日：（a）在信托终止日之前，系指差额支付承诺人根据差额支付指令的要求将相应款项划入信托账户之日，为每个支付日前的第 6 个工作日（适用于差额支付启动事件第（a）项）或每个支付日前的第 2 个工作日（适用于差额支付启动事件第（b）、（c）项）；（b）在信托终止日之后，系指受托人向差额支付承诺人发出差额支付指令之日后的第 1 个工作日。

⁷追加购买期：信托生效日（含该日）起至追加购买终止日（不含该日）的期间。

⁸追加购买日：在追加购买期内，受托人（代表信托）向委托人追加购买新增资产的日期，即每个支付日前的第 9 个工作日。

⁹资产保证：就委托人信托给受托人的资产而言，系指委托人在《信托合同》中所做的关于资产池在初始起算日和信托生效日的状况的全部陈述和保证。就受托人向委托人追加购买的每一笔资产而言，系指委托人在《信托合同》中所做的关于资产池在对应的追加购买基准日、追加购买日和第 N 期资产支持商业票据的起息日的状况的全部陈述和保证。

¹⁰追加购买基准日：就受托人在每个追加购买日追加购买的资产而言，系指每个支付日前的第 25 个工作日，从该日起（含该日）受托人在每个追加购买日向委托人追加购买的资产产生的全部回收款应归入信托财产。

¹¹回购起算日：（a）就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日是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当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，回购起算日是指委托人共同向受托人发出《清仓回购通知书》之日。

若徐工租赁作为资产服务机构根据《服务协议》被解任的，系指替代资产服务机构（或后备资产服务机构，根据具体情况而定）另行开立的专门用于接收资产产生的回收款的人民币资金账户。

监管账户系指资产服务机构在资金监管机构开立专门用于接收收款账户转付的承租人支付的回收款，以及向信托账户转付资产回收款的人民币资金账户。

信托财产专户/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。信托账系指用以记录信托财产的收支情况的会计账。信托账下设立子账，即一般账和保证金账。一般账系指信托账下设立的用于核算本金回收款、收入回收款、差额支付资金以及各期（除第一期外）资产支持商业票据募集资金的子账。保证金账系指信托账下设立的用于核算保证金的子账。

（2）现金流划付

本交易的现金流来自于基础资产项下的承租人偿还的租赁回收款。资产服务机构于每个回收款归集日（定义详见附件 4）下午四点（16:00）前将收款账户中扣除执行费用和根据法律规定应由资产承担的增值税后的前一个回收款归集期间的全部回收款（不包括该等回收款在收款账户内产生的利息）转入监管账户，之后并于每个回收款转付日下午四点（16:00）前将监管账户内的全部资金（包括监管账户内资金产生的利息）转入信托账户。资金保管机构于每个服务机构报告日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记入一般账。

如发生差额支付启动事件，在差额支付启动日¹²，受托人向差额支付承诺人发出差额支付指令并抄送资金保管机构。差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日¹³下午四点（16:00）

前将差额支付指令中载明的应付差额支付资金附言汇付至信托账户，资金保管机构应根据差额支付承诺人的资金汇划附言将汇入信托账户中的差额支付资金分别记入一般账中。

如果发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件，委托人/资产服务机构应于相关的权利完善事件发生之后 5 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。资金保管机构将信托账户收到的保证金记入信托账户项下的保证金账。

（3）分配资金划付

违约事件发生前的分配

在违约事件发生前，受托人应将前一个收款期间内收到的回收款（但不包括当期应支付的追加购买新增资产的购买价款）、差额支付资金、各期（除第一期外）资产支持商业票据募集资金（如有）以及于该信托利益核算日¹⁴分别按照《信托合同》的约定从相应账户转入一般账的资金的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

（A）支付依据所适用的中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收；

（B）支付评级机构的跟踪评级报酬（如有）；

（C）同顺序按比例支付（a）资金保管机构的报酬；（b）审计师的报酬；（c）后备资产服务机构（如有）的报酬；（d）受托人的报酬；

（e）支付代理机构的报酬；（f）资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；（g）受托人可报销的费用支出及按照《信托合同》的约定以固有财产垫付的费用（如有）；（h）发行登记服务费及簿记建档费（如有）；（i）资金监管机构的报酬（如有）；（j）见证律师出具法律意见书的报酬（如有）；

（D）支付资产服务机构应收的全部服务

¹² 差额支付启动日：（a）在信托终止日前，系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差额支付指令之日，为每个支付日前的第 7 个工作日（适用于差额支付启动事件第（a）项）或每个支付日前的第 3 个工作日（适用于差额支付启动事件第（b）、（c）项）；（b）在信托终止日之后，系指受托人向差额支付承诺人发出差额支付指令之日。

¹³ 差额支付承诺人划款日：（a）在信托终止日之前，系指差额支付承诺人根据差额支付指令的要求将相应款项划入信托账户之日，为每个支付日前的第 6 个工作日（适用于差额支付启动事件第（a）项）或每个支付日前的第 2 个工作日（适用于差额支付启动事件第（b）、（c）项）；（b）在信托终止日之后，系指受托人向差额支付承诺人发出差额支付指令之日后的第 1 个工作日。

¹⁴ 信托利益核算日：每个支付日前的第 8 个工作日。

报酬（如有）；

（E）支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先级商业票据的预期收益；

（F）支付优先级商业票据的本金，直至优先级商业票据的本金清偿完毕；

（G）支付次级资产支持商业票据的本金，直至次级资产支持商业票据的本金清偿完毕；

（H）剩余资金作为次级资产支持商业票据的收益支付给次级资产支持商业票据持有人。

违约事件发生后的分配

在违约事件发生后，受托人应将前一个收款期间内收到的全部回收款、差额支付资金、各期（除第一期外）资产支持商业票据募集资金（如有）以及于该信托利益核算日按照标准条款的约定从相应账户转入一般账的总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：

（A）支付依据所适用的中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收；

（B）支付评级机构累计应付未付的跟踪评级报酬（如有）；

（C）同顺序按比例支付（a）资金保管机构累计应付未付的报酬；（b）审计师累计应付未付的报酬；（c）后备资产服务机构（如有）

累计应付未付的报酬；（d）受托人累计应付未付的报酬；（e）支付代理机构的累计应付未付报酬；（f）受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额（包括以往各期末未付金额）；（g）受托人按照《信托合同》的约定以固有财产垫付的费用（包括以往各期末未付金额，如有）；（h）发行登记服务费及簿记建档费（包括以往各期末未付金额，如有）；（i）资金监管机构的报酬（如有）；（j）见证律师出具法律意见书的报酬（如有）；

（D）支付资产服务机构（如果该违约事件不是资产服务机构直接或间接引致的）累计应付未付应收的服务报酬（如有）；

（E）支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先级商业票据累计应付未付的预期收益；

（F）支付优先级商业票据的本金，直至优先级商业票据的本金全部清偿完毕；

（G）如果该违约事件是资产服务机构直接或间接引致的，支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬（如有）；

（H）支付次级资产支持商业票据的本金，直至次级资产支持商业票据的本金清偿完毕；

（I）剩余资金作为次级资产支持商业票据的收益支付给次级资产支持商业票据持有人。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

优先/次级偿付机制及超额抵押和触发机制的设置给本交易的现金流带来有利的影响。同时，徐工集团提供的无条件不可撤销的差额支付承诺对本期优先级商业票据的信用等级起主要支撑作用。

（1）优先/次级偿付机制及超额抵押

本交易采用优先/次级偿付机制，具体划分为本期优先级商业票据和次级商业票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照《信托合同》约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的商业票据为优先受偿的商业票据提供信用损失

保护。具体地，考虑超额抵押后，本期优先级商业票据获得 10.83% 的信用支持。总体看，优先/次级偿付机制及超额抵押为本期优先级商业票据提供了一定的信用支持。

（2）触发机制

本交易设置了如下触发机制：违约事件、权利完善事件、不予发行事件。

若触发违约事件，且该违约事件是资产服务机构直接或间接引致的，在本期优先级商业票据本金清偿完毕前，将不再支付资产服务机构累计应付未付应收的服务报酬（如有），从而保护本期优先级商业票据的优先偿付。

若触发与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件，委托人/资产服务机构应于相关的权利完善事件发生之后 5 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。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，委托人应向受托人出具租赁物件所有权转移的证明文件，将委托人交付的资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人。

若任意一期资产支持商业票据发行不成功的，即当期资产支持商业票据对应的支付日前 3 个工作日的 17:00 前下一期优先级商业票据未能全部得到足额缴款，将触发不予发行事件，差额支付承诺人届时将对信托账户内可供分配资金不足以支付该支付日应付的由信托财产承担的费用以及当期优先级商业票据的预期收益以及未偿本金余额的差额承担差额补足义务。

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，并为本期优先级商业票据的兑付提供了保障。

（3）差额支付承诺

徐工集团作为本交易的差额支付承诺人，不可撤销及无条件地承诺对信托资金不足以支付应由信托财产承担的全部税收、负债、费用、报酬以及本期优先级商业票据的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。徐工集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其提供的差额支付承诺对本期优先级商业票据提供了极强的信用支持，对本期优先级商业票据的信用等级起到主要支持作用。

2. 交易结构风险分析

本交易面临的交易风险包括资金混同风险、抵销风险、流动性风险、提前偿还及拖欠风险、物权风险和再投资风险。各项风险在本交易中已得到缓释处理或已经充分考量，均处于可控状态。

（1）资金混同风险

资金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

的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。本交易正常情况下，资产服务机构每 3 个月将基础资产回收款划转至信托账户，基础资产回收款在资产服务机构收款账户停留时间尚可，但仍存在一定的资金混同风险。

在本交易中，当发生权利完善事件之任一后，委托人或其授权主体将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户。如发生前述权利完善事件后，承租人、担保人（如有）仍将回收款划付至资产服务机构，则资产服务机构应在收到每笔回收款后的第 3 个工作日将回收款支付至信托账户而无需再经过监管账户归集。

总体看，本交易设置了与资产服务机构信用危机相关的基础资产回收款划转路径，虽然正常情况下租赁回收款在资产服务机构账户上停留的时间较长，但考虑到徐工租赁作为徐工集团全资子公司，2018 年以来发展较好，资产服务机构自身丧失清偿能力或破产的可能性很小；与此同时，徐工租赁建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险控制措施较为完善，整体风险控制能力较强，一定程度上缓释了资金混同风险。

（2）抵销风险

抵销风险是指承租人依据法律行使可抵销债务权利，从而使租金回收出现风险。

本交易中关于基础资产的合格标准约定：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。同时，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或受托人向委托人追加购买的信托财产，则委托人应于发生抵销当天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。同时，本交易设置了不合格基础资产赎回机制，以上安排均可在一定程度上缓解抵销风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与本期优先级商业票据利息兑付之间的错配。本期优

先级商业票据的流动性风险一方面来自于资产池对应的融资租赁债权拖欠，另一方面来自于下一期资产支持商业票据未能成功发行的风险。

若在支付日前第 7 个工作日，信托账户内可供分配的资金根据《信托合同》约定的分配顺序不足以支付该支付日应付的由信托财产承担的税收、负债、费用、报酬以及本期优先级商业票据的预期收益的；或下一期资产支持商业票据未能成功发行的，均将触发差额支付启动事件，徐工集团作为差额支付承诺人将无条件不可撤销的承担差额支付义务。徐工集团作为国内领先的工程机械制造企业之一，产品种类丰富，市场竞争力强，主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其为本交易提供的差额支付承诺可以有效降低流动性风险。

（4）利率风险

在本交易压力测试中，联合资信基于假设的预期发行利率进行现金流分析，但未来可能由于优先级商业票据发行利率提高、相关费用增加等原因，信托账户内现金流入对现金流出的覆盖倍数降低，进而造成流动性风险。

联合资信在现金流分析中考虑了优先级商业票据发行利率提高的因素，并进行了压力测试，压力测试结果表明基础资产预期现金流对优先级商业票据预期支出的保障程度能够达到 1 倍以上。同时，本交易由徐工集团承担差额支付义务，对利差风险起到较好的缓释作用。考虑到优先级商业票据有续发安排，联合资信将对后续续发的各期资产支持商业票据的利率风险保持关注。

（5）提前偿还及拖欠风险

入池资产的提前偿还有助于优先级商业票据本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到利差水平。本交易回收款转付时间较长，若基础资产发生早偿，可能在一定程度上造成回收款利息的损失。本交易设有追加购买机制，提前偿还的回收款将用于购买新的入池资产，由此降低资金沉淀早偿的利息损失。

入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。根据租赁合同的约定，若本交易项

下承租人未按期支付应付的到期租金和其他应付款项时，徐工租赁有权要求承租人按双倍日利率支付延迟款项在延迟期间的利息。同时针对拖欠风险，本交易基础资产附有较高比例的保证金，保证金占未偿本金余额的比例为 7.14%。当承租人出现拖欠还款时，若依据融资租赁合同的约定需以保证金抵扣承租人的应付款项的，保证金账户项下相当于被抵扣的保证金数额的资金应作为资产回收款划入信托账户项下相应的科目用于分配。保证金减少了承租人拖欠还款对本交易造成的损失。总体看，以上安排可以在一定程度上缓释拖欠风险。

（6）物权风险

本交易可能面临物权风险。由于基础资产涉及的租赁物件的所有权并未进行转移，因而若在徐工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，若触发与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件，委托人/资产服务机构应于相关的权利完善事件发生之后 5 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。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，委托人应向受托人出具租赁物件所有权转移的证明文件，将委托人交付的资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人。鉴于徐工租赁作为徐工集团全资子公司，2018 年以来发展较好，信用水平良好，联合资信认为在交易开始时不办理所有权转移对优先级商业票据的信用质量影响不大。同时，联合资信会保持关注，一旦徐工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商业票据信用状况的影响。

（7）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》的约定与合格实体¹⁵进行的活期存款、定期存款、通知存款、协定存款，并按照届时双方约定的利率计息。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于支付日前第 3 个工作日 9:00 前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

3. 其他参与机构尽职能力分析

本交易受托人/发行载体管理机构及资金保管机构经验丰富，履约能力较强。

(1) 受托人/发行载体管理机构

本交易受托人/发行载体管理机构为江苏信托。

江苏信托是经江苏省人民政府和国家外资产管理委员会批准设立的非银行金融机构，是江苏省国信集团的主要成员企业之一，专业从事金融信托业务，现为中国信托业协会理事单位。截至 2021 年 9 月底，江苏信托注册资本为 87.60 亿元，江苏国信股份有限公司为其最大股东，持股比例为 81.49%。

江苏信托业务范围主要分为自营业务和信托业务。自营业务主要包括股权投资、自营贷款、自营证券、金融产品投资等。信托业务是江苏信托的主营业务和重要收入来源，主要包括集合资金信托、单一资金信托、财产权信托等。

截至 2020 年底，江苏信托总资产 280.74 亿元，所有者权益 223.07 亿元，当年实现营业收入 25.63 亿元，利润总额 22.10 亿元，截至 2021 年 6 月底，江苏信托总资产 254.12 亿元，2021 年 1—6 月，实现营业收入 12.01 亿元；信托资产方面，截至 2020 年底，信托资产规模 3709.19 亿元，当年信托项目营业收入 25.24 亿元，各项业务风险资本之和 118.99 亿元，净资本与风险资本的比例为 146.08%，净资本/净资产为 78.45%，各项指标均符合监管要求。

风险控制方面，江苏信托建立的“三会一层”治理机制相互制约，并采取不同措施加强内部控制。江苏信托的自营业务和信托业务相互分离，分别核算、分开管理，同时两者信息隔离，各业务信息相互独立。江苏信托制定了信用风险管理制度，通过完善江苏信托尽职调查制度加强事前防范；通过对项目的跟踪管理以及信用风险资产分类评级进行事中控制；通过项目结束后的稽核与评价进行事后控制。

总体看，江苏信托作为本交易的受托人/发行载体管理机构，能够提供本交易要求的信托资产管理和信托事务处理的服务。

(2) 资金保管机构

本交易资金保管机构为交通银行股份有限公司江苏省分行。

交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）的前身始建于 1908 年，是中国历史最悠久的银行之一，也是近代中国的发钞行之一。1987 年，交通银行重新组建，是中国第一家全国性股份制商业银行，初始注册资金 20.00 亿元。截至 2021 年 9 月底，交通银行注册资本 742.63 亿元，最大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 23.88%。

截至 2020 年底，交通银行设有 245 家境内外分支机构，并于境外 18 个国家和地区设立了 23 家分（子）行和代表处，境外经营网点 69 个。

截至 2020 年底，交通银行资产总额为 106976.16 亿元，较上年底增长 8.00%；股东权益（归属于母公司股东）为 8666.07 亿元，较上年底增长 9.25%；总存款和总贷款分别为 65392.54 亿元和 58484.24 亿元；核心一级资本充足率为 10.87%，一级资本充足率为 12.88%，资本充足率为 15.25%；不良贷款率 1.67%；拨备覆盖率 143.87%。2020 年，交通银行实现营业收入 2462.00 亿元，利润总额 864.25 亿元。截至 2020 年底，交通银行托管资产规模达 10.33 万亿元，较上年底增长 9.97%。

¹⁵合格实体：就评级机构而言，系指主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。

截至 2021 年 9 月底，交通银行资产总额为 114726.23 亿元，较上年同期增长 6.27%；股东权益（归属于母公司股东）为 9443.46 亿元，较上年同期增长 14.45%。2021 年 1—9 月，交通银行营业收入 1999.70 亿元，较上年同期增长 7.86%。

总体看，交通银行资本规模大，经营业绩优良，资金保管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

4. 法律风险分析

法律意见书显示本交易各参与方有效存续，具备相应资质；基础资产真实有效、权属明确，符合合格标准的要求；信用增进安排合法有效。

江苏世纪同仁律师事务所（以下简称“世纪同仁律所”）出具法律意见书显示，徐工租赁为在中华人民共和国境内依法设立并有效存续的非金融企业法人；徐工租赁为交易商协会会员，接受交易商协会自律管理；徐工租赁历史沿革合法合规，具备《公司法》《管理办法》

《票据指引》所规定发行本期资产支持商业票据的主体资格；江苏信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具备担任财产权信托受托人的资格，并已成为交易商协会会员，具备作为发行载体管理机构的资格；交通银行江苏省分行系依据中国法律有效存续的商业银行分

支机构，具备担任本项目资金保管机构的资格，且与徐工租赁之间不存在关联关系；徐工集团系依据中国法律合法成立并存续的公司法人，具备担任差额支付承诺人的资格，徐工集团作为差额支付承诺人已履行必要的内部审批程序，获得有效的内部授权，徐工集团本次董事会决议真实有效，具备法律效力。

世纪同仁律所出具法律意见书显示，基础资产符合合格标准的要求，均可进行合法有效的转让，无需取得中国有关部门的批准，交易文件对基础资产转让的约定合法有效，未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益。基础资产真实有效、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；基础资产的形成、取得合法有效，不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形，基础资产可以合法有效转让；基础资产的管理及运营符合法律法规及国家相关产业政策；除《募集说明书》和法律意见书披露风险以外，截至法律意见书出具之日，本次发行不存在其他潜在法律风险。

世纪同仁律所出具法律意见书显示，信用增进安排符合《民法典》《票据指引》《管理办法》等法律法规及配套规范性文件的规定，合法有效。本交易募集资金用途合法合规，符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。

三、委托人/发起机构/资产服务机构分析

本交易委托人及发起机构为徐工租赁。徐工租赁作为徐工集团旗下的融资租赁子公司，能够得到徐工集团在融资、业务渠道等方面的大力支持。依托于股东的支持，徐工租赁业务发展较快，并且资产质量保持良好。

1. 主体概况

徐工租赁系经中华人民共和国商务部和徐州市经济贸易委员会批准由股东徐工集团于

2007 年 8 月 13 日出资设立的有限责任公司，初始注册资本为人民币 4000.00 万元，徐工集团持股比例为 100%。2011 年和 2020 年，徐工集团对徐工租赁分别增资 4.00 亿元和 5.00 亿元；2021 年 4 月，徐工集团对徐工租赁增资 7.00 亿元，增资后徐工租赁注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。截至 2021 年 9 月底，徐工租赁注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，徐工租赁控股股东为徐工集团，实际控制人为徐州市国资

委，徐工租赁股权无被质押的情形。

徐工租赁经营范围为：工程机械的租赁，融资租赁业务，经营租赁业务，售后回租业务，与主营业务相关的商业保理业务，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，向第三方机构转让应收账款、接受租赁保证金，工程机械及配件的销售，保险兼业代理（按许可证所列范围经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁设立了 12 个部门：办公室、党政工作部、综合管理部、财务计划部、资金运营部、风险管理部、资产法务部和五个融资租赁业务部门¹⁶。截至 2021 年 9 月底，徐工租赁拥有全资子公司 1 家（天津汉邦融资租赁有限公司）。

截至 2020 年底，徐工租赁资产总额 142.38 亿元，其中应收融资租赁款净额 107.38 亿元，所有者权益 14.56 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2020 年，徐工租赁实现营业收入 6.38 亿元，利润总额 0.43 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁资产总额 144.88 亿元，其中应收融资租赁款净额 98.70 亿元，所有者权益 21.80 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2021 年 1—9 月，徐工租赁实现营业收入 5.91 亿元，利润总额 0.50 亿元。

徐工租赁注册地址：徐州经济开发区驮蓝山路 1 号；徐工租赁法定代表人：杨东升。

2. 行业分析

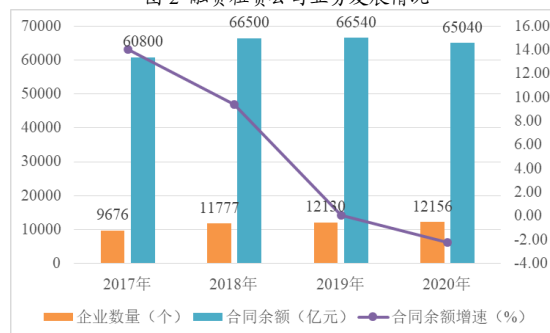
截至 2021 年 9 月底，徐工租赁主要收入来源于融资租赁业务，属于融资租赁行业。

2018 年以来，融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓，并且于 2020 年出现了负增长。

长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）批准成立的金融租赁公司，

属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司¹⁷，该类租赁公司主要是由非金融机构设立。2018 年以来，融资租赁公司数量增速持续放缓，业务规模增速亦持续下降，并且 2020 年以来受新冠肺炎疫情疫情影响，业务规模在 2007 年进入快速发展期以来首次出现了负增长。截至 2020 年底，我国融资租赁公司 12156 家，较年初增加 26 家，合同余额为 65040 亿元，较年初下降 2.25%。

图 2 融资租赁公司业务发展情况



注：主坐标轴为企业数量和合同余额，次坐标轴为合同余额增速
资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

在行业增速变缓甚至出现负增长的环境下，龙头企业在业务规模和融资方面具有较大优势，行业分化明显。

从融资端来看，根据 Wind 统计，2020 年融资租赁公司中共有 42 家在资本市场发行过债务融资工具（包括公司债、中期票据、短期融资券和 PPN，不含资产证券化产品，下同），规模合计 2722.55 亿元。2020 年发行过债务融资工具的融资租赁公司中，按照 2020 年底净资产排序，前十大融资租赁公司（以下简称“样本公司”）2020 年债券发行量为 1972.30 亿元，占行业总发行量的比重为 72.44%，其余 32 家融资租赁公司发行量占比合计 27.56%。

从融资租赁公司经营情况来看，联合资信用租赁资产规模/全行业期末合同余额近似代表市场份额，样本公司 2020 年底租赁资产规模合计 8902.83 亿元，市场份额为 13.69%，较年初增加 1.90 个百分点。截至 2020 年底，样本公司资产总额及租赁资产规模较年初增速分别为

¹⁶ 徐工租赁于 2021 年二季度将融资租赁业务部门整合为 3 个，分别负责上牌照业务、非上牌照业务和多元化业务。

¹⁷ 2018 年 5 月，商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。

12.27%和 13.48%。2020 年尽管新冠肺炎疫情给融资租赁公司展业带来了较大的不利影响，但竞争力强的融资租赁公司仍然保持了稳定的发展趋势，行业内竞争分化较明显。

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，大量空壳企业将被清退，部分融资租赁公司可能面临较大的转型压力。

银保监会于 2019 年 10 月发布了对商业保理企业的监管要求，2020 年 6 月 9 日，银保监会正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”），体现出银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。

《暂行办法》中提出的监管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等均将受到监管的限制，并且《暂行办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业监控自身的风险敞口，及时发现风险和控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

各地金融局陆续下发了相关的监管文件，上海市地方金融监督管理局于 2019 年 6 月和 2020 年 4 月先后发布了《关于规范企业名称及经营范围中相关表述的通知》和《上海市地方金融监督管理条例》，进一步规范了上海市融资租赁企业名称及相关企业监督管理办法；2021 年 2 月，上海市地方金融监督管理局发布《上海市融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》，就融资租赁公司设立、变更、注销等事项，业务经营与风险管理、监督管理、法律责任等进行一系列规定。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局下发了《北京市融资租赁公司监督管理指引（试行）》（以下简称“《北京市指引》”），在《暂行办法》的基础上，对融

资租赁企业的股东做出了明确的要求以确保融资租赁企业的主要股东具有较强的经营实力和支持实力，并且尽可能避免同一股东下的同业竞争，另外还需要保持融资租赁企业股权的稳定性；除此之外，《北京市指引》中还明确一般风险损失准备原则上不低于风险资产余额的 1.5%。

2021 年宏观政策仍将保持连续性、稳定性、可持续性，并且要促进金融服务实体经济，做好风险防范和处置，宏观政策环境仍将相对稳定；但经济下行压力仍在，并且由于全球疫情的反复，实体经济仍然面临来自于疫情冲击的不确定性。融资租赁整体行业仍将保持缓慢发展，资产质量承压，盈利水平受到计提拨备的影响或将有所下滑，行业分化趋势将继续。

2020 年 12 月，中央经济工作会议召开。会议强调，2021 年是“十四五”规划的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。会议指出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时效；要防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。宏观政策环境仍将保持一定的稳定性。

2019 年 5 月，央行、银保监会对包商银行实施接管，引起了一定的市场恐慌，实体经济的风险传导至金融及类金融行业并且风险逐渐暴露；受 2020 年新冠肺炎疫情影响，中小企业面临了极大的生存压力，金融机构面临的信用风险攀升；另外，2020 年以来，部分国有企业陆续违约，市场反应强烈，整体融资环境将面临一定的不确定性。由此可见，实体经济仍然具有较大的下行压力，并且实体经济的风险正在对金融机构产生负面影响，融资租赁行业在金融体系内的抗风险能力总体不如银行等金融

机构，因此融资租赁企业的融资环境及资产质量将面临更大的挑战。另外，虽然 2020 年国内疫情控制成效显著，但全球疫情又见反复，并且国内疫情亦有反弹迹象，2021 年国内实体经济仍然面临着来自于疫情冲击的可能性，融资租赁公司的资产质量亦将面临着较大的压力。

联合资信预计，2021 年融资租赁行业总体仍将保持缓慢发展的趋势，甚至全行业业务规模出现小幅下降；实体经济压力尚存仍然会给融资租赁公司的资产质量带来较大的下行压力，融资租赁公司的盈利水平亦将受到计提拨备的影响；债券违约给融资环境带来一定的不利影响，可能会使融资租赁行业融资渠道和成本受到影响，并且带来更明显的分化形势。

3. 经营分析

徐工租赁的业务逐渐从直接融资租赁转为售后回租模式，2018—2020 年业务规模呈持续增长趋势，业务的行业及区域分布较为集中。

徐工租赁主要从事工程机械融资租赁业务，经过多年发展，现已成为徐工集团体系内重要的销售平台之一，其客户来源基本为徐工集团下属各主机厂和经销商推荐的承租人，租赁物

主要包括工程起重机械、压实机械、铲土运输机械、路面机械、混凝土机械、桩工机械等，客户对象主要系基础设施及建筑物承建单位、大型机械生产企业以及个体商户等。

业务规模方面，2018—2020 年底，徐工租赁的应收租赁款净额分别为 61.55 亿、元 89.07 亿元和 107.38 亿元，呈上升态势。2018—2020 年，受益于工程机械行业回暖，行业内的设备销售大幅上升，徐工租赁的新签合同数及新签金额明显大幅上升。同时，全国多地“国六”标准的陆续实施，亦对部分工程机械的更新换代提供了较好的政策支撑。2018—2020 年，徐工租赁新签合同数量及金额复合增长率分别为 48.73%和 50.72%。随着租赁业务规模的快速发展，2018 年以来徐工租赁收入规模也呈逐年增长趋势，2018—2020 年徐工租赁实现营业收入分别为 4.83 亿元、5.97 亿元和 6.38 亿元。

2021 年 9 月底，徐工租赁的应收租赁款净额为 98.70 亿元。2021 年 1—9 月，徐工租赁新签合同数量为 8249 个，实现签约金额为 102.30 亿元；同期，徐工租赁实现营业收入 5.91 亿元。

表 2 徐工租赁融资租赁业务情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
当年新增合同个数（个）	5198	6854	11499	8249
当年融资租赁投放金额（亿元）	58.57	84.93	133.04	102.30
营业收入（亿元）	4.83	5.97	6.38	5.91

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

从业务类型分布来看，徐工租赁业务模式逐渐从直接租赁转为售后回租模式。2018 年以来，徐工租赁新签业务中售后回租模式金额逐年增加，分别为 40.70 亿元、65.46 亿元和 79.96 亿元。截至 2021 年 9 月底，徐工租赁直接租赁和售后回租的应收融资租赁款余额分别为 16.08 亿元和 82.63 亿元。

表 3 徐工租赁业务类型分布情况（单位：亿元）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 9 月底
直接租赁	20.85	23.61	27.42	16.08

售后回租	40.70	65.46	79.96	82.63
总计	61.55	89.07	107.38	98.70

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

从业务地区来看，截至 2020 年底，前五大业务地区分别为江苏省、山东省、河北省、河南省和湖北省，应收租赁款余额占比分别为 28.85%、6.69%、5.69%、5.51%和 5.32%，合计占比为 52.06%，区域集中度较高。截至 2021 年 9 月底，徐工租赁前五大业务地区分别为江苏省、山东省、河北省、广东省和河南省，业务分布区域较上年底变化不大。

4. 财务分析

2018—2020 年，随着业务规模的不断扩大，徐工租赁资产规模也呈上升态势，债务规模也呈持续上升态势；利润规模逐年增长，盈利能力一般；整体偿债能力很强。

徐工租赁提供了 2018—2020 年度审计报告及 2021 年 1—9 月财务报表，2018—2020 年度审计报告由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并经其出具了无保留意见的审计结论，2021 年 1—9 月财务报表未经审计。合并范围方面，2018—2020 年徐工租赁纳入合并范围的子公司均无变化。整体看，徐工租赁财务数据可比性较强。

（1）资产质量

2018 年以来，随着徐工租赁经营规模增长，资产快速增长，2018—2020 年，徐工租赁资产规模持续增长，年均复合增长 21.10%。截至 2020 年底，徐工租赁合并资产总额 142.38 亿元，较上年底增长 11.89%。其中，流动资产占 23.68%，非流动资产占 76.32%。徐工租赁资产以非流动资产为主。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁合并资产总额 144.88 亿元，较上年底增长 1.76%。其中，流动资产占 31.28%，非流动资产占 68.72%。徐工租赁资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（2）负债及所有者权益

负债

2018—2020 年底，徐工租赁负债规模持续增长，年均复合增长 20.65%。截至 2020 年底，徐工租赁负债总额 127.82 亿元，较上年底增长 8.44%。其中，流动负债占 60.28%，非流动负债占 39.72%。徐工租赁负债结构较上年底变化较大，流动负债较上年底增长 51.40%，主要系其他应付款大幅增加所致，其他应付款主要为徐工集团内部借款。

2018—2020 年，徐工租赁全部债务呈先增后减趋势，截至 2020 年底，徐工租赁全部债务 75.85 亿元，短期债务占比为 34.64%。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁负债总额 123.08 亿元，较上年底下降 3.71%。其中，流动负债占 59.91%，非流动负债占 40.09%。徐工租赁流动负债与非流动负债占比较上年底变化不大。

所有者权益

2018—2020 年底，徐工租赁所有者权益持续增长，年均复合增长 25.32%。截至 2020 年底，徐工租赁所有者权益 14.56 亿元，较上年底增长 55.28%，主要系 2020 年 6 月股东增资所致。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁所有者权益 21.80 亿元，较上年底增长 49.68%，主要系徐工集团对徐工租赁增资所致。

（3）现金流

从经营活动来看，2018—2020 年，徐工租赁经营活动现金净额分别为 1.08 亿元、-11.97 亿元和 19.06 亿元。从投资活动来看，2018—2020 年，徐工租赁投资活动现金净额分别为 -0.05 亿元、-46.21 万元和 0.12 亿元。从筹资活动来看，2018—2020 年，徐工租赁筹资活动现金净额分别为 -1.55 亿元、12.78 亿元和 -17.20 亿元。

2021 年 1—9 月，徐工租赁经营活动产生的现金流量净额为 -15.60 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -0.08 万元，筹资活动产生的现金流量净额为 14.04 亿元。

（4）盈利能力

盈利能力方面，徐工租赁业务开展主要依托于徐工集团体系内主机厂产品的销售情况，2018 年以来随着合作产品的销量增长，徐工租赁收入规模呈逐年增长趋势。2018—2020 年，徐工租赁营业收入年均复合增长 14.91%，主要系徐工租赁主营融资租赁业务规模增长所致。

2018—2020 年底，徐工租赁营业总成本持续增加，年均复合增长 12.44%。主要系徐工租赁利息支出增长所致。2018—2020 年，徐工租赁利息支出分别为 4.29 亿元、4.97 亿元和 5.28 亿元，呈持续增长态势。2019 年徐工租赁将利息支出从财务费用调整进营业成本。2018—2020 年，徐工租赁营业成本中除利息支出外的

减值损失和期间费用等均规模不大。受以上因素影响，徐工租赁利润总额逐年增长，年均复合增长 67.63%。2018—2020 年徐工租赁净利息差持续下降，其中 2020 年徐工租赁净利息差大幅下降，主要系徐工租赁使用票据结算以及发行的资产证券化产品出表使得债务规模下降所致。2020 年徐工租赁总资产收益率和净资产收益率分别为 0.18%和 2.07%，盈利能力一般。

2021 年 1—9 月，徐工租赁实现营业收入 5.91 亿元，利润总额 0.50 亿元。

(5) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，徐工租赁流动比率均不超过 100%；徐工租赁现金短期债务比指标表现一般，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，徐工租赁 EBITDA 持续增长；徐工租赁 EBITDA 对利息的覆盖程度一般，对全部债务的覆盖能力一般。

整体看，徐工租赁偿债能力指标表现一般，融资渠道较为畅通，考虑到徐工租赁资本实力较强且资产质量较好，并且股东能够在业务、资金等方面给予徐工租赁大力支持，徐工租赁整体偿债能力很强。

表 4 徐工租赁偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率 (%)	89.42	70.39	43.76
现金短期债务比 (倍)	0.12	0.12	0.18
筹资活动前现金流入/短期债务 (%)	142.85	145.23	543.55
EBITDA (亿元)	5.14	6.03	6.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.20	1.21	1.23
全部债务/EBITDA (倍)	15.70	15.90	12.01

资料来源：联合资信根据徐工租赁财务报告整理

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁无对外担保。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁共获银行授信总额 47.10 亿元，未使用 21.88 亿元；其他金融机构授信 9.10 亿元，未使用 6.34 亿元，徐工租赁流动性较为充足。

截至 2021 年 9 月底，徐工租赁无重大未决

诉讼。

根据二代企业征信管理系统出具的《企业征信报告》（机构信用代码：91320000665795725L）显示，截至 2022 年 1 月 19 日，徐工租赁无未结清和已结清的不良借款记录。

5. 风险管理能力分析

徐工租赁相关风控制度基本建立，管理架构和风险管理体系正在逐渐完善。

自成立以来，徐工租赁结合自身实际情况制定了比较完善的风险控制框架体系，遵循了一整套徐工租赁内部规章制度开展业务，包括《融资租赁客户选择和评审制度》《融资租赁业务管理流程》《融资租赁业务授信管理制度》等。

在风险管理流程上，徐工租赁对风险的把控落实到了业务操作的各个环节。具体来看，在业务开展前期，徐工租赁主要项目来源为徐工集团下属主机厂及经销商，获得项目后则进入资料搜集阶段，并将所需的信息递交风险管理部门进行评估。在贷中审核及授信管理方面，徐工租赁根据工程机械市场特性，从客户基本情况、资产情况、从业经验、信用资质、社会信息等方面建立专业化的客户资质审核体系；从融资租赁客户及相关的主机厂商和经销商的租金逾期、设备金额、经营能力等多维度进行综合评价；最后由风险管理部负责主体授信额度的调整及管理；由资金运营部负责授信额度使用情况监测预警。贷后管理方面，首先由融资租赁部门业务经理负责设备收回前的业务洽谈及对于回收设备时的职能分配；客户服务中心负责回收设备的日常管理工作，并负责协调制造厂对回收设备进行整修，同时资产财务部负责回收设备的价值评估工作。

在风险评价体系方面，徐工租赁将客户分为 A、B、C、D、E 五类，分别代表客户正常还款、短期困难、经营不善、无力经营和恶意欠款的信用状况，其中无力经营和恶意欠款两类划分为不良类。2018 年以来，徐工租赁逐步加强了清收力度，2018—2020 年，A 类客户

数量占比分别达到 95.73%、99.23%和 99.63%，同期末不良率分别为 0.65%、0.32%和 0.35%。从违约情况来看，2018—2020 年，徐工租赁违约率分别为 1.84%、1.58%和 0.60%。截至 2021 年 9 月底，发起机构 A 类客户数量占比为 99.45%，不良率为 0.06%，违约率为 0.89%。

此外，2018 年以来徐工租赁还加大了对租赁物的监管以及到期租金的催收力度。租赁物监管方面，徐工租赁的租赁物主要系各类工程

机械且基本装备了 GPS 监控体系，有助于徐工租赁及时收回租赁物，通过触发担保协议或者与设备供应方（徐工集团下属主机厂）协商处置回收租赁物，徐工租赁可最大程度上降低自身损失。从资产回收情况来看，2018—2020 年，徐工租赁到期租金回收率分别为 116.50%、102.50%和 108.94%。截至 2021 年 9 月底，徐工租赁的到期租金回收率¹⁸为 101.25%。

四、差额支付承诺人分析（具体分析详见附件 1-1）

徐工集团作为国内领先的工程机械制造企业之一，产品种类丰富，市场竞争力强，受到徐州市国资委战略增资支持。联合资信给予徐工集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，差额支付承诺能力极强。

1. 徐工集团信用评级

徐工集团前身为徐州工程机械工业公司，成立于 1985 年 8 月，由徐州市国资委组建。1990 年 3 月，经江苏省计划经济委员会和江苏省机械工业厅批准，徐州工程机械集团公司成立，注册资本为 1.98 亿元。1995 年 7 月，徐州工程机械集团公司改组为国有独资公司并变更为现名，注册资本为 2.59 亿元。

2020 年 9 月 22 日，经徐州市国资委出具的徐国资〔2020〕172 号文件批复，徐工集团和子公司徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）就混改股权转让和增资项目与战略投资者签订了相关协议，履行了相关审批手续。增资完成后，徐工集团持有徐工有限的股份比例为 34.10%，为徐工有限控股股东。2018—2020 年，徐工集团分别获得政府补助 2.93 亿元、7.15 亿元和 10.30 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团持有徐工有限 34.10%股权，为徐工有限控股股东；徐工有限持有徐工集团工程机械股份有限公司（以下

简称“徐工机械”）38.11%股权，为徐工机械控股股东。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团注册资本 23.35 亿元，控股股东及实际控制人为徐州市国资委（持股比例为 91.28%）。

徐工集团主营业务为工程机械及备件的研发、制造、销售和服务。截至 2020 年底，徐工集团员工人数 21855 人。

截至 2020 年底，徐工集团合并资产总额 1791.50 亿元，所有者权益 549.95 亿元（含少数股东权益 419.42 亿元）；2020 年，徐工集团实现营业收入 1116.44 亿元，利润总额 46.29 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团资产总额 2006.32 亿元，所有者 579.04 亿元（含少数股东权益 443.30 亿元）权益；2021 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 1013.30 亿元，利润总额 70.61 亿元。

徐工集团注册地址：江苏省徐州市经济技术开发区驮蓝山路 26 号；法定代表人：邱成。

徐工集团作为徐州市国资委下属大型工程机械制造企业，在行业地位和股东支持等方面具备的综合竞争优势。2020 年以来，中国工程机械行业持续向好，徐工集团营业收入大幅增长，整体毛利率有所上升，盈利能力稳健，并引入了投资人战略增资，资本实力得到提升。同时，联合资信也关注到徐工集团受限资产占

¹⁸ 租金回收率=实际回收租金/正常回收租金

比高、应收账款对营运资金形成占用、债务负担重、利润总额受投资收益和其他收益影响很大、对下属上市公司间接持股比例低等因素可能对徐工集团信用水平带来的不利影响。

未来，徐工集团重点发展内容包括地下施工装备、高空作业平台、大型桩工机械、工业互联网等，在建及拟建项目仍需一定的资金投入，徐工集团仍将面临一定融资压力。

综合评估，联合资信确定徐工集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

优势

(1) 徐工集团为徐州市国资委下属企业，受政府补助支持。2018—2020 年，徐工集团分别获得政府补助 2.93 亿元、7.15 亿元和 10.30 亿元。

(2) 徐工集团具备行业地位优势。徐工集团为国内工程机械制造领军企业之一，产品种类丰富，市场竞争力强。

(3) 2020 年，徐工集团引入投资人战略增资，资本实力得到提升。经徐州市国资委出具的徐国资〔2020〕172 号文件批复，徐工集团和徐工有限就混改股权转让和增资项目与战略投资者签订了相关协议，履行了相关审批手续。

(4) 2020 年，徐工集团经营状况良好。受益于工程机械行业高景气度，徐工集团主要产品产、销量均有所增长，产能利用率均有不同程度上升，徐工集团主营业务收入大幅增长，整体毛利率有所上升。

关注

(1) 徐工集团受限资产占比高。截至 2020 年底，徐工集团受限资产 234.92 亿元，占总资产的比重为 13.11%。

(2) 徐工集团应收账款规模大，对营运资金形成占用。截至 2020 年底，徐工集团应收账款 437.81 亿元，占徐工集团资产总额的 24.44%，对营运资金形成占用。

(3) 徐工集团债务负担重。截至 2020 年底，徐工集团全部债务 859.81 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.30%和 60.99%。

(4) 徐工集团利润总额受投资收益和其他收益影响很大。2020 年，徐工集团实现投资收益 59.32 亿元，其他收益 10.78 亿元，分别占利润总额的 128.15%和 23.29%。

(5) 徐工集团对下属上市公司间接持股比例较低，无法形成有效资金归集。徐工集团间接持有徐工集团约 13.00%股权。徐工机械下设全资财务公司，体系内资金或无法对徐工集团本部提供支持。

2. 差额支付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，徐工集团净资产为 549.95 亿元，为本期优先级商业票据本金（4.75 亿元）的 115.78 倍；徐工集团利润总额为 46.29 亿元，为本期优先级商业票据本金的 9.75 倍；徐工集团的差额支付能力极强。

五、基础资产分析

本交易承租人分散度尚可，剩余期限较长，承租人地域集中度较高，但大部分基础资产附有一定比例的保证金，对基础资产的信用水平起到了一定的信用支持作用。

1. 基础资产概况

本交易项下的基础资产系指由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每

一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即初始资产）以及受托人在追加购买日向委托人追加购买的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益（即新增资产）。

本交易为徐工 1 号资产支持商业票据系列的第四次发行，由于三期资产支持商业票据尚未到受托机构报告的披露时间，联合资信未获得资产池的实际表现，租金回款情况为资产服

务机构徐工租赁提供的当前汇总值。截至三期资产支持商业票据计算日（2022年2月9日），资产池回款本息合计 6804.54 万元。截至追加购买基准日（2022年2月9日），本期资产支持商业票据预计追加购买资产未偿本金合计 6680.64 万元，入池资产的未偿本金余额合计为 53270.45 万元，基础资产涉及 288 户承租人，517 笔融资租赁债权及其附属担保权益。

本交易前三大承租人未偿本金余额合计占比 15.23%，最大单户未偿本金余额占比为 6.61%，承租人分散度尚可。基础资产加权平均利率为 5.96%，加权平均基础资产剩余期限为 24.51 个月。承租人地域集中度较高，前三大地区涉及未偿本金余额合计占比 39.88%。基础资产的概况如下表所示：

表 5 基础资产概况

资产池合同未偿本金余额（万元）	53270.45
承租人户数（户）	288
基础资产笔数（笔）	517
单笔基础资产最大未偿本金余额（万元）	1922.68
单户承租人最大未偿本金余额（万元）	3521.84
基础资产加权平均利率 ¹⁹ （%）	5.96
加权平均基础资产剩余期限（月）	24.51
加权平均基础资产账龄（月）	13.25
剩余保证金比例（%）	7.14

注：所有加权平均数均以租赁合同未偿本金余额作为权重
资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

2. 承租人地区分布

从承租人地区分布来看，基础资产对应的承租人分布于 31 个省、市和自治区。前三大承租人所在地区的未偿本金余额占比合计为 39.88%，其中，江苏省地区占比最高，共涉及 92 笔租赁合同，未偿本金余额为 9859.81 万元，未偿本金占比为 18.51%。入池资产地区集中度较高，资产质量受地区经济发展影响较大。承租人地区分布情况如下表所示：

表 6 承租人所属前十大地区分布情况（单位：笔、万元）

省份	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
江苏	92	9859.81	18.51%
山东	63	6337.04	11.90%

¹⁹ 基础资产加权平均利率以入池基础资产真实入池利率计算。

浙江	42	5044.79	9.47%
西藏	5	2915.09	5.47%
吉林	19	2622.74	4.92%
河北	31	2347.92	4.41%
云南	14	2259.90	4.24%
广东	25	2248.28	4.22%
辽宁	12	2151.67	4.04%
上海	15	2084.58	3.91%
合计	318	37871.82	71.09%

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

2020 年，江苏省全年实现地区生产总值 102719.0 亿元，比上年增长 3.7%。其中，第一产业增加值 4536.7 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 44226.4 亿元，增长 3.7%；第三产业增加值 53955.8 亿元，增长 3.8%。预计全省人均地区生产总值 12.2 万元，全员劳动生产率 21.6 万元/人。产业结构加快调整，全年三次产业增加值比例调整为 4.4:43.1:52.5，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 1.0 个百分点。全年完成一般公共预算收入 9059.0 亿元，比上年增长 2.9%；其中，税收收入 7413.9 亿元，增长 1.0%；税收占一般公共预算收入比重达 81.8%。总体看，江苏省经济实力持续增强，经济发展稳步增长。

总体看，江苏省整体经济实力较强，但由于本交易地域集中度较高，单一地域状况波动可能对现金流回款造成一定影响。

3. 基础资产保证金

本期基础资产共 417 笔租赁合同涉及保证金，保证金金额合计 3803.04 万元，占未偿本金余额的 7.14%。从保证金比例的分布来看，保证金比例主要集中于 4.00%（不含）和 5.00%（含）之间。保证金可用抵扣租赁合同下承租人的应付款项，从而对本交易本息偿付起到了一定的信用支持作用。

4. 基础资产剩余期限分布

截至追加购买基准日，本期基础资产加权平均剩余期限 24.51 个月，加权平均账龄 13.25

个月。从剩余期限来看，基础资产中最长剩余期限 43.53 个月，剩余期限主要分布于 27（不含）和 36（含）个月之间，未偿本金余额占比为 29.84%，剩余期限较长。总体看，入池资产的剩余期限相对较长。剩余期限越长，资产风险暴露时间越长，违约风险越大。剩余期限分布情况如下表所示：

表 7 基础资产剩余期限分布（单位：月、笔、万元）

剩余期限	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
(0.00, 9.00]	145	5061.03	9.50%
(9.00, 18.00]	81	10233.01	19.21%
(18.00, 27.00]	116	13756.71	25.82%
(27.00, 36.00]	128	15896.74	29.84%
(36.00, 45.00]	47	8322.96	15.62%
合计	517	53270.45	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：徐工租赁提供，联合资信整理

5. 承租人集中度分布

本期基础资产中，288 户承租人中前十大承租人的未偿本金余额合计 16409.11 万元，占资产池未偿本金余额的 30.80%，承租人分散度尚可。基础资产中未偿本金余额最高的前十位承租人的具体情况如下表所示：

表 8 前十大承租人情况（单位：笔、万元）

承租人	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
承租人 1	55	3521.84	6.61%

承租人 2	2	2820.45	5.29%
承租人 3	2	1771.82	3.33%
承租人 4	20	1732.03	3.25%
承租人 5	14	1593.53	2.99%
承租人 6	1	1582.09	2.97%
承租人 7	5	861.43	1.62%
承租人 8	1	854.04	1.60%
承租人 9	2	842.25	1.58%
承租人 10	1	829.63	1.56%
合计	103	16409.11	30.80%

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

6. 基础资产利率分布

从利率分布来看，本期基础资产的加权平均利率为 5.96%，与相关参与机构服务费率以及本优先级商业票据预计发行利率（预计发行利率 3.00%）之间预计将存在少量的超额利差。资产池利率主要分布于 5.00%（不含）和 7.00%（含）之间，涉及未偿本金余额为 50660.32 万元，占比为 95.10%。基础资产利率分布情况如下表所示：

表 9 基础资产利率分布（单位：笔、万元）

利率	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
≤3.00%	3	187.28	0.35%
(3.00%, 5.00%]	61	2100.01	3.94%
(5.00%, 7.00%]	448	50660.32	95.10%
(7.00%, 9.00%]	5	322.84	0.61%
合计	517	53270.45	100.00%

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

六、量化分析

根据本交易安排，本期资产支持商业票据的本金偿付现金流来源于下一期资产支持商业票据发行募集的资金。若下一期资产支持商业票据未能成功发行，则由徐工集团提前支付剩余应付利息和本金。联合资信给予徐工集团的长期信用等级为 AAA_{pi}，与本期优先级商业票据的目标等级一致。因此，下一期资产支持商业票据发行不成功未影响我们对本期优先级商业票据信用等级的判断。

若下一期资产支持商业票据成功发行且后续各期连续发行成功，则现金流分析重点关注

正常景况下与压力情景下现金流入对优先级商业票据应付本息及其之前应付税费的覆盖情况。

本期资产支持商业票据的预计设立日为 2022 年 3 月 10 日，由信托承担的费用如下表所示。

表 10 本期资产支持商业票据基准条件

基本信息	基准条件
基准日	2022/02/09
预计设立日	2022/03/10
计算日	2022/04/29
本期预期到期日	2022/06/08
预计发行利率	3.00%

信托报酬	未偿本金*0.015%
承销费	0.050%
兑付兑息费	0.005%
未偿本金余额	53270.45 万元
未偿租金余额	57114.29 万元

资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

正常情况下现金流分析

在入池资产回收款不发生逾期和早偿的情况下，即入池资产按合同约定回款，本期资产

支持商业票据支付日前入池资产产生的回款金额为 8099.96 万元，本期资产池剩余未偿本金余额为 45910.10 万元。假设届时不发生追加购买资产的情形，下一期资产支持商业票据以入池资产届时未偿本金余额 45910.10 万元作为下期募集金额，本期入池资产回款及剩余未偿本金余额合计对本期优先级商业票据的支出覆盖倍数在 1 以上。

表 11 本期优先级商业票据到期时现金流入、流出与覆盖倍数（单位：万元、倍）

入池资产回款	本期资产池剩余未偿本金余额 作为下一期可用于募集的金额	当期应付优先级商业票据本金	当期预计利息及费用支出	覆盖倍数
8099.96	45910.10	47500.00	384.04	1.1279

资料来源：联合资信整理

压力情况下现金流分析

在进行压力测试时，联合资信在正常情况的基础上，在本期优先级商业票据的预期发行

利率上升 50bps 的压力景况下，测算对本期优先级商业票据的覆盖情况。

表 12 利率上行 50bp 本期优先级商业票据到期时现金流入、流出与覆盖倍数（单位：万元、倍）

入池资产回款	本期资产池剩余未偿本金余额 作为下期可用于募集的金额	当期应付优先级商业票据本金	当期预计利息及费用支出	覆盖倍数
8099.96	45910.10	47500.00	442.60	1.1266

资料来源：联合资信整理

除以上情景外，本交易项下还设置了追加购买机制，后续续发的资产支持商业票据的规模和预期利率也存在不确定性，联合资信将根据本期资产支持商业票据入池资产的实际回款情况、下一期资产支持商业票据的预期发行利率和追加购买的新增入池资产的回款预测情况重新测算下一期的资产支持商业票据发行规模。同时，

徐工集团（主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定）将于各期支付日对信托账户内的资金不足以支付信托税费、费用、报酬以及优先级商业票据的利息和应付本金的部分提供不可撤销及无条件地差额支付承诺，对本期优先级商业票据的本息足额偿付起到了极强的保障作用。

七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持商业票据未予评级。

上述优先级资产支持商业票据的评级结果反映了本交易的优先级资产支持商业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，违约概率极低。

附件 1-1 差额支付承诺人徐工集团主体信用分析

一、主体概况

徐工集团前身为徐州工程机械工业公司，成立于 1985 年 8 月，由徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）组建。1990 年 3 月，经江苏省计划经济委员会和江苏省机械工业厅批准，徐州工程机械集团公司成立，注册资本为 1.98 亿元。1995 年 7 月，徐州工程机械集团公司改组为国有独资公司并变更为现名，注册资本为 2.59 亿元。

2020 年 9 月 22 日，经徐州市国资委出具的徐国资〔2020〕172 号文件批复，徐工集团和子公司徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）就混改股权转让和增资项目与战略投资者签订了相关协议，履行了相关审批手续。增资完成后，徐工集团持有徐工有限的股份比例为 34.10%，为徐工有限控股股东。2018—2020 年，徐工集团分别获得政府补助 2.93 亿元、7.15 亿元和 10.30 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团持有徐工有限 34.10% 股权，为徐工有限控股股东；徐工有限持有徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）38.11% 股权，为徐工机械控股股东。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团注册资本 23.35 亿元，控股股东及实际控制人为徐州市国资委（持股比例为 91.28%）。

徐工集团主营业务为工程机械及备件的研发、制造、销售和服务。截至 2020 年底，徐工集团员工人数 21855 人。

截至 2020 年底，徐工集团合并资产总额 1791.50 亿元，所有者权益 549.95 亿元（含少数股东权益 419.42 亿元）；2020 年，徐工集团实现营业收入 1116.44 亿元，利润总额 46.29 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团资产总额 2006.32 亿元，所有者权益 579.04 亿元（含少

数股东权益 443.30 亿元）；2021 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 1013.30 亿元，利润总额 70.61 亿元。

徐工集团注册地址：江苏省徐州市经济技术开发区驮蓝山路 26 号；法定代表人：邱成。

二、重大事项

经过 2020 年 4 月的资产划拨，徐工集团将挖掘机械等核心业务划入子公司徐工有限，子公司竞争实力进一步增强。2021 年 8 月，徐州市国资委对徐工集团增资 3.00 亿元。2021 年 11 月，徐工机械关于吸收合并徐工有限事项获得江苏省国资委批复，徐工集团或将成为徐工机械直接控股股东。

2021 年 1 月 13 日，徐州市国资委将持有徐工集团 10.00% 的国有股权无偿划转至江苏省财政厅，江苏省财政厅委托江苏金财投资有限公司作为承接主体对划转的国有股权进行专户管理。

2020 年 4 月 3 日，徐州市国资委印发《关于徐工有限进行混合所有制改革产业划分与资产整合实施方案的批复》（徐国资〔2020〕53 号），对徐工有限进行内部产业划分与资产整合的调整。徐工集团将徐州徐工施维英机械有限公司（以下简称“施维英”）、徐工集团美国研发中心、徐工（香港）国际发展有限公司及其子公司无偿划转至徐工有限，徐工有限将徐州徐工汽车制造有限公司、南京徐工汽车制造有限公司、徐工集团南京研究院有限公司、徐州工程机械技师学院和徐州工润实业发展有限公司、徐州恒鑫金融租赁有限公司等无偿划转至徐工集团。此次资产划拨后，由徐工集团层面自主控制的业务为：（1）徐州徐工汽车制造有限公司，主要负责生产工程机械汽车底盘；（2）江苏徐工工程机械租赁有限公司，主要负责集团内主机厂产品的销售工作；（3）徐

工集团商业保理（徐州）有限公司，主要面向集团内外开展商业保理业务；（4）徐州工润实业发展有限公司，主要承担集团内外建设施工工作；（5）徐州泽汇人力资源有限公司，主要负责为集团内外提供人力资源服务。

2021年8月6日，徐工集团发布公告称，徐州市国资委对徐工集团增资3.00亿元。增资完成后，徐州市国资委持股比例为91.28%，江苏省财政厅持股比例为8.72%。

2021年11月8日，徐工集团收到江苏省政府国有资产监督管理委员会《关于徐工集团工程机械股份有限公司重大资产重组有关事项的批复》（苏国资复〔2021〕57号），原则同意徐工机械本次重组方案，徐工机械通过向控股股东徐工有限全体股东发行股份方式吸收合并徐工有限，徐工有限作为被吸收合并方，其全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利

与义务由徐工机械承继和承接。本次重组完成后，徐工集团将成为徐工机械直接控股股东，对徐工机械的控制能力将会增强。

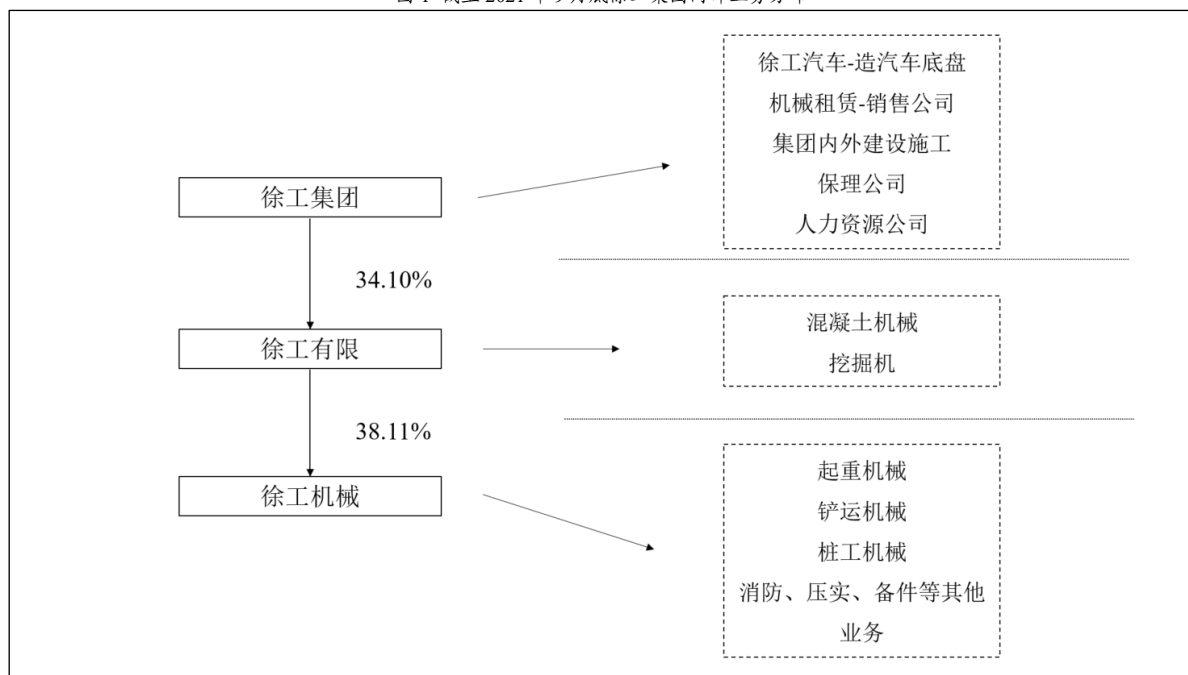
三、经营分析

1. 经营概况

徐工集团主要从事工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。2020年，受工程机械行业持续向好影响，徐工集团主营业务收入大幅增长，整体毛利率有所上升。

徐工集团工程机械产品种类丰富，主要产品有起重机械、铲运机械、混凝土机械、挖掘机械和工程机械备件等。同时，徐工集团也提供全系列工程装备解决方案，包括起重吊装、矿业施工和土石方工程等。此外，徐工集团还有一定机械租赁、物流、电机、研发等业务收入。

图1 截至2021年9月底徐工集团内部业务分布



资料来源：公开资料，联合资信整理

2018—2020年，受下游基建需求、设备更新需求和人工替代需求增长等因素影响，徐工集团主营业务收入快速增长。2020年，起重机械、挖掘机械、桩工机械和载重汽车营业收入均大幅增长，占总收入比重有所上升；铲运机械收入变化不大，占总收入比重有所下降；混

凝土机械收入大幅下降，占总收入比重有所下降。

2018—2020年，徐工集团主营业务综合毛利率不断增长。2020年，起重机械、铲运机械与混凝土机械毛利率同比分别下降1.87个、2.39个和4.46个百分点，桩工机械与载重汽车

毛利率变化不大；挖掘机械毛利率同比上升 10.77 个百分点，主要系挖掘机械前期处于市场拓展阶段，毛利率较低，2020 年以来销售网络完善，规模效应显现，固定成本摊薄所致。

2021 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 1013.30 亿元，同比增长 31.85%，主要系工程机械行业景气度持续上升，徐工集团产品销量

增加所致；实现利润总额 70.61 亿元，同比增长 172.25%，利润总额增幅大于营业收入增幅，主要系徐工集团期间费用率下降所致。

未来，徐工集团重点发展内容包括地下施工装备、高空作业平台、大型桩工机械、工业互联网等，在建及拟建项目仍需一定的资金投入，徐工集团面临一定融资压力。

表 1 2018—2020 年徐工集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2020 年 收入同 比变化	三年收 入复合 变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
起重机械	155.89	25.12	21.84	208.34	24.55	23.80	296.23	28.17	21.93	42.19	37.85
铲运机械	50.13	8.08	17.35	63.19	7.45	18.03	66.16	6.29	15.64	4.70	14.88
挖掘机械	114.68	18.48	18.81	150.63	17.75	20.75	230.81	21.95	31.52	53.22	41.87
桩工机械	44.59	7.18	19.86	59.10	6.96	19.72	78.77	7.49	19.65	33.30	32.91
载重汽车	47.95	7.73	7.20	59.10	6.96	9.31	77.39	7.36	9.33	30.96	27.04
混凝土机械	65.56	10.56	26.54	96.10	11.32	19.02	54.73	5.20	14.56	-43.05	-8.63
其他业务	141.81	22.85	--	212.09	25.00	--	247.58	23.54	--	16.73	32.13
合计	620.61	100.00	19.60	848.54	100.00	22.54	1051.67	100.00	23.24	23.94	30.18

注：“其他业务”包括机械备件、筑养路机械、消防器材、塔机、盾构机、矿卡、压实机械、外购机、机械租赁、物流收入、电机、工程施工、研发收入、工程机械备件及其他等

资料来源：徐工集团审计报告及公开资料，联合资信整理

2. 生产及销售

受益于工程机械行业高景气度，2020 年，徐工集团主要产品产销量均有所增长，其中主力产品起重和挖掘机械增长较快；产能利用率均有不同程度上升，载重汽车和铲运机械产销率有所上升，其他主要产品产销率均有不同程度下降。

起重机械是徐工集团最具竞争力的产品系列，包含汽车起重机、履带起重机和随车起重机等多类产品。2018—2020 年，徐工集团起重机械销售收入快速增长。2020 年，徐工集团起重机械的产能不变，产、销量均大幅增长，起重机械产能利用率大幅提高，产销率有所下降。汽车起重机为徐工集团优势产品，国内市场占有率超过 40.00%。

挖掘机械是徐工集团第二大销售收入来源。2018—2020 年，徐工集团挖掘机械销售收入快速增长。2020 年，徐工集团挖掘机械产能不变，产、销量大幅增长，产能利用率进一步大幅上升。同期，由于徐工集团提前组织热销产品生产，增加产成品库存以缩短交货周期及回款期限，挖掘机械产销率同比有所下降。

徐工集团生产的铲运机械主要为装载机。徐工集团装载机型号以中小型为主，50 型（5 吨）装载机销量占装载机总销量的比重超过 50%。2018—2020 年，徐工集团铲运机械销售收入不断增长。2020 年，徐工集团铲运机械产能不变，产、销量同比小幅增长，产能利用率与产销率同比均有所上升。

桩工机械包括旋挖钻机、地下连续墙液压抓斗、双轮铣槽机、长螺旋钻机和锚杆钻机等产品。2018—2020 年，徐工集团桩工机械销售收入快速增长。2020 年，桩工机械产能不变，产量大幅增长，销量有所增长，产能利用率在 2019 年饱和的基础上进一步上升，产销率有所下降。

载重汽车包括牵引车、载货车、自卸车、专用车等系列产品。2018—2020 年，徐工集团载重汽车销售收入快速增长。2020 年，载重汽车产能不变，产、销量均大幅增长，产能利用率和产销率均大幅上升。

混凝土机械主要由徐工集团下属子公司施维英生产，产品包括混凝土泵车、搅拌站、搅拌车、土车载泵等，以混凝土搅拌车为主。

2018—2020 年，徐工集团混凝土机械销售收入波动下降。2020 年，混凝土机械的产、销量均增长一倍以上，产能利用率超过 200%，产销率小幅下降。

2021 年三季度起，工程机械行业出现拐点，徐工集团单季度营业收入 239.32 亿元，同比基本持平，环比下降 42.40%，未来需关注徐工集团产品产能利用率与产销率变化情况。

表 2 徐工集团主要产品产销情况（单位：台/年、台、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年 同比变化
起重机械	产能	30500	30500	0.00
	产量	24807	27950	29.89
	销量	23330	28306	21.22
	产能利用率	81.33	91.64	27.39
	产销率	94.05	101.27	-6.76
挖掘机械	产能	26000	26000	0.00
	产量	25728	33897	58.05
	销量	25613	35069	46.16
	产能利用率	98.95	130.37	75.68
	产销率	99.55	103.46	-7.78
装载机	产能	30000	30000	0.00
	产量	16240	21028	6.35
	销量	16042	19655	8.72
	产能利用率	98.78	70.09	4.46
	产销率	54.13	93.47	2.08
桩工机械	产能	2650	2650	0.00
	产量	2859	3450	23.59
	销量	2814	3716	12.65
	产能利用率	107.89	130.19	30.72
	产销率	98.43	107.71	-9.54
载重汽车	产能	30000	30000	0.00
	产量	16928	21758	18.26
	销量	17128	20544	35.05
	产能利用率	56.43	72.53	13.24
	产销率	101.18	94.42	13.41
混凝土机械	产能	3050	3820	13.09
	产量	2700	4277	123.87
	销量	2599	4041	107.82
	产能利用率	88.52	111.96	109.68
	产销率	96.26	94.48	-6.77

注：1.2020 年同比变化中的产能利用率和产销率为 2020 年与 2019 年的差值；2.部分产品产能利用率偏高，系采用徐工集团公开发布的债券募集说明书中数据计算所得

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 经营效率

2018—2020 年，徐工集团经营效率指标不断改善，在同业中处于中游水平，整体经营效率尚可。

2018—2020 年，徐工集团销售债权周转次数分别为 2.10 次、2.36 次和 2.38 次，持续增长；存货周转次数分别为 2.63 次、3.28 次和 3.62 次；总资产周转次数分别为 0.61 次、0.69 次和 0.70 次，持续增长。与同行业其他企业相比，2020 年，徐工集团存货周转次数、应收账款周转次数²⁰和总资产周转次数同比均有所上升，但应收账款规模仍较大，对营运资金形成占用。与同行业可比公司相比，徐工集团存货周转次数表现较好，应收账款周转次数与总资产周转次数均处于中游水平。整体看，徐工集团经营效率尚可。

表 3 同行业部分企业 2020 年经营指标（单位：次）

公司名称	营业收入 (亿元)	存货周 转次数	应收账 款周转 次数	总资产 周转次 数
中联重科股份有限公司	615.09	3.52	2.24	0.90
三一集团有限公司	1133.40	3.28	3.83	0.62
徐工集团	1116.44	3.62	2.74	0.70

资料来源：Wind，联合资信整理

四、财务分析

1. 财务概况

徐工集团提供了 2018—2020 年的财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。徐工集团 2021 年三季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，截至 2020 年底，徐工集团纳入合并范围的一级子公司共 13 家，较 2019 年底增加 5 家。2020 年 4 月，经徐州市国资委批复，徐工集团将施维英等子公司无偿划转至徐工有限，徐工有限将徐州徐工汽车制造有限公司等子公司无偿划转至徐工集团。施维英原为徐工集团间接持股 100.00%的子公司，也是徐工集团混凝土机械业务的主要经营主体。2019 年，施维英实现营业收入 39.21 亿元，净

²⁰ 应收账款周转次数=2*营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)

利润 1.44 亿元。

截至 2020 年底，徐工集团合并资产总额 1791.50 亿元，所有者权益 549.95 亿元（含少数股东权益 419.42 亿元）；2020 年，徐工集团实现营业收入 1116.44 亿元，利润总额 46.29 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团资产总额 2006.32 亿元，所有者权益 579.04 亿元（含少数股东权益 443.30 亿元）；2021 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 1013.30 亿元，利润总额 70.61 亿元。

2. 资产质量

2018—2020 年底，徐工集团资产规模持续增长。2020 年，徐工集团受限资产占比较高，应收账款规模较大，对营运资金形成占用。

2018—2020 年底，徐工集团资产规模持续增长，年均复合增长 24.94%。截至 2020 年底，徐工集团资产总额 1791.50 亿元，较上年底增长 29.52%，主要系经营规模扩大所致。其中，流动资产占 72.59%，非流动资产占 27.41%。徐工集团资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2018—2020 年底，徐工集团货币资金持续增长，年均复合增长 46.41%。截至 2020 年底，徐工集团货币资金 360.81 亿元，较上年底增长 75.61%，主要系 2020 年徐工集团销售增长，现金回笼情况较好且当期固定资产投入金额不大所致。货币资金中有 172.82 亿元受限资金，受限比例为 47.90%，主要为银行承兑汇票保证金。

2018—2020 年底，徐工集团应收票据波动增长，年均复合增长 41.21%。截至 2020 年底，徐工集团应收票据 95.73 亿元，较上年底增长 246.73%，主要系销售增长，票据结算增加所致。

2018—2020 年底，徐工集团应收账款持续增长，年均复合增长 22.55%。截至 2020 年底，徐工集团应收账款 437.81 亿元，较上年底增长 15.71%，主要系销售增长所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 54.45 亿元；应收账款前五大欠款方占比 11.65%，集中度较低。

2018—2020 年底，徐工集团存货持续增长，

年均复合增长 14.72%。截至 2020 年底，徐工集团存货 263.50 亿元，较上年底增长 22.10%，主要系徐工集团提前组织热销产品生产，产成品库存增加所致。存货主要由产成品（占 63.43%）构成，累计计提跌价准备 4.03 亿元。

2018—2020 年底，徐工集团固定资产波动增长，年均复合增长 2.69%。截至 2020 年底，徐工集团固定资产 185.18 亿元，较上年底增长 8.46%。固定资产主要由房屋及建筑物（占 50.58%）和机器设备（占 43.06%）构成，累计计提折旧 97.82 亿元；固定资产成新率 72.53%，成新率尚可。

截至 2020 年底，徐工集团受限资产 234.92 亿元，占资产总额比重为 13.11%。其中货币资金 172.82 亿元，主要为用于开立银行承兑汇票的保证金；质押票据金额 25.40 亿元，主要用于质押借款；应收账款质押金额 7.22 亿元，主要用于发行 ABS 及质押贷款；抵押土地使用权、厂房、账面价值共计 29.48 亿元，主要用于长期借款。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团资产总额 2006.32 亿元，较上年底增长 11.99%，徐工集团资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

2018—2020 年底，徐工集团所有者权益和负债规模持续增长。截至 2020 年底，徐工集团所有者权益中少数股东权益占比高，权益结构稳定性很弱；徐工集团负债以流动负债为主，有息负债中短期负债占比较高，债务结构有待改善，债务负担重。

（1）所有者权益

2018—2020 年底，徐工集团所有者权益持续增长，年均复合增长 30.39%。截至 2020 年底，徐工集团所有者权益合计 549.95 亿元，较上年底增长 48.97%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 23.74%，少数股东权益占比为 76.26%。实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的 3.70%、7.96%和 11.99%。所有者权益中，二级子公司

徐工机械所有者权益 341.71 亿元，占徐工集团所有者权益比重为 62.13%。徐工集团所有者权益结构稳定性很弱。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团所有者权益合计 579.04 亿元，较上年底增长 5.29%，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2018—2020 年底，徐工集团负债规模持续增长，年均复合增长 22.74%。截至 2020 年底，徐工集团负债总额 1241.55 亿元，较上年底增长 22.44%，主要系应付票据、应付账款和长期借款增长所致。其中，流动负债占 79.75%，非流动负债占 20.25%。徐工集团负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年底，徐工集团短期借款波动增长，年均复合增长 0.26%。截至 2020 年底，徐工集团短期借款 160.16 亿元，较上年底下降 9.20%；徐工集团应付票据 284.13 亿元，较上年底增长 26.52%，主要系徐工集团采用更多票据支付采购款所致；徐工集团应付账款 250.36 亿元，较上年底增长 32.96%，主要系原材料采购量增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

2018—2020 年底，徐工集团长期借款持续增长，年均复合增长 74.17%。截至 2020 年底，徐工集团长期借款 149.24 亿元，较上年底增长 67.03%，主要系工程机械行业回暖，需要增加借款投入生产所致。

2018—2020 年，徐工集团全部债务持续增长，年均复合增长 21.25%；徐工集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降。截至 2020 年底，徐工集团全部债务 859.81 亿元，较上年底增长 18.97%，主要系应付票据增长所致。其中，短期债务占 71.62%，长期债务占 28.38%，债务结构有待改善。截至 2020 年底，徐工集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.30%、60.99%和 30.73%，较上年底分别下降 4.01、5.20 和 7.12 个百分点。徐工集团债务负担重。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团负债总额 1427.29 亿元，较上年底增长 14.96%，主要系应付票据、应付账款与长期借款增长所致。徐工集团以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底，徐工集团全部债务 961.05 亿元，较上年底增长 11.77%，债务规模与结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2018—2020 年，受益于工程机械行业景气度上行，徐工集团营业收入和利润总额大幅增长，利润总额受投资收益和其他收益影响很大，盈利指标表现一般。

2018—2020 年，徐工集团营业收入持续增长，年均复合增长 31.73%；营业成本持续增长，年均复合增长 29.41%；利润总额持续增长，年均复合增长 194.06%。2020 年，徐工集团实现营业总收入 1116.44 亿元，同比增长 27.14%，主要系工程机械行业景气度上行所致；营业成本 867.88 亿元，同比增长 27.06%；实现利润总额 46.29 亿元，同比增长 38.62%。

从期间费用看，2018—2020 年，徐工集团期间费用总额持续增长，年均复合增长 30.03%。2020 年，徐工集团期间费用总额为 180.11 亿元，同比增长 20.10%，主要系销售增长所致。从构成看，徐工集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 54.51%、14.27%、18.60%和 12.62%，以销售费用为主。2020 年，徐工集团期间费用率为 16.13%，同比下降 0.95 个百分点，徐工集团费用控制能力尚可。

2020 年，徐工集团实现投资收益 59.32 亿元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益；实现其他收益 10.78 亿元，主要为政府补助和增值税退税。投资收益和其他收益分别占利润总额的 128.15%和 23.29%，对徐工集团利润总额影响很大。

2018—2020 年，徐工集团总资产收益率与净资产收益率均波动增长。2020 年，徐工集团营业利润率为 21.91%，同比提高 0.13 个百分点；徐工集团总资产收益率和净资产收益率分别为

4.01%、7.07%，同比分别下降 0.31 个百分点和 0.61 个百分点。徐工集团各盈利指标表现一般。

2021 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 1013.30 亿元，同比增长 31.85%，主要系工程机械行业景气度持续上升，徐工集团产品销量增加所致；实现利润总额 70.61 亿元，同比增长 172.25%。

5. 现金流

2018—2020 年，徐工集团收入实现质量较高。2020 年，徐工集团经营活动现金流净额大幅增长；投资活动规模仍较大，筹资活动前现金流由净流出转为净流入，筹资压力有所减轻。

表 4 2018—2020 年徐工集团现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年 同比变化
经营活动现金流入量	763.26	1121.92	1283.50	14.40
经营活动现金流出量	740.81	1110.33	1266.46	14.06
经营活动净现金流量	22.45	11.59	17.04	47.08
投资活动现金流入量	42.27	25.09	56.87	126.70
投资活动现金流出量	79.56	68.70	73.35	6.77
投资活动净现金流	-37.29	-43.61	-16.48	-62.22
筹资活动前净现金流	-14.84	-32.02	0.57	--
筹资活动现金流入量	272.25	551.51	672.44	21.93
筹资活动现金流出量	208.69	501.96	590.05	17.55
筹资活动净现金流	63.56	49.55	82.39	66.29
现金及现金等价物净增加额	48.88	16.87	82.63	389.75
现金收入比	99.39	99.13	98.43	-0.70

注：现金收入比同比变化为两年现金收入比的差值
资料来源：徐工集团财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2018—2020 年，徐工集团经营活动现金净流入波动下降。2020 年，徐工集团经营活动现金流入与流出同比均有所增长，经营活动现金流净额同比大幅增长，现金收入比维持在良好水平。

从投资活动来看，2018—2020 年，徐工集团投资活动现金净流出波动下降。2020 年，徐工集团投资活动现金流入量大幅增长，主要为取得投资收益和处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金；投资活动现金流出量同比小幅增长，投资活动现金净流出规模大幅下降。

2018—2019 年，徐工集团筹资前现金流为净流出。2020 年，徐工集团筹资活动前现金流由净流出转为净流入，筹资压力有所减轻。

从筹资活动来看，2018—2020 年，徐工集团筹资活动现金净流入波动增长。2020 年，徐工集团筹资活动现金流入量和流出量均有所增长，筹资活动现金净流入大幅增长。

2021 年 1—9 月，徐工集团经营活动现金净流入 15.39 亿元，投资活动现金净流出 12.65 亿元，筹资活动现金净流出 48.86 亿元。

6. 偿债能力

2018—2020 年底，徐工集团长、短期偿债能力指标不断改善，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，徐工集团流动比率速动比率不断上升。截至 2020 年底，徐工集团流动比率与速动比率分别由上年底的 124.38% 和 96.87% 分别提高至 131.34% 和 104.72%，流动资产对流动负债的保障程度较高。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年底，徐工集团 EBITDA 利息倍数不断上升，全部债务/EBITDA 不断下降。2020 年，徐工集团 EBITDA 为 90.51 亿元，同比增长 19.80%；徐工集团 EBITDA 利息倍数由上年的 3.99 倍提高至 5.13 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；徐工集团全部债务/EBITDA 由上年的 9.57 倍下降至 9.52 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，徐工集团长期债务偿债能力有所改善。

表 5 徐工集团偿债能力指标变化情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	123.45	124.38	131.34	127.28
速动比率 (%)	92.47	96.87	104.72	102.12
现金短期债务比 (倍)	0.52	0.47	0.75	0.72
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.91	3.99	5.03	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.48	9.57	9.50	--

资料来源：徐工集团财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 6 月底，徐工集团及下属各分徐工集团在银行取得授信额度合计 1436.75 亿元，未使用额度为 678.08 亿元，间接融资渠道畅通。

考虑到徐工集团作为国内领军的工程机械制造企业之一，产品种类丰富，市场竞争力强，受到徐州市国资委战略增资支持，徐工集团整体偿债能力极强。

7. 徐工集团本部财务分析

徐工集团本部主要行使管理职能，不产生营业收入，自身经营活动现金流对现存债务不能形成有效保障。徐工集团对下属子公司资金归集能力有限，债务压力大。徐工集团通过徐工有限间接持有上市公司股权，对徐工集团本部或无支持。

2018—2020 年底，徐工集团本部资产总额波动增长，年均复合增长 42.42%。截至 2020 年底，徐工集团本部资产总额 120.83 亿元，较上年底增长 139.45%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。其中，流动资产 73.29 亿元（占 60.65%），非流动资产 47.55 亿元（占 39.35%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 34.18%）和其他应收款（占 65.02%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 94.03%）构成。截至 2020 年底，徐工集团本部货币资金为 25.05 亿元。

2018—2020 年底，徐工集团本部所有者权益波动增长，年均复合增长 40.75%。截至 2020 年底，徐工集团本部所有者权益为 59.26 亿元，较上年底增长 115.75%，主要系未分配利润增长所致。其中，实收资本为 20.35 亿元（占 34.34%）、资本公积合计 21.56 亿元（占 36.38%）、未分配利润合计 17.35 亿元（占 29.28%）。徐工集团所有者权益稳定性尚可。

2018—2020 年底，徐工集团本部负债波动增长，年均复合增长 44.09%。截至 2020 年底，徐工集团本部负债总额 61.58 亿元，较上年底增长 167.75%。其中，流动负债 56.18 亿元（占 91.23%），非流动负债 5.40 亿元（占 8.77%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 31.33%）和其他应付款（占 68.65%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 100.00%）构成。截至 2020 年底，徐工集团本部资产负债率 50.96%，全部债务资本化比率 27.96%。

徐工集团本部主要行使管理职能，不产生营业收入。现金流方面，截至 2020 年底，徐工集团本部经营活动现金流由净流入转为净流出，为流出 9.91 亿元，投资活动现金净流入 24.18 亿元，筹资活动现金净流入 10.47 亿元。徐工集团本部自身经营活动现金流对现存债务不能形成有效保障。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 172.70 亿元，所有者权益为 85.80 亿元，负债总额 86.90 亿元；母公司资产负债率 50.32%，全部债务资本化比率 15.88%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 0.01 亿元，利润总额 23.54 亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -62.98 亿元、11.35 亿元、27.49 亿元。

截至 2021 年 9 月底，徐工集团本部通过徐工有限间接持有上市公司徐工机械股权。未来，徐工机械吸收合并徐工有限后，徐工集团将成为徐工机械直接控股股东，对徐工机械的控制能力将会增强

五、结论

综合评估，联合资信确定徐工集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

附件 1-2 徐州工程机械集团有限公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	216.34	233.07	458.78	454.42
资产总额（亿元）	1147.62	1383.15	1791.50	2006.32
所有者权益合计（亿元）	323.48	369.17	549.95	579.04
短期债务（亿元）	412.11	497.78	615.80	693.88
长期债务（亿元）	172.69	224.90	244.01	267.17
全部债务（亿元）	584.80	722.69	859.81	961.05
营业收入（亿元）	643.41	878.14	1116.44	1013.30
利润总额（亿元）	41.08	33.40	46.29	70.61
EBITDA（亿元）	78.17	75.55	90.51	85.41
经营性净现金流（亿元）	22.45	11.59	17.04	15.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.10	2.36	2.38	--
存货周转次数（次）	2.63	3.28	3.62	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.69	0.70	--
现金收入比（%）	99.39	99.13	98.43	96.19
营业利润率（%）	18.98	21.78	21.91	20.54
总资本收益率（%）	6.02	4.31	4.01	--
净资产收益率（%）	12.01	7.68	7.07	--
长期债务资本化比率（%）	34.80	37.86	30.73	31.57
全部债务资本化比率（%）	64.39	66.19	60.99	62.40
资产负债率（%）	71.81	73.31	69.30	71.14
流动比率（%）	123.45	124.38	131.34	129.28
速动比率（%）	92.47	96.87	104.72	101.53
经营现金流动负债比（%）	3.47	1.48	1.72	--
现金短期债务比（倍）	0.52	0.47	0.75	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	4.91	3.99	5.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	9.57	9.50	--

注：1、其他流动负债已调整至短期债务，长期应付款与其他非流动负债已调整至长期债务；2、2021 年 1-9 月财务报告未经审计
 资料来源：徐工集团财务报告，联合资信整理

附件 1-3 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	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×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%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
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%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×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
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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 2 江苏徐工工程机械租赁有限公司主要财务指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	97.08	127.25	142.38	144.88
所有者权益（亿元）	9.27	9.38	14.56	21.80
营业收入（亿元）	4.83	5.97	6.38	5.91
利润总额（亿元）	0.15	0.18	0.43	0.50
筹资活动前净现金流（亿元）	1.03	-11.98	19.18	-15.68
资产负债率（%）	90.45	92.63	89.77	84.95

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计

资料来源：徐工租赁财务报告，联合资信整理

附件 3-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信对部分金融机构、非金融企业开展主动评级或公开评级。联合资信金融机构、非金融企业主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}和C_{pi}。除AAA_{pi}级、CCC_{pi}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

信用等级	含义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 3-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望设置及含义

评级展望	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，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4 本交易相关定义

一、追加购买提前终止事件

系指以下任一事件：

- (1) 在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率²¹超过 2.4%；
- (2) 发生任何资产服务机构解任事件；
- (3) 受托人与资产服务机构协商一致确定不再进行追加购买的；
- (4) 委托人或差额支付承诺人发生任何丧失清偿能力事件；
- (5) 发生任何违约事件；
- (6) 发生任何不予发行事件；
- (7) 发生任何权利完善事件。

二、差额支付启动事件

系指以下任一事件：

- (1) 在信托终止日之前，截至各期资产支持商业票据支付日前第 7 个工作日，信托账户内可供分配的资金根据《信托合同》约定的分配顺序不足以支付该支付日应付的由信托财产承担的税收、负债、费用、报酬以及优先级商业票据的预期收益的；
- (2) 发生任一不予发行事件时，截至任一优先级商业票据的预期到期日前第 3 个工作日 18:00 时，信托账户内可供分配资金不足以支付该支付日应付的由信托财产承担的税费、负债、费用以及优先级商业票据的预期收益以及未偿本金余额的；
- (3) 因第 N 期资产支持商业票据缴款日，资产支持商业票据募集资金未能足额缴纳，导致截至第 N-1 期优先级商业票据的预期到期日前第 3 个工作日 18:00 时，第 N 期资产支持商业票据募集资金不足以向第 N-1 期优先级商业票据持有人支付信托受益权转让对价的；
- (4) 在信托终止日后，信托账户内可供分配的资金根据《信托合同》约定的分配顺序不足以支付所有应付的由信托财产承担的税收、负债、费用、报酬以及优先级商业票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

三、违约事件

系指以下任一事件：

- (1) 受托人未能在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级商业票据应付未付预期收益的；
- (2) 受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持商业票据持有人会议允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持商业票据偿还本金的；
- (3) 交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、差额支付承诺人、资金保管机构、资金监管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持商业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，资产支持商业票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

²¹累计违约率：就某一收款期间而言，该收款期间的累计违约率系指 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该收款期间以及之前各收款期间内的所有违约资产回收的回收款之和，B 为初始起算日资产池本金余额。

四、权利完善事件

系指以下任一事件：

- (1) 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；
- (2) 发生与委托人或资产服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- (3) 当评级机构给予差额支付承诺人的主体长期信用评级低于 AA 级；
- (4) 当评级机构给予优先级商业票据的信用等级低于 AA 级；
- (5) 发生违约事件；
- (6) 信托存续期间，某一收款期间结束时的累计违约率达到 2.4%。

五、不予发行事件

系指以下任一事件：

- (1) 当期资产支持商业票据对应的支付日前 10 个工作日，委托人书面通知受托人不再发行任意一期资产支持商业票据的，此时当期优先级商业票据为最后一期优先级商业票据；
- (2) 除第一期资产支持商业票据以外，任意一期资产支持商业票据发行不成功的（即当期资产支持商业票据对应的支付日前 3 个工作日下午五点（17:00）新一期优先级商业票据未能全部得到足额缴款）；
- (3) 发生任一权利完善事件；
- (4) 发生任一违约事件。

六、不合格资产

系指在初始起算日或信托生效日（适用于委托人在信托财产交付日信托予受托人的资产）、追加购买基准日或追加购买日或第 N 期资产支持商业票据的起息日（适用于受托人在追加购买日向委托人追加购买的资产）不符合资产保证的资产。如资产不满足合格标准中（s）项要求的，则委托人可确定全部或部分不满足该等合格标准的资产为不合格资产并进行赎回，直至资产整体满足合格标准（s）项要求。

七、违约资产

在无重复计算的情况下，系指出现以下任何一种情况的融资租赁债权：

- (1) 该融资租赁债权的任何部分，在租赁合同中规定的租金支付日后，超过 30 日（不含 30 日）仍未偿还；
 - (2) 资产服务机构根据其《服务协议》规定的标准服务程序认定为损失的资产；或
 - (3) 予以重组、重新确定还款计划或展期的资产。为避免异议，仅重新确定还款计划未延长租赁期限或降低未偿本金余额的资产不属于本项所述的违约资产。
- 违约资产后续全部正常回款后，该笔资产不再属于违约资产。

八、回收款归集日

系指资产服务机构向监管账户划付回收款之日，回收款归集日按照如下规则确定：

- (1) 当评级机构给予差额支付承诺人的主体长期信用等级高于 AA+级时，回收款归集日为每个支付日前的第 10 个工作日；
- (2) 当评级机构给予差额支付承诺人的主体长期信用等级降至 AA+级（含）及以下时，回收款归集日为每个支付日往前推 45 个工作日之对应日前的第 10 个工作日及每个支付日前的第 10 个工作日；

(3) 当发生权利完善事件之任一项后，委托人或其授权主体将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户。如发生前述权利完善事件后，承租人、担保人（如有）仍将回收款划付至资产服务机构，则资产服务机构应在收到每笔回收款后的第 3 个工作日将回收款支付至信托账户而无需再经过监管账户归集。

如果评级机构给予差额支付承诺人的主体长期信用等级在某一回收款归集期间内发生变化且因此需要改变回收款归集日时，自该回收款归集期间届满之日起，相关回收款归集日按照前述规则进行相应的改变。回收款归集日发生上述改变之后，即使差额支付承诺人的主体长期信用等级重新提高，回收款归集日的频率也不再恢复。

附件 5 资产支持证券（含资产支持票据）信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

资产支持证券（含资产支持票据）信用等级设置及含义

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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

联合资信评估股份有限公司关于 江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号 第一期资产支持商业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“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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。

江苏徐工工程机械租赁有限公司/江苏省国际信托有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前出具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“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”信用状况产生较大影响的突发事件，江苏徐工工程机械租赁有限公司/江苏省国际信托有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”相关信息，如发现“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业票据信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江苏徐工工程机械租赁有限公司/江苏省国际信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“江苏徐工工程机械租赁有限公司 2022 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下优先级资产支持商业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江苏徐工工程机械租赁有限公司/江苏省国际信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。