

信用评级公告

联合〔2021〕7369号

联合资信评估股份有限公司通过对“德银融资租赁有限公司2020年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“德银融资租赁有限公司2020年度第一期资产支持票据”项下“20德银融资ABN001优先A”的信用等级维持AAA_{sf}；“20德银融资ABN001优先B”的信用等级由AA⁺_{sf}上调为AAA_{sf}；“20德银融资ABN001优先C”的信用等级由AA_{sf}上调为AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

德银融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20德银融资ABN001优先A	1.79	3.87	58.64	77.39	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20德银融资ABN001优先B	0.30	0.30	9.83	6.00	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
20德银融资ABN001优先C	0.43	0.43	14.08	8.60	AAA _{sf}	AA _{sf}
20德银融资ABN001次	0.40	0.40	13.13	8.01	NR	NR
票据合计	2.92	5.00	95.68	100.00	--	--
超额抵押	0.13	0.00	4.32	0.00	--	--
合计	3.05	5.00	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；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

初始起算日：2020 年 8 月 1 日

信托设立日：2020 年 11 月 3 日

证券法定到期日：2025 年 5 月 28 日

跟踪期间：2020 年 11 月 3 日 - 2021 年 5 月 28 日

本次基础资产跟踪基准日：2021 年 4 月 30 日

票据跟踪基准日：2021 年 5 月 28 日

首次评级时间

2020 年 8 月 31 日

本次跟踪评级时间

2021 年 7 月 29 日

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：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露。

分析师

马莉 欧阳睿 姜源 于会涛

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“德银融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”（以下简称“票据”）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履约状况等多方因素进行了持续的关注，并结合上述要素对票据进行了组合资产信用风险测试、关键借款人违约压力测试和现金流分析及压力测试。

截至本次基础资产跟踪基准日，一方面，资产池实际表现（90天以上累计逾期率0.00%）与我们首评的预测（通过首次评级静态池计算得到的同期限的90天以上累计逾期率为0.02%）基本一致；基础资产加权平均合同剩余期限的缩短（由22.26个月缩短至13.52个月），减少了资产池风险暴露的时间，也降低了承租人的融资杠杆、提升了其违约成本。因此，组合资产信用风险模型结果显示，资产池整体质量较首次评级有所提升。

交易结构方面，部分“20德银融资ABN001优先A”本金的顺利偿付和资产池超额利差累积形成的超额抵押（4.32%），使得剩余优先级票据所获得的信用支持有所提升。从量化测算结果看，“20德银融资ABN001优先A”的信用等级仍可维持AAA_{sf}，并且风险承受能力进一步提升；

“20德银融资ABN001优先B”和“20德银融资ABN001优先C”能够通过AAA_{sf}级别的压力测试。在此基础上，陕西汽车集团股份有限公司（主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定）对信托税费、费用及优先级票据本息提供的差额支付承诺为本交易提供了额外的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信确定“德银融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下的“20 德银融资 ABN001 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“20 德银融资 ABN001 优先 B”的信用等级由 AA⁺_{sf}上调为 AAA_{sf}，“20 德银融资 ABN001 优先 C”的信用等级由 AA_{sf}上

调为 AAA_{sf}。

上述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. **资产池体质量优于首次评级。**截至基础资产跟踪基准日，资产池实际 90 天以上逾期率¹为 0.00%，低于通过首次评级静态池数据计算的同期限（9 个月）90 天以上的预期累计预期率 0.02%，资产池回款表现与预期水平基本一致；基础资产加权平均合同剩余期限的缩短（由 22.26 个月缩短至 13.52 个月）也减少了资产池风险暴露的时间。

2. **剩余优先级票据获得的信用支持大幅提升。**跟踪期间，随着“20 德银融资 ABN001 优先 A”本金的兑付以及资产池超额利差累积形成的超额抵押（4.32%），剩余优先级票据获得的信用支持大幅提升。具体而言，在考虑超额抵押的情况下，“20 德银融资 ABN001 优先 A”可获得 41.36% 的信用支持，“20 德银融资 ABN001 优先 B”可获得 31.54% 的信用支持，“20 德银融资 ABN001 优先 C”可获得 17.45% 的信用支持，较首次评级分别上升 18.75 个百分点、14.93 个百分点和 9.44 个百分点。

关注

1. **基础资产地区和行业集中度仍较高。**本交易入池资产行业全部为运输业；截至基础资产跟踪基准日，本交易基础资产所涉承租人主要集中在山西省、河北省和河南省，未偿本金余额合计占比 66.31%。地区、行业集中度仍较高，对基础资产池整体信用表现具有一定影响。

2. **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的模型风险。

3. **外部经济环境不确定性风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

差额支付承诺人/陕汽集团主要财务数据：

陕西汽车集团股份有限公司（合并口径）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.07	21.03	10.45	34.82
资产总额(亿元)	159.30	234.70	283.39	315.47
所有者权益(亿元)	42.89	50.19	64.59	69.09
短期债务(亿元)	62.25	95.84	100.14	114.06
长期债务(亿元)	13.33	10.98	30.36	23.15
全部债务(亿元)	75.59	106.82	130.50	137.21
营业收入(亿元)	81.14	159.00	264.18	72.61
利润总额(亿元)	7.12	12.37	15.79	4.79
EBITDA(亿元)	9.67	15.64	19.07	--
经营性净现金流(亿元)	-3.45	9.77	-17.64	-0.42
营业利润率(%)	10.78	10.86	7.72	6.51
净资产收益率(%)	14.46	22.02	22.19	--
资产负债率(%)	73.08	78.62	77.21	78.10
全部债务资本化比率(%)	63.80	68.03	66.89	66.51
流动比率(%)	59.56	91.09	104.69	104.81
经营现金流负债比(%)	-3.39	5.96	-10.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.81	6.83	6.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	9.42	13.71	--

注：1. 短期债务中调整增加了其他应付款中的带息部分，长期债务中调整增加了长期应付款中的带息债务；2. 2018-2020 年底现金类资产中已扣除受限的货币资金；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，有关指标未年化

¹ 90 天以上累计逾期率：就某一收款期间而言，该收款期间的 90 天以上累计逾期率系指 A/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逾期 90 天以上贷款在逾期超过 90 天时的未偿本金余额之和，B 为初始起算日资产池余额。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本交易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信用等级有可能发生变化。

一、票据兑付情况

截至票据跟踪基准日，未触发加速清偿事件、权利完善事件、违约事件和差额支付启动事件。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（2021年5月28日），

票据累计进行了3次收益分配。截至票据跟踪基准日的优先级票据（包含“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”，下同）本息收益分配情况、票据存续规模相关基本要素如表 1 和表 2 所示：

表1 截至票据跟踪基准日优先级票据本息收益分配情况（单位：万元）

分配时间	20 德银融资 ABN001 优先 A		20 德银融资 ABN001 优先 B		20 德银融资 ABN001 优先 C	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2020/11/30	7047.27	124.53	0.00	10.61	0.00	15.90
2021/03/01	6861.51	343.28	0.00	35.75	0.00	53.60
2021/05/28	6888.60	260.00	0.00	34.57	0.00	51.84
合计	20797.38	727.81	0.00	80.93	0.00	121.34

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

表2 截至票据跟踪基准日票据存续规模相关基本要素（单位：万元、%）

票据简称	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次跟踪	首次评级	本次跟踪	首次评级			
20 德银融资 ABN001 优先 A	17902.62	38700.00	58.64	77.39	4.35	2022/02/28	正常
20 德银融资 ABN001 优先 B	3000.00	3000.00	9.83	6.00	4.78	2022/05/28	正常
20 德银融资 ABN001 优先 C	4300.00	4300.00	14.08	8.60	5.00	2022/05/28	正常
20 德银融资 ABN001 次	4008.99	4008.99	13.13	8.01	--	2023/05/28	--
票据合计	29211.61	50008.99	95.68	100.00	--	--	--
超额抵押	1320.05	0.00	4.32	0.00	--	--	--
合计	30531.66	50008.99	100.00	100.00	--	--	--

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4月30日），资产池剩余未偿本金余额 30526.42 万元，信托账户余额 5.25 万元，累计对剩余票据本金形成 4.32% 的超额抵押，高于首次评级水平。考虑超额抵押后，“20 德银融资 ABN001 优先 A”可获得的信用支持为 41.36%，“20 德银融资 ABN001 优先 B”可获得的信用支持为 31.54%，

“20 德银融资 ABN001 优先 B”可获得的信用支持为 17.45%，分别较首次评级提升了 18.75 个百分点、14.93 个百分点和 9.44 个百分点。

截至票据跟踪基准日，票据尚未发生违反合同约定的损害基础资产及其收益的情况，票据未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件和差额支付启动事件。

二、参与机构表现

跟踪期内，本交易主要参与机构未发生替换，履职情况稳定。

（1）资产服务机构

本交易的资产服务机构为德银融资租赁有限公司（以下简称“德银租赁”）。德银租赁由陕西汽车集团股份有限公司（以下简称“陕汽集

团”)、西安卓尔供应链企业管理咨询有限公司(以下简称“卓尔咨询”)于2011年11月共同出资成立,初始注册资本1.80亿元,其中陕汽集团持股比例为65.00%。此后,经过数次增资与股权变更,截至2021年3月底,德银租赁实际控制人为陕西省国有资产监督管理委员会。

德银租赁是陕汽集团为更好推广和销售陕汽集团车辆产品,服务于购买陕汽集团生产的包括重卡、中卡、客车、微型车以及专用车等产品的终端客户,满足终端客户的购车融资需求而成立的融资租赁公司。德银租赁市场定位于极度分散的中小型承租人,通过分析承租人的从业经验、历史运营状况、未来业务发展等情况,为承租人提供车辆全生命周期服务。德银租赁融资租赁业务始于2011年10月,涉猎行业均为交通运输业,主要承租人集中在华北、华东地区。德银租赁业务采取售后回租业务模式,租赁物主要为陕

西重型汽车有限公司生产的牵引车、自行采购的挂车或陕西重型汽车有限公司生产的自卸车。

截至2020年底,德银租赁资产总额96.11亿元,其中应收融资租赁款净额88.51亿元,所有者权益17.00亿元;2020年,德银租赁实现营业收入6.39亿元,利润总额2.19亿元。

截至2021年3月底,德银租赁资产总额106.62亿元,所有者权益17.67亿元;2021年1—3月,德银租赁实现营业收入1.88亿元,利润总额0.90亿元。

德银租赁资产以租赁资产为主,资产结构符合汽车融资租赁行业特点,盈利能力较为稳定,联合资信将会持续关注德银租赁后续经营及财务变化情况。

(2) 其他机构

跟踪期内,本票据的其他相关机构(受托人、保管人)未发生变化,履职情况稳定。

三、差额支付承诺人信用风险分析

本交易的差额支付承诺人是陕汽集团,联合资信评定陕汽集团的主体长期信用等级为AA_{pi},跟踪期内,陕汽集团仍保持很强的差额支付履约能力,为本期票据提供了额外的信用支持。

跟踪期内,陕汽集团仍为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“陕西省国资委”)控制下的国有企业,因控股股东置入重要股权资产,陕汽集团资产、所有者权益和经营规模大幅扩张,加之我国卡车市场景气度回升、联营企业陕西重型汽车有限公司(以下简称“陕重汽”)经营状况保持良好,陕汽集团营业收入、投资收益分别出现不同程度的增长,利润规模较大,归属于母公司所有者的净利润占比高。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,陕汽集团主营业务获利能力有待提升、长期应收款存在一定的信用风险、经营活动获现能力有待提高以及债务负担重且债务期限结构不合理等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

陕汽集团受控股股东支持力度较大,未来,随着陕西省国资委对所属汽车及零配件企业重组的推进,陕汽集团在商用车整车、零配件和售后市场等业务领域的竞争力有望逐步提升。

综合评估,联合资信确定维持陕汽集团主体长期信用等级为AA_{pi},评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,陕汽集团仍具有良好的股东背景,并得到了较大的外部支持。截至2021年3月底,陕西省国资委下属的陕西汽车控股集团有限公司(以下简称“陕汽控股”)持有陕汽集团67.06%的股份,为陕汽集团的控股股东。2020年12月22日,陕汽控股以其持有的德仕汽车部件(集团)有限责任公司(以下简称“德仕部件”)97.11%股权以及陕汽集团商用车有限公司(以下简称“陕汽商用车”)56.68%股权作价出资,对陕汽集团增资3.02亿元。陕汽控股将陕汽商用车和德仕部件股权置入陕汽集团,有助于陕汽集团的长期发展。

2. 跟踪期内，陕汽集业收入规模扩大，所持优质股权资产带来较高的投资收益，利润规模较大，盈利能力较强。2020 年，陕汽集团合并营业收入较上年增长 2.01 倍至 264.18 亿元，实现投资收益 8.30 亿元（其中对联营企业的投资收益 7.77 亿元），利润总额为 15.79 亿元，净资产收益率为 22.19%。

关注

1. 利润对投资收益依赖较大，主营业务获利能力有待提升。2020 年，陕汽集团投资收益占利润总额的比重为 52.54%；主营业务综合毛利率为 7.92%，其中整车销售毛利率为 2.73%。

2. 长期应收款规模较大，面临一定的信用风险。截至 2020 年底，陕汽集团长期应收款 31.83 亿元，主要为下属子公司发放的融资租赁款，未来若相关客户经营情况转差，陕汽集团将面临一定的款项回收风险。

3. 经营活动获现能力有待提高。2020 年，陕汽集团现金收入比为 86.84%，经营活动产生的现金流量净额为-17.64 亿元。

4. 债务负担重且债务期限结构不合理。截至 2020 年底，陕汽集团全部债务 130.50 亿元，全部债务资本化比率为 66.89%；全部债务中，短期债务占 76.73%。

具体信用风险分析内容详见附件1-1。

四、基础资产分析

截至基础资产跟踪基准日，资产池剩余期限缩短。跟踪期内，资产池整体质量优于首次评级。

1. 基础资产概况

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产未

偿本金余额 30526.42 万元，共涉及 1534 户承租人的 1559 笔租赁合同。相比于首次评级，基础资产加权平均合同剩余期限缩短至 13.52 个月。基础资产对比情况见下表：

表 3 基础资产概况

项目	本次跟踪	首次评级
资产池未偿本金余额（万元）	30526.42	50008.99
承租人户数（户）	1534	1550
租赁款笔数（笔）	1559	1575
单笔合同最大未偿本金余额（万元）	34.34	47.85
单笔合同平均未偿本金余额（万元）	19.38	31.75
加权平均账龄（月）	13.35	3.32
加权平均剩余期限（月）	13.52	22.26
单笔最长剩余期限（月）	22.65	31.59
单笔最短剩余期限（月）	7.20	16.14
加权平均租赁费率（%）	8.08	8.08
加权平均初始抵押率（%）	83.65	83.43
加权平均首付比率（%）	16.35	16.57
加权平均保证金比率（%）	4.08	4.04
加权平均首付+保证金比率（%）	10.43	20.61

注：1. 剩余期限=（贷款合同到期日-资产池跟踪基准日）/365*12，账龄=（资产池跟踪基准日-贷款合同发放日）/365*12，下同；2. 初始抵押率=融资金额/（车价+购置税+保险费），下同；3. 首付比率=首付金额/（车价+购置税+保险费），下同；4. 保证金比率=保证金金额/（车价+购置税+保险费）

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

2. 承租人所在地区分布

从地区分布来看，承租人地区分布情况较初始起算日变化不大。截至本次基础资产跟踪基准

日，入池资产承租人分布在全国 25 个省、市、自治区。基础资产前三大地区分布在山西省、河北和河南省，累计占比为 66.31%。联合资信对

区域集中度进行量化分析时加以了考量，评级结果已反映上述风险。

表 4 前十大承租人所在地区分布（单位：笔、万元、%）

本次跟踪				首次评级			
地区	笔数	未偿本金	未偿本金占比	地区	笔数	未偿本金	未偿本金占比
山西省	377	9216.53	30.19	山西省	378	14679.73	29.35
河北省	359	6171.77	20.22	河北省	360	10304.83	20.61
河南省	290	4853.86	15.90	河南省	291	8124.86	16.25
辽宁省	142	3030.11	9.93	辽宁省	144	4784.07	9.57
江苏省	62	1135.28	3.72	江苏省	62	1854.68	3.71
山东省	48	970.84	3.18	山东省	50	1550.93	3.10
陕西省	48	904.47	2.96	陕西省	49	1499.62	3.00
内蒙古自治区	45	818.02	2.68	内蒙古自治区	47	1403.37	2.81
宁夏回族自治区	28	637.04	2.09	宁夏回族自治区	28	992.62	1.98
浙江省	28	516.59	1.69	浙江省	29	877.31	1.75
合计	1427	28254.52	92.56	合 计	1438	46072.03	92.13

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

3. 首付比例分布

余额合计占比 75.16%，较初始起算日变化不大。

截至基础资产跟踪基准日，基础资产首付比例主要集中在 20.00%（含）以下区间，未偿本金

基础资产首付比例的分布如下表所示：

表 5 基础资产首付比例分布（单位：%、笔、万元）

区间	本次跟踪			首次评级		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
[0.00,10.00]	634	13529.38	44.32	639	21783.64	43.56
(10.00,20.00]	468	9414.28	30.84	469	15269.72	30.53
(20.00,30.00]	445	7384.65	24.19	456	12652.85	25.30
(30.00,40.00]	12	198.11	0.65	11	302.78	0.61
合计	1559	30526.42	100.00	1575	50008.99	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

4. 初始抵押率分布

的区间范围内，未偿本金余额合计占比达到

截至基础资产跟踪基准日，基础资产初始抵押率主要集中在 70.00%（不含）~90.00%（含）

83.34%，较初始起算日变化不大。初始抵押率分布如下表所示：

表 6 基础资产初始抵押率分布（单位：%、笔、万元）

区间	本次跟踪			首次评级		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
[60.00, 70.00]	231	3768.61	12.35	238	6513.60	13.02
(70.00, 80.00]	445	8031.12	26.31	449	13490.36	26.98
(80.00, 90.00]	828	17441.47	57.14	833	28036.55	56.06
(90.00, 100.00]	55	1285.22	4.21	55	1968.49	3.94
合计	1559	30526.42	100.00	1575	50008.99	100.00

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

5. 剩余期限分布

截至本次基础资产跟踪基准日, 加权平均剩余期限为 13.52 个月, 较首次评级时缩短 8.74 个

月; 从未偿本金余额来看, 剩余期限主要集中在 12 (不含) ~18 (含) 个月, 占比 59.39%。基础资产剩余期限分布详见下表:

表 7 基础资产剩余期限分布 (单位: 月、笔、万元、%)

剩余期限	本次跟踪			首次评级		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
(6,12]	442	7677.85	25.15	--	--	--
(12, 18]	937	18130.54	59.39	23	557.79	1.12
(18, 24]	180	4718.03	15.46	1278	39299.09	78.58
(24, 30]	--	--	--	256	9569.32	19.14
(30, 36]	--	--	--	18	582.78	1.17
合计	1559	30526.42	100.00	1575	50008.99	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

6. 租赁物类型分布

截至基础资产跟踪基准日, 除混合类型外, 牵引车未偿本金为 11334.59 万元, 占比最高,

达到 37.13%, 较初始起算日变化不大。租赁物类型分布如下表所示:

表 8 租赁物类型分布 (单位: 笔、万元、%)

租赁物类型	本次跟踪			首次评级		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
混合	725	15467.25	50.67	729	24831.27	49.65
牵引车	621	11334.59	37.13	626	18782.63	37.56
自卸车	145	2560.58	8.39	148	4365.35	8.73
专用车	60	1029.82	3.37	64	1825.94	3.65
挂车	5	86.05	0.28	5	127.58	0.26
载货车	3	48.13	0.16	3	76.21	0.15
合计	1559	30526.42	100.00	1575	50008.99	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

7. 年租赁费率分布

截至基础资产跟踪基准日, 本期基础资产的年租赁费率主要分布在 5.00% (含) ~9.00% (含)

之间, 未偿本金余额合计为 29438.49 万元, 合计占比 96.44%。加权平均年租赁费率为 8.08%, 较初始基准日变化不大。具体分布如下表所示:

表 9 年租赁费率分布 (单位: %、笔、万元)

年租赁费率	本次跟踪			首次评级		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
[5.00,7.00]	587	10698.17	35.05	598	17950.70	35.89
(7.00,9.00]	915	18740.33	61.39	917	30287.38	60.56
(9.00,11.00]	54	1029.98	3.37	57	1677.24	3.35
(11.00,13.00]	3	57.94	0.19	3	93.67	0.19
合计	1559	30526.42	100.00	1575	50008.99	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

8. 关键指标表现

截至本次基础资产跟踪基准日，有部分资产发生提前偿还，累计提前还款金额合同金额242.97万元，基础资产累计早偿率²为0.49%。逾期方面，从下表可以看出，基础资产未发生逾期30天以上的情况。截至2021年4月30日，资产池30天以上的逾期率为0.00%，90天以上逾期率为0.00%，低于通过首次评级静态池计算得到的同期限的90天以上逾期率为0.02%，且跟

踪期间未发生保证金划转事件。整体看，资产池回款表现要优于预期水平。

表10 跟踪期内资产池指标表现（单位：%）

指标	收款期间		
	2020.8.1~2020.10.31	2020.11.1~2021.1.31	2021.1.31~2021.4.30
累计早偿率	0.19	0.23	0.49
30天以上逾期率	0.00	0.00	0.00
90天以上逾期率	0.00	0.00	0.00

五、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。由于本次跟踪，德银租赁未能提供新的静态池数据，考虑到资产池实际表现与首次评级预测结果基本一致，因此每笔基础资产的承租人影子级别维持首次评级时的BB⁻。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过100万次的模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下资产支持证券最少需要承受的资产池目标级别违约比率和目标级别损失比率。截至基础资产跟踪基准日，剩余资产的加权平均回收率为52.68%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标级别违约比率和目标级别损失比率详见下表：

表11 目标级别违约比率和目标级别损失比率（单位：%）

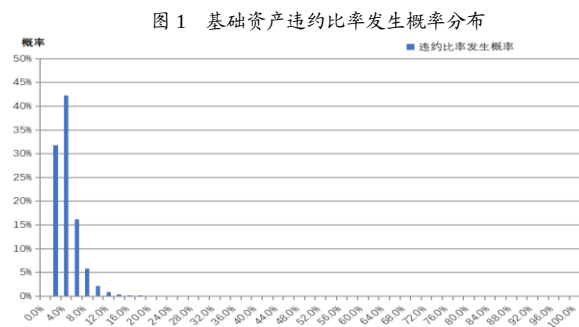
信用等级	目标级别违约概率（TRDP）	目标级别违约比率（TRDR）	目标级别损失比率（TRLR）
AAA _{sf}	0.016	24.79	12.21
AA ⁺ _{sf}	0.056	20.32	10.00
AA _{sf}	0.077	19.33	9.44
AA ⁻ _{sf}	0.112	17.99	8.81
A ⁺ _{sf}	0.193	16.27	7.94
A _{sf}	0.256	15.44	7.53

模型输出的模拟结果显示基础资产违约时间分布如下表所示。

表12 基础资产违约时间分布（单位：%）

时间	违约比例
第1年	92.62
第2年	7.38

基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示：



² 累计早偿率=跟踪期内提前退租合同当期回收款总和/初始起算日资产池未偿租金余额

根据组合资产信用风险分析结果,并结合分层方案,“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”可获得信用支持分别为 41.36%、31.54%和 17.45%,均大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求(12.21%)。因此,由组合资产信用风险分析模型决定的“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”的最高级别上限均为 AAA_{sf}。

2. 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合资产信用风险分析模型中已经考虑了剩余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,如果资产池的基础资产数量较少或者基础资产金额分布极不均匀,那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此,联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对剩余基础资产进行了压力测试,结果如下表所示:

表13 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}	0.669
AA _{sf} ⁺ /AA _{sf} ⁻ /AA _{sf}	0.474

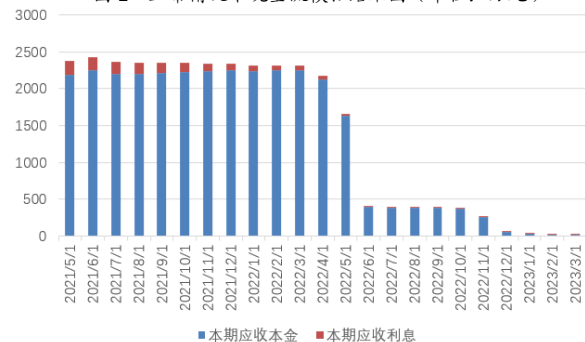
根据关键债务人违约压力测试结果,并结合分层方案,“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”可获得信用支持分别为 41.36%、31.54%和 17.45%,均大于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求(0.669%)。因此,由关键债务人违约压力测试决定的“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”的最高级别上限均为 AAA_{sf}。

3. 现金流压力测试

根据剩余资产池的本息支付等现金流入特征

以及优先级票据的本息、税费支付等现金流出特征,联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中,现金流入来源包括本金回收款和利息回收款,现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级票据利息、优先级票据本金等。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。

图2 正常情况下现金流模拟结果图(单位: 万元)



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:违约贷款回收率下降、提前还款率提升、违约分布前置等。由于信托已成立,所以未对发行利率进行加压。“20德银融资ABN001优先A”“20德银融资ABN001优先B”和“20德银融资ABN001优先C发行利率”实际发行利率均比首次评级时估计的预期发行利率低,具体如表14所示:

表14 压力测试的基准条件

参数名称	压力条件	
	本次跟踪	首次评级
回收率	52.68%	53.22%
回收周期	6个月	6个月
违约时间分布	详见表12	第一年: 66.00% 第二年: 33.18% 第三年: 0.82%
提前还款率	4.00%/年	4.00%/年
20 德银融资 ABN001 优先 A 发行利率	4.35%	5.40% (4.90%+50bps)
20 德银融资 ABN001 优先 B 发行利率	4.78%	5.45% (4.95%+50bps)
20 德银融资	5.00%	5.65% (5.15%+50bps)

ABN001 优先 C 发行利率		
税率	3.26%	3.26%

上述基准参数主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现。但要使票据的信用等级能达到投资级以上，票据就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，票据及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经

济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了不同压力情境下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。各级票据的压力测试结果如下：

表 15 “20 德银融资 ABN001 优先 A” AAA_{sf} 级信用水平下压力测试结果（单位：%）

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	83.76	25.02	58.97
回收率为 26.45%，其他为基准条件	55.50	25.02	30.71
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	75.83	25.02	51.04
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	69.59	25.02	44.80
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	83.68	25.02	58.89
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	84.06	25.02	59.27
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	83.76	25.02	58.97
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	83.76	25.02	58.97
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	75.69	25.02	50.90
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	69.30	25.02	44.51

注：26.45%为抵押、质押等强保证措施为基础金融资产提供的回收率*0.7，下同。

表 16 “20 德银融资 ABN001 优先 B” AAA_{sf} 级信用水平下压力测试结果（单位：%）

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	65.17	25.02	40.38
回收率为 26.45%，其他为基准条件	43.00	25.02	18.21
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	58.93	25.02	34.14
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	54.03	25.02	29.24
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	65.01	25.02	40.22
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	65.02	25.02	40.23
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	65.17	25.02	40.38
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	65.17	25.02	40.38
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	58.83	25.02	34.04
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	53.87	25.02	29.08

表 16 “20 德银融资 ABN001 优先 C” AAA_{sf} 级信用水平下压力测试结果（单位：%）

主要压力情景	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	38.36	25.02	13.57
回收率为 26.45%，其他为基准条件	25.39	25.02	11.82

回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	34.80	25.02	22.97
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	31.84	25.02	8.86
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	38.25	25.02	29.39
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	38.13	25.02	8.74
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	38.31	25.02	29.57
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	38.31	25.02	8.74
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	34.65	25.02	25.91
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	31.61	25.02	5.70

由压力测试结果可以看出，当目标信用级别为 AAA_{sf} 时，即使在最大压力情景下，“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”获得的保护距离分别为 30.71%、18.21%和 5.70%。因此，由现金流压力测试决定的“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”的信用等级上限均为 AAA_{sf}。

仅靠标的资产自身现金流，各优先级票据能

够达到的最高信用等级均为 AAA_{sf}。考虑到差额支付承诺人陕汽集团主体长期信用等级为 AA_{pi}，其为信托税费、费用及优先级票据本息提供的不可撤销及无条件的差额支付承诺对本交易提供了额外的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“德银融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下“20 德银融资 ABN001 优先 A”“20 德银融资 ABN001 优先 B”和“20 德银融资 ABN001 优先 C”的信用等级均能够达到 AAA_{sf}。

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“德银融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下“20 德银融资 ABN001 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“20 德银融资 ABN001 优先 B”的信

用等级由 AA⁺_{sf} 上调为 AAA_{sf}，“20 德银融资 ABN001 优先 C”的信用等级由 AA_{sf} 上调为 AAA_{sf}，“20 德银融资 ABN001 次”未予评级。

上述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 1-1 差额支付承诺人陕西汽车集团股份有限公司信用分析

一、企业基本情况

陕汽集团前身为始建于 1968 年的陕西汽车制造厂，2002 年经陕西省经贸委批准进行整体改制，并更名为“陕西汽车集团有限责任公司”，注册资本为 3.15 亿元。后经多次股权变更，截至 2019 年底，陕汽集团注册资本 16.55 亿元，其中陕西汽车控股集团有限公司（以下简称“陕汽控股”）持股 61.22%。

2020 年 11 月 4 日，陕汽集团转增注册资本 0.96 亿元，转增的注册资本由陕汽控股享有；同时，西藏硕赢投资中心将持有的陕汽集团 0.71% 股权以转让予陕汽控股。2020 年 12 月 22 日，陕汽控股以其持有的陕西德仕汽车部件（集团）有限责任公司（以下简称“德仕部件”）97.11% 股权以及陕汽集团商用车有限公司（以下简称“陕汽商用车”）56.68% 股权作价出资，对陕汽集团增资 3.02 亿元；同时，陕汽控股将对陕汽集团出资中的 0.75 亿元（对应 3.65% 的股权）转让予陕西投资集团有限公司（以下简称“陕投集团”）。2020 年 12 月 28 日，中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“长城股份”）将对陕汽集团出资中的 0.28 亿元转让予陕汽控股。2021 年 3 月 30 日，陕汽集团整体变更为股份有限公司，名称变更为现名称，股本为 21.00 亿元。

截至 2021 年 3 月底，陕汽控股持有陕汽集团 67.06% 的股份，为陕汽集团的控股股东；陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）作为陕汽控股的控股股东，是陕汽集团的实际控制人。经查询国家企业信用信息公示系统，截至 2021 年 7 月 2 日，控股股东所持陕汽集团的股份不存在质押情况。

跟踪期内，陕汽集团的企业类型由有限责任公司变更为股份有限公司，控股股东和实际控制人未发生变化，管理制度等方面无重大变化。

二、重大事项

跟踪期内，控股股东对陕汽集团置入重要资产，有利于陕汽集团经营规模的扩大和利润水平的提高。

2020 年，陕汽集团同一控制下合并德仕部件和陕汽商用车。

德仕部件是集汽车零部件、专用车、重卡轮毂、汽车灯具、储气筒及汽车电子电器生产为一体的综合性汽车零部件配套企业，零部件年配套能力达 15 万辆份，年产各类专用车 5000 辆份，为各类重型商用车配套生产汽车零部件 6000 余种、总成 210 余种，同时开展各类重型汽车维修、改装、售后服务、进出口等业务，是西北地区大型专用车和汽车零部件骨干企业之一。

陕汽商用车主要从事公路运输车、工程自卸车、专用车等商用车的生产和销售，是陕汽控股旗下核心整车子公司，是我国西北地区集产品研发、生产制造、检测调试、市场营销、售后服务为一体的数字化、智能化的全系列商用车产业基地，产品覆盖重、中、轻型商用车。2019 年，陕汽商用车整车产销量分别为 2.23 万辆和 2.11 万辆；2020 年，陕汽商用车整车产销量分别为 4.00 万辆和 3.65 万辆，同比分别增长 79.98% 和 72.91%。

因合并德仕部件和陕汽商用车，陕汽集团合并范围内整车业务、零部件销售与检修业务规模大幅提升。

因属于同一控制下的企业合并，2020 年，陕汽集团在财务报表编制及有关业务统计中对期初数和上期比较数进行了相应调整。

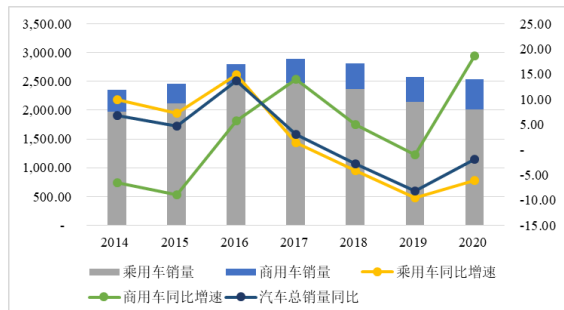
三、经营分析

2020 年，中国汽车市场先抑后扬，下半年全面企稳回升，乘用车中 SUV 表现较好，商用车中货车销量大幅增长；新能源汽车销量重回上升通道。2020 年，受我国卡车市场景气度回升等因素影响，陕汽集团整车业务、零配件业务收入规模扩大，带动营业收入和利润总额大幅增长；但陕汽集团主营业务毛利率有待提升。

2020 年，中国汽车行业总体表现出了强大的发展韧性和内生动力。2020 年一季度新冠肺炎疫情对汽车行业冲击较大，但随着疫情逐步得以控制，汽车市场下半年全面复苏，全年产销增速稳中略降，基本消除了疫情的影响。根据中国汽车工业协会的统计数据，2020 年全年，中国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销量分别为 2522.50 万辆和 2531.10 万辆，较上年分别下降 2.00%和 1.90%，降幅较上年分别收窄 5.50 个百分点和 6.30 个百分点；2020 年下半年，汽车销量同比上升 11.9%且较上半年增长 46.8%。

图 1 2014 - 2020 年中国汽车销量情况

(单位: 万辆、%)



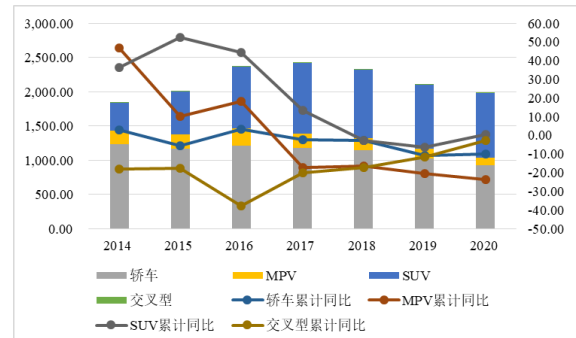
资料来源: wind, 联合资信整理

乘用车方面，2020 年，乘用车产销量分别为 1999.41 万辆和 2017.77 万辆，较上年分别下降 6.53%和 6.03%，占汽车产销比重分别达到 79.26%和 79.72%，较上年产销量比重分别

下降 3.78 个百分点和 3.50 个百分点。其中，轿车产销量较上年分别减少 104.39 万辆和 103.26 万辆，较上年分别下降 10.04%和 9.87%；SUV 产销量较上年分别增加 5.40 万辆和 10.73 万辆，较上年分别增长 0.06%和 0.66%。

图 2 2014 - 2020 年乘用车销售情况

(单位: 万辆、%)



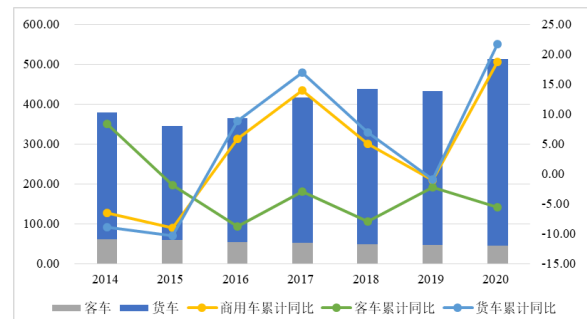
注: SUV 为运动型多用途乘用车, MPV 为多功能乘用车

资料来源: wind, 联合资信整理

新能源车方面，2020 年，新能源汽车重回上升通道，全年产销量分别为 136.61 万辆和 136.73 万辆，较上年分别增长 10.01%和 13.38%。其中，纯电动汽车产销量分别为 110.47 万辆和 111.51 万辆，较上年分别增长 7.50%和 10.90%。在新能源汽车主要品种中，纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销量较上年均有所增长，表现均明显好于上年。在疫情扰动、补贴继续退坡的情况下，新能源汽车销量扭转下降趋势，重回上升通道，是真实购置需求的显现。

图 3 2014 - 2020 年商用车销售情况

(单位: 万辆、%)



资料来源: wind, 联合资信整理

商用车方面，在基建投资回升、国 III 汽车淘汰、治超加严以及新能源物流车快速发展等利好因素促进下，商用车产销好于乘用车。

2020年，商用车产销分别完成523.12万辆和513.33万辆，较上年分别增长19.96%和18.69%。分车型产销情况看，客车产销分别完成45.27万辆和44.82万辆，较上年分别下降4.16%和5.58%；货车产销分别完成477.84万辆和468.51万辆，较上年分别增长22.89%和21.69%。

跟踪期内，陕汽集团主营业务仍涉及商用车制造、重卡零部件、重卡后市场服务以及仓储物流、汽车融资租赁及供应链金融和商业保理等，具体业务划分为整车销售、零部件销售及检测及后市场业务、仓储物流。2020年，陕汽集团实现主营业务收入258.45亿元（占营业收入的97.83%），同比增长66.11%；实现利润总额15.79亿元，同比增长27.63%。

从收入构成看，2020年，陕汽集团整车销售收入为124.35亿元，同比增长182.47%，主要系我国卡车市场需求回暖以及公司军品业务增长所致，整车销售收入占主营业务收入的比重较上年提高19.82个百分点；零配件销售及检

修收入111.67亿元，同比增长21.73%，主要系零配件销量随国内重卡产销量而增长所致，占主营业务收入的比重较上年下降15.75个百分点；受整车和零配件业务增长的带动，后市场服务和仓储物流业务收入合计22.43亿元，同比增长13.10%，占主营业务收入的比重较上年下降4.07个百分点。

从毛利率看，因各板块产品具体结构的变化，2020年，陕汽集团整车和零配件业务的毛利率均有所下降。其中，整车业务毛利率较上年下降1.85个百分点，主要系受商用车销售返利影响所致；零配件销售及检修业务毛利率较上年下降2.53个百分点；后市场服务和仓储物流等其他主营业务毛利率同比上升4.92个百分点，但因其收入占比较小，对陕汽集团综合毛利率影响不大。综上，2020年，陕汽集团主营业务综合毛利率为7.92%，较上年下降3.48个百分点。

表1 2018-2020年陕汽集团主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车	13.10	16.83	-2.34	44.02	28.29	4.58	124.35	48.11	2.73
零配	47.59	61.13	10.69	91.73	58.96	12.74	111.67	43.21	10.22
其他	17.16	22.04	22.83	19.83	12.75	20.28	22.43	8.68	25.20
合计	77.85	100.00	11.17	155.59	100.00	11.40	258.45	100.00	7.92

资料来源：联合资信根据陕汽集团审计报告整理

整车业务方面，跟踪期内，陕汽集团商用车业务的经营主体增加了陕汽商用车和陕西重汽专用汽车有限公司（德仕部件的子公司），其中陕汽商用车经营规模较大，主要从事公路运输车、工程自卸车和专用车的生产和销售，2020年整车产销量分别为40046辆和36495辆。陕汽集团仍主要依托陕西重型汽车有限公司（以下简称“陕重汽”，为陕汽集团联营企业，持股比例49%；潍柴动力股份有限公司对其持股51.00%）的销售体系，以订单方式开展业务，经营模式较上年无重大变化。销售结算方面，陕汽集团整车销售依托陕重汽SCM供应链管理系统进行线上结算，对关联方账期一般为2

月，非关联方账期一般为3个月。2020年，陕汽集团整车业务对前五大客户销售额占比为14%。

零部件业务方面，跟踪期内，陕汽集团零配件板块增加了子公司德仕部件，仍主要为陕重汽和陕西汽车实业有限公司旗下的整车企业提供零部件配套，陕重汽是陕汽集团零配件业务的重要客户，同时也是陕汽集团投资收益的重要来源。2020年，陕汽集团零配件业务采购、销售活动中的结算方式、账期等较上年无重大变化。

跟踪期内，陕汽集团其他主营业务仍主要包括仓储物流（主要为汽车物流）和融资租赁、车联网等业务，其中融资租赁业务仍主要由德

银融资租赁有限公司（以下简称“德银租赁”）承担，经营主体未发生重大变化。

2021年1—3月，陕汽集团实现营业收入72.61亿元、利润总额4.79亿元，同比分别增长388.47%和208.86%，主要系上年同期经营活动受新冠肺炎疫情影响较大所致。

四、财务分析

1. 财务概况

陕汽集团提供的2020年财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。陕汽集团2021年1—3月财务报表未经审计。

2020年，陕汽集团合并范围内新增子公司7家（收购），减少子公司5家（处置3家，注销2家）。截至2020年底，陕汽集团合并范围内子公司共37家。2020年，陕汽集团合并范围内新增子公司资产和经营规模较大，因属于同一控制下的企业合并，陕汽集团对财务报表期初数和上期比较数进行了相应调整。

截至2020年底，陕汽集团合并资产总额283.39亿元，所有者权益64.59亿元（含少数股东权益2.12亿元）；2020年，陕汽集团实现营业收入264.18亿元，利润总额15.79亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，陕汽集团资产总额较年初大幅增长，以流动资产为主。流动资产中货币资金受限比例较高，存货和应收账款对营运资金占用较大；非流动资产中占比较大的长期应收款存在一定的信用风险，长期股权投资质量较高。

截至2020年底，陕汽集团合并资产总额283.39亿元，较年初增长20.75%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占64.94%，非流动资产占35.06%。陕汽集团资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年底，陕汽集团流动资产184.03亿元，较年初增长23.19%，主要系应收账款融资、存货和一年内到期的非流动资产增加所致。截至2020年底，陕汽集团货币资金26.83亿元，较年初减少27.16%，主要系偿还借款所致；其中受限货币资金16.38亿元，占61.06%，全部为银行承兑汇票保证金。截至2020年底，陕汽集团应收账款账面价值为32.63亿元，较年初减少0.36%，账龄主要为一年以内（占90.12%）；已累计计提坏账准备4.73亿元，计提比例为12.65%。截至2020年底，陕汽集团应收款项融资30.13亿元，较年初增长172.38%，主要系销售规模扩大所致；全部为银行承兑汇票。截至2020年底，陕汽集团存货31.13亿元，较年初增长95.12%，主要系经营规模扩大、库存商品增加所致；存货主要由库存商品（占84.89%）和原材料（占12.14%）构成，累计计提跌价准备0.80亿元，计提比例为2.50%。截至2020年底，陕汽集团一年内到期的非流动资产57.06亿元，较年初增长45.43%，主要为德银租赁一年内到期的租赁长期应收款（占99.39%）。

（2）非流动资产

截至2020年底，陕汽集团非流动资产99.36亿元，较年初增长16.48%，主要系长期应收款和固定资产增加所致。截至2020年底，陕汽集团长期应收款31.83亿元，较年初增长43.59%，主要为德银租赁发放的融资租赁款；未来若相关客户经营情况转差，陕汽集团将面临一定的款项回收风险。截至2020年底，陕汽集团长期股权投资42.57亿元，较年初增长11.84%；其中对陕重汽的投资占90.88%，近年来陕重汽经营情况良好，持续对陕汽集团贡献较高的投资收益，陕汽集团长期股权投资质量较好。截至2020年底，陕汽集团固定资产13.53亿元，较年初较少12.96%；固定资产主要由房屋建筑物（占67.43%）和机器设备（占22.06%）构成，累计计提折旧7.86亿元；固定资产成新

率 61.80%，成新率尚可。截至 2020 年底，陕汽集团无形资产 5.11 亿元，较年初增长 30.43%，主要系土地使用权增加所致；陕汽集团无形资产主要由土地使用权（占 88.29%）和软件（占 8.52%）构成，累计摊销 0.78 亿元，计提减值准备 48.08 万元。

截至 2020 年底，陕汽集团受限资产合计 47.14 亿元（货币资金 16.38 亿元，应收款项融资 18.31 亿元，长期应收款 12.45 亿元），占资产总额的 16.63%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，因利润积累，陕汽集团所有者权益较年初大幅增长，所有者权益结构稳定性一般。

权益方面，截至 2020 年底，陕汽集团所有者权益 64.59 亿元，较年初增长 28.69%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.72%，少数股东权益占比为 3.28%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 31.79%、12.83%和 45.65%，陕汽集团所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

截至 2020 年底，陕汽集团负债较年初大幅增长，债务负担重且期限结构有待优化。

负债方面，截至 2020 年底，陕汽集团负债总额 218.81 亿元，较年初增长 18.59%。其中，流动负债占 80.34%，非流动负债占 19.66%，陕汽集团负债以流动负债为主。截至 2020 年底，陕汽集团流动负债 175.79 亿元，较年初增长 7.18%，主要系应付票据和应付账款增加所致。截至 2020 年底，陕汽集团短期借款 27.70 亿元，较年初下降 35.38%，主要系陕汽集团调整债务结构所致；其中信用借款和保证借款分别占 60.63%和 39.47%。截至 2020 年底，陕汽集团应付票据较年初增长 41.88%至 52.28 亿元，应付账款年初增长 25.40%至 59.55 亿元，

主要系经营规模扩大所致；应付票据主要为银行承兑汇票（占 98.90%），应付账款账龄以一年以内为主（占 94.23%）。截至 2020 年底，陕汽集团一年内到期的非流动负债 20.13 亿元，较年初增长 25.76%。截至 2020 年底，陕汽集团非流动负债 43.02 亿元，较年初增长 109.83%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年底，陕汽集团长期借款 20.39 亿元，较年初增长 230.90%，主要系调整借款期限结构所致；长期借款中，信用借款和保证借款分别占 80.72%和 19.28%。截至 2020 年底，陕汽集团长期应付款 9.11 亿元，较年初增长 96.47%，全部为应付融资租赁款。截至 2020 年底，陕汽集团递延收益 4.52 亿元，较年初增长 23.60%，全部为政府补助。截至 2020 年底，陕汽集团其他非流动负债 5.48 亿元，较年初增长 63.56%，全部为融资租赁业务开展中收取的保证金。

截至 2020 年底，陕汽集团全部债务 130.50 亿元，较年初增长 22.17%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 76.73%，长期债务占 23.27%。其中，短期债务 100.13 亿元，较年初增长 4.49%，主要系应付票据增加所致；长期债务 30.36 亿元，较年初增长 176.51%。从债务指标来看，截至 2020 年底，陕汽集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.21%、66.89%和 31.98%，较年初分别下降 1.41 个百分点、下降 1.14 个百分点和上升 14.03 个百分点。陕汽集团债务负担重，且债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2020 年，陕汽集团收入规模大幅扩张，加之投资收益稳定提高，净利润同比大幅增长，归属于母公司所有者的净利润占比高；但陕汽集团利润对投资收益依赖较大，主营业务获利能力有待提高。

2020 年，陕汽集团实现营业收入 264.18 亿元，同比增长 66.15%；营业成本为 242.89 亿元，同比增长 72.35%；营业利润率为 7.72%，同比下

降3.14个百分点。2020年，陕汽集团实现投资收益8.30亿元，同比增长35.73%，仍主要来自对联营企业陕重汽的投资；投资收益占利润总额的比重为52.54%。2020年，陕汽集团净利润同比增长29.72%至14.33亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为13.51亿元，占94.25%。2020年，陕汽集团总资本收益率同比下降0.03个百分点至8.06%，净资产收益率同比上升0.18个百分点至22.19%，盈利能力指标基本稳定。

5. 现金流分析

2020年，陕汽集团经营活动和投资活动现金呈净流出状态，经营活动获现能力不足，经营活动和投资活动对外部筹资有所依赖。

现金流方面，2020年，陕汽集团经营活动现金流入274.70亿元，同比增长12.25%；经营活动现金流出292.34亿元，同比增长24.42%。2020年，陕汽集团经营活动产生的现金流量净额为-17.64亿元，同比由净流入转为净流出。

2020年，陕汽集团现金收入比为86.84%，同比下降23.13个百分点，收入实现质量有待提高。2020年，陕汽集团投资活动现金净流出3.49亿元，主要用于购建固定资产和无形资产。2020年，陕汽集团筹资活动现金净流入10.54亿元，主要为增加债务所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，陕汽集团偿债能力指标整体变化不大；存在一定的短期偿债压力。

偿债能力指标方面，截至2020年底，陕汽集团流动比率与速动比率分别由年初的91.09%和81.36%提高至104.69%和提高至86.98%，流动资产对流动负债的保障程度一般。2020年，陕汽集团经营现金流动负债比率为-10.03%；截至2020年底，陕汽集团现金短期债务比由年初的0.22倍下降至0.10倍。结合陕汽集团经营获现能力、现金类资产受限情况等因素分析，陕汽集团存在一定的短期偿债压力。

2020年，陕汽集团EBITDA为19.07亿元，同比增长21.96%。从构成看，陕汽集团EBITDA主要由折旧（占6.56%）、计入财务费用的利息支出（占7.29%）和利润总额（占82.80%）构成。2020年，陕汽集团EBITDA利息倍数由上年的9.42倍提高至13.71倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA由上年的6.83倍提高至6.84倍，变化较小，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2021年3月底，陕汽集团无对外担保。

截至2020年底，陕汽集团重大未决诉讼³包括：（1）鑫顺鑫通物流公司诉陕汽集团一案。原告于2018年购置一批陕汽牌车辆，其中车辆底盘为陕重汽生产，挂车按照原告确定的技术参数订做，并由陕汽集团出具合格证；案涉12台车辆交付后已办理车辆登记、行驶证、营运证等手续。原告称2020年年检时检测出整车实际装备质量与厂家所出具合格证不符，检测不合格无法上路，导致订购车辆无法使用，对陕汽集团提起诉讼，要求退还车辆，并赔偿各项损失630.35万元；案件于2020年11月经第一次开庭，尚未宣判。（2）大连东圣物流有限公司诉陕汽集团一案，案由与鑫顺鑫通物流公司诉陕汽集团一案相似，原告，要求退还车辆，并赔偿各项损失540.95万元。案件于2020年11月经第一次开庭，尚未宣判。

陕汽集团未提供近期企业信用报告。

7. 陕汽集团本部财务分析

截至2020年底，陕汽集团本部资产和负债占合并口径的比例较小，所有者权益占合并口径的比例大；资产主要由长期股权投资和其他应收款构成，所有者权益中未分配利润占比偏高，债务负担处于合理水平。陕汽集团本部兼具经营平台和管理平台职能，营业收入规模不大，投资收益较高，利润总额在合并口径中占比较大。

³ 诉讼标的在500万元之上

截至2020年底，陕汽集团本部资产总额110.28亿元，较年初增长25.70%，主要系其他应收款和长期股权投资增加所致。其中，流动资产40.56亿元（占36.78%），非流动资产69.72亿元（占63.22%）。从具体构成看，流动资产主要由应收账款（占7.82%）、应收款项融资（占5.32%）和其他应收款（占81.13%）构成；非流动资产主要为长期股权投资（占95.16%）。截至2020年底，陕汽集团本部货币资金为2.02亿元。

截至2020年底，陕汽集团本部负债总额52.99亿元，较年初增长16.84%。其中，流动负债29.96亿元（占56.54%），非流动负债23.03亿元（占43.46%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占53.73%）、应付账款（占16.49%）、其他应付款（占13.06%）、一年内到期的非流动负债（占10.68%）和合同负债（占5.59%）构成，非流动负债主要由长期借款（占85.63%）和递延收益（占10.59%）构成。截至2020年底，陕汽集团本部资产负债率为48.05%，较年初下降3.64个百分点。

截至2020年底，陕汽集团本部全部债务39.01亿元。其中，短期债务占49.46%、长期债务占50.54%。截至2020年底，陕汽集团本部短期债务为19.30亿元，存在一定的债券偿付压力。截至2020年底，陕汽集团本部全部债务资本化比率40.51%，陕汽集团本部债务负担基本处于合理水平。

截至2020年底，陕汽集团本部所有者权益为57.30亿元，较年初增长35.18%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为20.53亿元（占35.84%）、资本公积合计5.28亿元（占9.22%）、未分配利润合计28.32亿元（占49.42%）、盈余公积合计3.14亿元（占5.48%），权益结构稳定性一般。

2020年，陕汽集团本部实现营业收入58.16亿元、投资收益11.39亿元，利润总额为11.32亿元。

现金流方面，2020年，陕汽集团本部经营活动现金流净额为1.93亿元，投资活动现金流净额-17.79亿元，筹资活动现金流净额12.68亿元。

截至2020年底，陕汽集团本部资产占合并口径的38.91%，负债占合并口径的24.22%，全部债务占合并口径的29.90%，所有者权益占合并口径的88.71%；2020年，陕汽集团本部营业收入占合并口径的22.02%，利润总额占合并口径的71.70%。

五、结论

综合评估，联合资信确定维持陕汽集团主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定。

附件 1-2 陕汽集团主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.07	21.03	10.45	34.82
资产总额(亿元)	159.30	234.70	283.39	315.47
所有者权益(亿元)	42.89	50.19	64.59	69.09
短期债务(亿元)	62.25	95.84	100.14	114.06
长期债务(亿元)	13.33	10.98	30.36	23.15
全部债务(亿元)	75.59	106.82	130.50	137.21
营业收入(亿元)	81.14	159.00	264.18	72.61
利润总额(亿元)	7.12	12.37	15.79	4.79
EBITDA(亿元)	9.67	15.64	19.07	--
经营性净现金流(亿元)	-3.45	9.77	-17.64	-0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.39	5.67	8.08	--
存货周转次数(次)	14.18	13.17	10.32	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.81	1.02	--
现金收入比(%)	50.60	109.97	86.84	44.90
营业利润率(%)	10.78	10.86	7.72	6.51
总资本收益率(%)	6.50	8.10	8.06	--
净资产收益率(%)	14.46	22.02	22.19	--
长期债务资本化比率(%)	23.72	17.95	31.98	25.10
全部债务资本化比率(%)	63.80	68.03	66.89	66.51
资产负债率(%)	73.08	78.62	77.21	78.10
流动比率(%)	59.56	91.09	104.69	104.81
速动比率(%)	54.19	81.36	86.98	84.05
经营现金流动负债比(%)	-3.39	5.96	-10.03	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.22	0.10	0.31
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	9.42	13.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.81	6.83	6.84	--

注：1. 短期债务中调整添加了其他应付款中的带息部分，长期债务中调整添加了长期应付款中的带息债务；
 2. 2018 - 2020 年底现金类资产中已扣除受限的货币资金；3. 2021 年一季度财务数据未经审计，有关指标未
 年化

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 - 营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 1-4 主体公开信用评级等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级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}、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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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 1-5 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 2 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 3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

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