

信用评级公告

联合〔2021〕3513 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 2021 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 2021 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

二〇二一年五月二十七日

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	93.74	95.00	AAA _{sf}
次级	2500.00	4.93	5.00	NR
票据合计	50000.00	98.68	100.00	--
初始超额抵押	669.53	1.32	--	--
资产池合计	50669.53	100.00	--	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于2021年5月27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：

初始起算日：2021 年 1 月 31 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：江苏省国际信托有限责任公司

资金保管机构：交通银行股份有限公司

牵头主承销商：交通银行股份有限公司

差额支付承诺人/徐工集团：徐州工程机械集团有限公司

预计设立日：2021 年 7 月 15 日

优先级资产支持商业票据预期到期日：2021 年 10 月 15 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

评级时间

2021 年 5 月 27 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模拟分析。

本交易基础资产涉及发起机构徐工租赁对269户承租人的574笔融资租赁债权及其附属担保权益。入池基础资产分散度一般（前三大承租人合计占比为23.50%），但一定比例的保证金（占未偿本金余额的5.70%）和封包期利息（占未偿本金的2.29%）对第一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第二期资产支持商业票据的募集资金。若第二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（主体信用等级AAA_{pi}¹）提前支付剩余第一期优先级资产支持商业票据应付利息和本金。因此，徐工集团的主体信用等级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，联合评级评定“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”项下优先级资产支持商业票据的评级结果为AAA_{sf}。上述优先级资产支持商业票据的评级结果反映了该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，违约风险极低。

优势：

1. 资产池整体质量较好。入池基础资产有一

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。

发起机构主要财务数据

江苏徐工工程机械租赁有限公司				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额（亿元）	94.78	97.08	127.25	140.87
所有者权益（亿元）	9.27	9.27	9.38	14.47
营业收入（亿元）	4.57	4.83	5.97	5.84
利润总额（亿元）	0.31	0.15	0.18	0.36
经营性净现金流（亿元）	10.96	1.08	-11.97	8.76
资产负债率（%）	90.21	90.45	92.63	89.73

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2020年前三季度财务数据未经审计

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	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产（亿元）	129.56	216.34	233.07	344.02
资产总额（亿元）	953.17	1147.62	1383.15	1647.88
所有者权益合计（亿元）	269.19	323.48	369.17	373.83
营业收入（亿元）	404.37	643.41	878.14	768.54
利润总额（亿元）	5.32	5.35	33.40	25.93
EBITDA（亿元）	22.32	26.63	56.82	--
经营性净现金流（亿元）	8.10	22.45	11.59	11.03
总资本收益率（%）	2.20	2.08	4.31	--
净资产收益率（%）	1.55	0.97	7.68	--
流动比率（%）	122.98	123.45	124.38	121.16
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.66	3.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.01	13.78	9.57	--

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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 2020年前三季度财务数据未经审计，同下

分析师

孙佳彤 官雪

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

定比例的保证金（占未偿本金余额的5.70%）和一定比例的封包期利息（封包期积累的利息沉淀1161.28万元，占未偿本金的2.29%）均对优先级资产支持票据的本息偿付起到一定的积极作用。

2. **优先级/次级顺序偿付结构为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。**本交易中优先级/次级顺序偿付结构为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持，具体而言，优先级资产支持票据获得6.25%的信用支持。
3. **徐工集团提供的差额支付承诺。**徐工集团承诺对优先级资产支持商业票据提供差额支付承诺义务。徐工集团作为国内领军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}，差额支付承诺能力极强。

关注：

1. **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43.47%，资产池的未来表现较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32.82个月），资产风险暴露时间较长。
2. **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，若第二期资产支持商业票据未能成功发行，则存在流动性风险。
3. **存在一定的宏观经济系统性风险。**目前，全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构江苏徐工工程机械租赁有限公司和受托人江苏省国际信托有限责任公司提供，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构成委托关系外，联合资信、评级人员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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期资产支持商业票据信用评级结果的有效期为“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”项下优先级资产支持商业票据存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持商业票据的信用等级有可能发生变化。

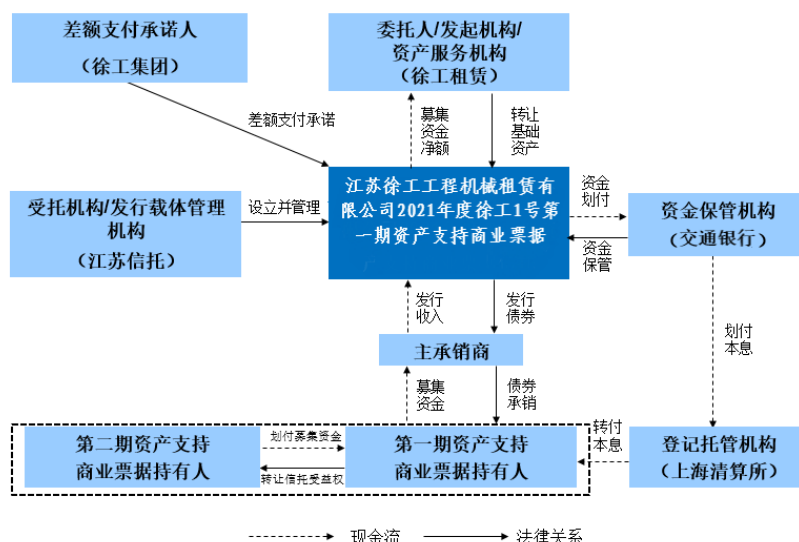
一、交易概况

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”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

行第一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“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

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“第一期优先级商业票据”）到期前启动续发第二期的优先级资产支持商业票据，次级资产支持商业票

据不设置续发。

第一期资产支持商业票据目标发行总规模为人民币 50000.00 万元，其中第一期优先级商业票据的目标发行规模为 47500.00 万元，次级资产支持商业票据的目标发行规模为 2500.00 万元。

第一期资产支持商业票据的支付日系指自

² 附属担保权益：系指资产清单中列示的，与融资租赁债权有关的、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自然人作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：系指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。

信托生效日起满 3 个月之对应日,但如果该日不是工作日,则顺延至该日后的第 1 个工作日,其余各期资产支持商业票据的支付日以该期资产支持商业票据的《募集说明书》等发行文件的约定为准。第一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,当第一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第二期的次级资产支持商业票据。

表 1 第一期资产支持商业票据概况 (单位: 万元、%)

票据名称	规模	资产占比	票据占比	预期到期日	本息偿付方式
优先级	47500.00	93.74	95.00	【2021/10/15】	到期一次性还本付息
次级	2500.00	4.93	5.00	--	--
票据合计	50000.00	98.68	100.00	--	--
初始超额抵押	669.53	1.32	--	--	--
资产池合计	50669.53	100.00	--	--	--

资料来源: 受托人提供

2. 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)。第一期资产支持商业票据的基础资产涉及徐工租赁向 269 户承租人发放的 574 笔融资租赁债权及其附属担保权益。截至初始起算日(2021 年 1 月 31 日),入池资产的未偿本金余额为人民币 50669.53 万元。

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已起租,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;

(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,受托人可在第一期优先级商业票据到期前启动续发第二期的优先级商业票据。

在第一期优先级商业票据到期前,若第二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第一期优先级商业票据持有人所持有的信托受益权并作为第一期优先级商业票据本息偿付的资金来源。第一期优先级商业票据的起息日为信托生效日,后续各期优先级资产支持商业票据的起息日以发行文件记载信息为准。次级资产支持商业票据不进行续发,当第一期优先级商业票据续发成功且兑付完毕后,第一期次级资产支持商业票据将自动转换为第二期的次级商业票据。

若在第一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第一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)第二期资产支持商业票据未能全部得到足额认购缴款或在第一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1)的,则触发不予发行事件(定义详见附件1),优先级资产支持商业票据将不再续发。若届时第一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1),则徐工集团应在差额支付承诺人划款日⁵根据差额支付指令的要求将相应款项直接划入信托账

⁵ 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。

户。

追加购买机制

根据交易条款的约定,在追加购买期⁶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⁷买入符合合格标准及资产保证的资产,若触发追加购买提前终止事件(定义详见附件1),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⁸00:00 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1)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⁹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:(a)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;(b)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

⁶ 追加购买期:系指信托生效日(含该日)起至追加购买终止日(不含该日)的期间。

⁷ 追加购买日:系指在追加购买期内,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。

⁸ 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。

⁹ 回购起算日:(a)就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言,回购起算日系指受托人提出赎回或者受托人同意委托人提出赎回相应不合格资产要求的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,回购起算日系指委托人共同向受托人发出《清仓回购通知书》之日。

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1）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¹⁰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¹¹，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¹²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¹³分别按照《信托合同》的约定从相应账户转入一般账的资金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①资金保管机构的报酬；②审计师的报酬；③后备资产服务机构（如有）的报酬；④受托人的报酬；⑤支付代理机构的报酬；⑥资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；⑦受托人可报销的费用支出及按照本合同的约定以固有财产垫付的费用（如有）；⑧发行登记服务费及簿记建档费（如有）；⑨资金监管机构的报酬（如有）；⑩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资产支持商业票据的预期收益；

（f）支付优先级资产支持商业票据的本金，直至优先级资产支持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

¹⁰ 回收款转付日：系指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。

¹¹ 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。

¹² 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。

¹³ 信托利益核算日：系指每个支付日前的第【8】个工作日。

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①资金保管机构累计应付未付的报酬;②审计师累计应付未付的报酬;③后备资产服务机构(如有)累计应付未付的报酬;④受托人累计应付未付的报酬;⑤支付代理机构的累计应付未付报酬;⑥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(包括以往各期末付金额);⑦受托人按照本合同的约定以固有财产垫付的费用(包括以往

各期末付金额,如有);⑧发行登记服务费及簿记建档费(包括以往各期末付金额,如有);⑨资金监管机构的报酬(如有);⑩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资产支持商业票据累计应付未付的预期收益;

(f) 支付优先级资产支持商业票据的本金,直至优先级资产支持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、超额利差及封包期利息沉淀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优先级资产支持商业票据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,具体划分为第一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,第一期优先级商业票据获得 6.25% 的信用支持。总体看,采用优先/次级结构及超额抵押为第一期优先级商业票据提供了一定的信用支持。

(2) 超额利差及封包期利息沉淀

本次交易存在一定的超额利差及封包期(封包期系指初始起算日 2021 年 1 月 31 日至预计信托设立日 2021 年 7 月 15 日的期间)利息沉淀。本期交易资产池加权平均现行租赁利率为 5.64%,与相关参与机构服务费率以及第一期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;同时,封包期积累的利息沉淀(1161.28 万元,占基础资产未偿本金的 2.29%),为第一期优先级商业票据提供了一定的信用支持。

(3) 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,在第一期优先级商业票

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),从而保护第一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】个工作日内下午五点新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,并为第一期优先级商业票据的兑付提供了保障。

(4) 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。徐工集团的主体信用等级为 AAA_{pt},信用水平极高,其提供的差额支付承诺对优先级商业票据提供了极强的信用支持,对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、提前偿还和拖欠风险、物权风险及再投资风险**。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。

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,近年来发展较好,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。以上安排在一定程度上能够缓解抵销风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与第一期优先级商业票据利息兑付之间的错配。第一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，另一方面来自于第二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、报酬以及第一期优先级商业票据的预期收益的；或第二期资产支持商业票据未能成功发行等，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补足义务。徐工集团作为国内领军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}，其为本交易提供的差额补足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，我们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资产支持商业票据发行利率提高、相关费用增加等原因，导致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资产支持商业票据发行利率提高的因素，并进行了压力测试。基于此，联合资信认为本交易的市场风险能得到一定缓释。同时，本交易由徐工集团承担差额补足义务，对利差风险起到较好的缓释作用。考虑到优先级资产支持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资产支持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

前还款回收款将用于购买新的入池资产，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支付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，保证金加权平均占未偿本金余额的比例为 5.70%。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。

（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，近年来发展较好，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个工作日上午九点(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

本交易受托人及资金保管机构经验丰富,履约能力较强。

(1) 受托人/受托机构/发行载体管理机构

本交易受托机构/发行载体管理机构为江苏省国际信托有限责任公司(以下简称“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2020年末,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。信托业务是公司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年末,江苏信托总资产280.32亿元,所有者权益221.57亿元,当年实现营业收入25.24亿元,利润总额21.02亿元,净利润18.70亿元;信托资产方面,截至2020年末,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”治理机制各司其职、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,通过完善公司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(以下简称“交通银行”)江苏省分行。

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2020年底,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(以下简称“财政部”),持股比例为23.88%。

截至2020年末,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,较上年末增长8.00%;股东权益(归属于母公司股东)为8666.07亿元,较上年末增长12.07%;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1143.87%。2020年,交通银行实现营业收入2462.00亿元,净利润795.70亿元。截至2020年底,交通银行托管资产规模达10.33万亿元,较上年末增长9.97%。

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机构的资格，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，截至本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全资子公司，近年来徐工租赁发展较好，业务规模呈波动增长趋势，资产规模也呈上升态势。同时，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。

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州工程机械集团有限公司（以下简称“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4500.00万元。后经多次增资，截至2020年9月底，徐工租赁注册资本为130000.00万元，由徐工集团独资控股，故徐工

租赁实际控制人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”）。

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2019年底，徐工租赁内设融资租赁一部一融资租赁五部、资金运营部、风险管理部、资产法务部、财务计划部、综合管理部、党政工作部和办公室等十余个部门，对融资租赁业务各职能模块实现全覆盖。

截至 2019 年底，徐工租赁资产总额 127.25 亿元，负债总额 117.87 亿元，所有者权益 9.38 亿元。2019 年，徐工租赁实现营业收入 5.97 亿元，利润总额 0.18 亿元；经营活动产生的现金流净额-11.97 亿元。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁资产总额 140.87 亿元；负债总额 126.40 亿元；所有者权益合计 14.47 亿元，全部为归属母公司所有者权益。2020 年 1—9 月，徐工租赁实现营业收入 5.84 亿元，利润总额 0.36 亿元。

徐工租赁注册地址：徐州经济开发区驮蓝山路 1 号，法定代表人：杨东升。

2. 行业分析

徐工租赁主营业务所属行业为融资租赁行业，其经营状况将受融资租赁行业整体运行情况的影响。

近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，但增速有所放缓；行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

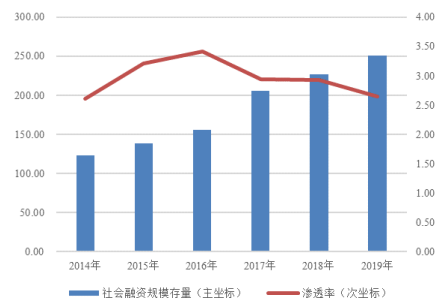
长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司，该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来，融资租赁公司数量增速持续放缓，2017—2019 年年底较年初增幅分别为 35.39%、21.71%和 3.00%。截至 2019 年底，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为 12130 家；其中，金融租赁公司 70 家，较 2018 年底增加 1 家。

从业务发展情况看，近年来，全国融资租赁合同余额保持增长，但增速持续放缓，2017—2019 年底较年初增幅分别为 14.07%、9.38%和 0.06%，其中金融租赁公司合同余额最大，为 2.50 万亿元，较上年底变化不大，而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响，合同余额分别为 2.08 万亿元和 2.07 万亿元，均与上年底保持一致。2020 年以来，由于新冠肺炎疫情在国内外相继爆发和蔓延，并且在监管政策尚未明朗

的叠加作用下，融资租赁行业整体规模回落。截至 2020 年 3 月底，全国融资租赁合同余额 6.47 万亿元，较年初下降 2.8%，出现了 2006 年以来的首次负增长。

行业渗透率方面，近年来，我国融资租赁行业已取得长足发展，市场规模和企业竞争力显著提高，行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看，融资租赁行业渗透率仍然较低，且 2016 年以来渗透率整体呈下降态势，存在较大的行业发展空间。本报告使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，近年来，融资租赁行业渗透率呈波动上升趋势但仍处于较低水平，截至 2019 年底，融资租赁行业渗透率为 2.65%，仍持续处于较低水平。

图 2 融资租赁行业渗透率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

在行业分化愈加明显的环境下，行业内的龙头企业依托实力雄厚的股东支持仍然能够实现平稳发展，而民营、小微融资租赁企业仍需寻求专业化发展，部分实力相对较弱的融资租赁企业将面临进一步的风险暴露了甚至清退情况。

联合资信在前期对融资租赁企业的分类研究中发现，股东支持力度对于融资租赁企业的抗风险能力（包括资产质量以及资金来源等）有重要影响，尤其是经历了融资艰难的时期后，金融机构对于风险溢价的需求增加，流动性的结构性宽松也并未使得民营及小微企业的融资难度有明显改善。融资租赁行业内龙头企业更容易取得较为稳定的资金来源，并且依托于股东资源的业务质量也普遍更容易控制风险；而民营及小微融资租赁企业不仅在资金来源方面受限，并且在业务端方面也对自身风控能力提出了更高的要求。

在这样的背景下，民营、小微融资租赁企业需要走一条专业化发展的道路，回归租赁本源，减少同质化竞争，提高自身专业度及风险管理能力。我们在分析样本企业的资产质量时也发现，即使外部信用风险没有显著改善，企业依然可以依靠自身的风险控制实现稳健经营；专业化的服务可以使企业逐渐打破产品同质化的现状，做出品牌效应。这些都有利于提高投资者对企业自身的认可度，有助于拓宽融资渠道和获得较为稳定的资金来源。在行业分化愈加明显的情况下，部分未能实现转型升级的民营、小微融资租赁企业在上游资金端融资成本和难度边际上升及下游业务端资产质量波动的双重挤压下，将会面临进一步的风险暴露甚至清退情况。

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，近年来业务规模呈波动增长趋势，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，2017—2019 年底，徐工租赁的应收租赁款净额分别为 62.97 亿元、61.55 亿元和 89.07 亿元，呈上升态势。2020 年 9 月底，徐工租赁的应收租赁款净额为 101.05 亿元。近年来，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。2017—2019 年，徐工租赁新签约合同数量及金额复合增长率分别为 42.09% 和 46.84%。随着租赁业务规模的快速发展，近年来徐工租赁收入规模也呈逐年增长趋势，2017—2019 年徐工租赁实现营业收入分别为 4.57 亿元、4.83 亿元和 5.97 亿元。2020 年 1—9 月，徐工租赁新签约合同数量为 8370 个，实现签约金额为 102.08 亿元，均超过 2019 年全年；同期，徐工租赁实现营业收入 5.84 亿元，其业务在 2020 年前三季度发展情况良好。

表 2 徐工租赁融资租赁业务情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
当年新增合同个数（个）	3395	5198	6854	8370
当年融资租赁投放金额（亿元）	39.39	58.57	84.93	102.08
营业收入（亿元）	4.57	4.83	5.97	5.84

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，徐工租赁新签业务基本为售后回租模式。截至 2020 年 9 月，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 30.53 亿元和 109.46 亿元。

表 3 徐工租赁业务类型分布情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
直接租赁	38.48	20.85	23.61	30.53
售后回租	24.49	40.70	65.46	109.46
总计	62.97	61.55	89.07	139.99

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 2019 年底，前五大业务地区分别为江苏省、湖北省、山东省、河南省和河北省，应收租赁款余额占比分别为 25.73%、5.77%、5.58%、5.04%和 4.85%，合计占比为 46.97%，区域集中度较高。截至 2020 年 9 月底，徐工租赁前五大业务地区分别为江苏省、广东省、山东省、河南省和河北省，业务分布区域较为稳定。

4. 财务分析

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，

存在一定偿债压力。

徐工租赁提供了 2017—2019 年度审计报告及 2020 年 1—9 月财务报表，2017—2019 年度审计报告由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见的审计结论，2020 年 1—9 月财务报表未经审计。2017—2018 年，徐工租赁均无纳入合并范围的子公司；2019 年，徐工租赁有 1 家纳入合并范围的子公司，财务数据可比性较强。

（1）资产质量

近年来，随着徐工租赁经营规模增长，资产快速增长，2017—2019 年，徐工租赁资产规模持续增长，年均复合增长 15.87%。截至 2019 年底，徐工租赁合并资产总额 127.25 亿元，较上年底增长 31.07%。其中，流动资产占 28.15%，非流动资产占 71.85%。徐工租赁资产以非流动资产为主。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁合并资产总额 140.87 亿元，较上年底增长 10.71%。其中，流动资产占 25.23%，非流动资产占 74.77%。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

2017—2019 年底，徐工租赁负债规模持续增长，年均复合增长 17.41%。截至 2019 年底，徐工租赁负债总额 117.87 亿元，较上年底增长 34.23%。其中，流动负债占 43.18%，非流动负债占 56.82%。徐工租赁负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁负债总额 126.40 亿元，较上年底增长 7.24%。其中，流动负债占 55.00%，非流动负债占 45.00%。徐工租赁流动负债与非流动负债相对均衡，流动负债占比上升较快。

所有者权益

2017—2019 年底，徐工租赁所有者权益波

动增长，年均复合增长 0.56%。截至 2019 年底，徐工租赁所有者权益 9.38 亿元，较上年底增长 1.13%，变化不大。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁所有者权益 14.47 亿元，较上年底大幅增长 54.31%，主要系 2020 年 6 月股东增资所致。

（3）现金流

从经营活动来看，2017—2019 年，徐工租赁经营活动现金净额分别为 10.96 亿元、1.08 亿元和 -11.97 亿元。从筹资活动来看，2017—2019 年，徐工租赁筹资活动现金净额分别为 -13.12 亿元、-1.55 亿元和 12.78 亿元。从投资活动来看，2017—2019 年，徐工租赁投资活动现金净额分别为 -0.14 亿元、-0.05 亿元和 0.00 亿元。

2020 年 1—9 月，徐工租赁经营活动产生的现金流量净额为 8.76 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -0.02 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -9.06 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，近年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。2017—2019 年，徐工租赁营业收入持续增长，年均复合增长 14.30%。2019 年，徐工租赁实现营业收入 5.97 亿元，同比增长 23.58%。同期取得净利润分别为 0.23 亿元、0.19 亿元和 0.11 亿元，其中 2019 年净利润较低主要系由于当年徐工租赁实缴了企业所得税导致当年所得税费用增加所致，而之前年度由于弥补以前年度未弥补亏损而存在所得税费抵扣。受限于融资所形成的较重的财务费用，徐工租赁整体盈利能力较弱。

2020 年 1—9 月，徐工租赁实现营业收入 5.84 亿元，利润总额 0.36 亿元。

（5）偿债能力

2017—2019 年，徐工租赁流动比率分别为 55.13%、89.42% 和 70.39%；速动比率分别为

54.47%、88.43%和 70.39%。徐工租赁流动资产对流动负债的保障程度较弱，短期偿债能力较弱。

2017—2019 年，徐工租赁总债务规模分别为 84.06 亿元、86.61 亿元和 116.16 亿元，同期末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.75 倍、0.73 倍和 0.73 倍。从应收融资租赁款净额与有息债务的匹配度看，2017—2019 年末，徐工租赁应收融资租赁款对有息债务的覆盖分别为 0.75 倍、0.71 倍和 0.77 倍，覆盖程度不足，存在一定偿债压力。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁无对外担保。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁共获金融机构授信总额 162.93 亿元，实际已使用额度 84.16 亿元，未使用 78.77 亿元，徐工租赁流动性较为充足。

截至 2020 年 9 月底，徐工租赁无重大未决诉讼。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业征信报告》（机构信用代码：91320000665795725L）显示，截至 2021 年 1 月 8 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，遵循了一整套公司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。近年来，徐工租赁逐步加强了清收力度，2017—2019 年，A 类客户数量占比分别达到 95.10%、95.73% 和 99.23%，同期末不良率分别为 0.85%、0.65% 和 0.32%。从违约情况来看，2017—2019 年，徐工租赁违约率分别为 2.00%、1.84% 和 1.58%。截至 2020 年 9 月底，徐工租赁的 A 类客户数量占比为 88.91%，不良率为 0.01%，违约率为 1.40%。

表 4 徐工租赁客户信用分类情况（单位：个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
A 类	17176	13252	21692	11838
B 类	518	388	30	1438
C 类	232	141	71	37
D 类	115	48	45	1
E 类	20	14	22	0

资料来源：徐工租赁提供

此外，近年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，2017—2019 年，徐工租赁到期租金回收率分别为 100.60%、116.50% 和 102.50%。截至 2020 年 9 月底，徐工租赁的到期租金回收率为 118.17%。

四、差额支付承诺人分析

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. 主体概况

徐州工程机械集团有限公司（以下简称“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

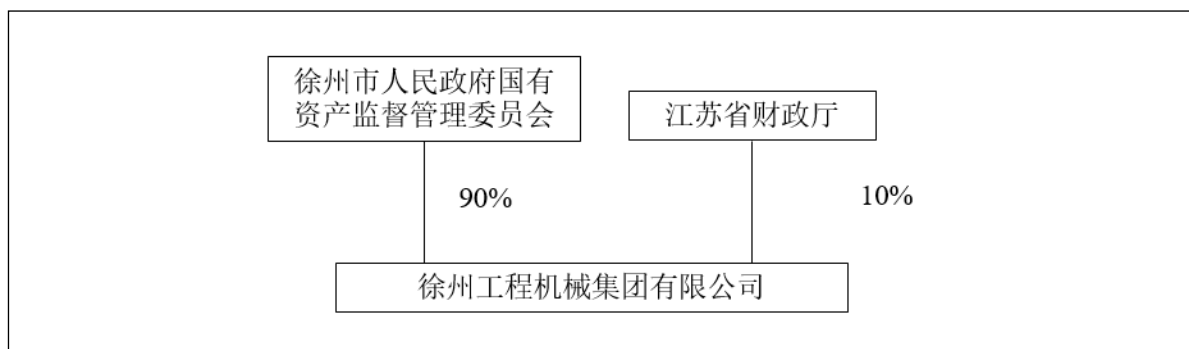
江苏省机械工业厅批准，徐州工程机械集团公司成立，注册资本为1.98亿元。

1995年7月，徐州工程机械集团公司改组为国有独资公司，定名为“徐州工程机械集团有限公司”，注册资本为2.59亿元。

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。

截至2020年9月底，徐工集团注册资本20.35亿元，控股股东及实际控制人为徐州市国资委（持股比例为90.00%）。

图2 截至2021年1月底徐工集团股权结构图



资料来源：wind

截至2019年底，徐工集团（合并）资产总额为1383.15亿元，所有者权益合计为369.17亿元（含少数股东权益235.92亿元）。2019年，徐工集团实现营业总收入878.14亿元，利润总额33.40亿元。

截至2020年9月底，徐工集团（合并）资产总额为1647.88亿元，所有者权益合计为373.83亿元（含少数股东权益226.36亿元）。2020年1—9月，徐工集团实现营业收入768.54亿元，利润总额25.93亿元。

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。

2. 经营分析

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。2017年以来，受工程机械行业持续向好影响，徐工集团主营业务收入快速增长，整体毛利率波动上升。

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。

2017—2019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，年均复合增长45.47%。其中，起重机械收入年均复合增长42.85%，混凝土机械收入年均复合增长33.43%，挖掘机收入年均复合增长65.72%。

2017—2019年，徐工集团整体毛利率波动

增长，各产品线毛利率情况有所差别：起重机械毛利率有所波动，铲运机械、混凝土机械、挖掘机械、桩工机械和其他机械毛利率呈下降态势。其中，混凝土机械毛利率下降较明显。

2020年1—9月，徐工集团实现营业收入768.54亿元，同比增长21.06%，毛利率为23.37%，同

比上升1.15个百分点。其中，主营业务收入和毛利率分别为742.82亿元和23.78%。挖掘业务收入和毛利较2019年明显提升，主要系徐工集团2019年对下属经销商业绩奖励兑现，吞噬一定利润，且2020年以来营业成本下降所致。

表5 徐工集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-9月		
	收入	占比	毛利率	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	102.09	25.46	23.69	155.89	25.12	21.84	208.34	24.55	23.80	192.32	25.89	23.52
铲运机械	35.86	8.94	20.29	50.13	8.08	17.35	63.19	7.45	18.03	38.95	5.24	13.79
混凝土机械	53.97	13.46	27.93	65.56	10.56	26.54	96.10	11.32	19.02	41.79	5.63	13.75
挖掘机	54.85	13.68	22.91	114.68	18.48	18.81	150.63	17.75	20.75	160.15	21.56	31.07
桩工机械	32.85	8.19	22.67	44.59	7.18	19.86	59.10	6.96	19.72	57.45	7.73	23.30
载重汽车	20.87	5.21	9.49	47.95	7.73	7.20	59.10	6.96	9.31	55.57	7.48	8.44
其他机械	10.15	2.53	31.05	27.45	4.42	14.54	58.49	6.89	24.71	/	/	/
其他	90.36	22.53	30.50	114.36	18.43	23.14	153.60	18.10	32.17	/	/	/
合计	401.00	100.00	22.05	620.61	100.00	19.60	848.54	100.00	22.54	742.82	100.00	23.78

注：1.“其他”包括筑养路机械、消防器械、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；2. 徐工集团未披露2020年第三季度部分业务板块收入及毛利率数据。

资料来源：徐工集团审计报告及公开资料

（1）生产及销售

受益于工程机械行业高景气度，徐工集团主要产品产、销量持续快速增长，起重机械、挖掘机械、铲运机械等主力产品产销率保持在较高水平。徐工集团部分产品超负荷生产，部分产品产能利用率较低，资源配置效率有一定优化空间。

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、全地面起重机、履带式起重机和随车起重机等多个细分产品线。2017—2019年，徐工集团起重机械的产、销量快速增长，年均复合增长率分别为28.53%和31.70%；同期，起重机械产能利用率不断提高，产销率维持在较高水平。2019年，徐工集团起重机械产、销量分别同比增长12.67%和21.33%，产能利用率为91.64%，产销率为101.27%。

挖掘机械是徐工集团第二大收入来源。2018年，挖掘机械产能由2017年的20000台/年增至26000台/年。2017—2019年，徐工集团挖掘机械产、销量大幅增长，年均复合增长率分别为41.61%和68.40%；产能利用率和产销率均快速上升。2019年，徐工集团挖掘机械产、销量分别同比增长31.75%和39.62%，产能利用率高达

130.37%，产销率为103.46%。

铲运机械包括各类装载机、叉装机和叉车等产品。2017—2019年，徐工集团铲运机械产、销量稳定增长，年均复合增长率分别为26.68%和24.60%，产能利用率逐年提升，产销率有所下降但仍维持在较高水平。2019年，徐工集团铲运机械产、销量分别同比增长29.48%和22.52%，产能利用率为70.09%，产销率为93.47%。

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。2017—2019年，徐工集团桩工钻机产、销量快速增长，年均复合增长率分别为30.53%和38.87%，产能利用率和产销率均大幅上升。2019年，徐工集团桩工机械产、销量分别同比增长20.67%和32.05%，产能利用率高达130.19%，产销率为107.71%。

载重汽车包括牵引车、载货车、自卸车、混凝土搅拌车等产品。2017—2019年，徐工集团载重汽车产、销量稳定增长，年均复合增长率分别为25.36%和26.26%，产能利用率快速上升，产销率波动增长。2019年，徐工集团载重汽车产、销量分别同比增长28.53%和19.94%，产能利用率为72.53%，产销率为94.42%。

混凝土机械包括混凝土泵车、搅拌站、搅拌车、土车载泵等产品。2017—2019 年，徐工集团混凝土机械产、销量快速增长，年均复合增长率分别为 49.84%和 55.28%，产能利用率快速上升，产销率波动增长。2019 年，徐工集团混凝土机械产、销量分别同比增长 58.41%和 55.48%，产能利用率为 111.96%，产销率为 94.48%。

2020 年 1—9 月，徐工集团起重机械、挖掘机械、桩工机械和混凝土机械产销率较 2019 年有所下降，但仍维持在较高水平；铲运机械和载重汽车产销率较 2019 年有所上升。

表 6 徐工集团主要产品产销情况（单位：台/年、台、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
起重机械	产能	30500	30500	30500
	产量	16918	24807	27950
	销量	16320	23330	28306
	产销率	96.47	94.05	101.27
	产能利用率	55.47	81.33	91.64
挖掘机械	产能	20000	26000	26000
	产量	16904	25728	33897
	销量	12367	25613	35069
	产销率	73.16	99.55	103.46
	产能利用率	84.52	98.95	130.37
铲运机械	产能	30000	30000	30000
	产量	13103	16240	21028
	销量	12661	16042	19655
	产销率	96.63	98.78	93.47
	产能利用率	43.68	54.13	70.09
桩工机械	产能	2650	2650	2650
	产量	2025	2859	3450
	销量	1927	2814	3716
	产销率	95.16	98.43	107.71
	产能利用率	76.42	107.89	130.19
载重汽车	产能	30000	30000	30000
	产量	13846	16928	21758
	销量	12888	17128	20544
	产销率	93.08	101.18	94.42
	产能利用率	46.15	56.43	72.53
混凝土机械	产能	2550	3050	3820
	产量	1905	2700	4277
	销量	1676	2599	4041
	产销率	87.98	96.26	94.48
	产能利用率	74.71	88.52	111.96

注：2020 年 1—9 月产能为 2020 年预计产能
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）经营效率

2017—2019 年，徐工集团存货周转次数、应收账款周转次数¹⁴和总资产周转次数不断改善，但应收账款规模仍较大，对营运资金形成占用。

表 7 同行可比企业 2019 年经营效率比较（单位：亿元、次）

公司名称	营业收入	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	433.07	2.84	1.79	0.47
三一重工股份有限公司	756.66	3.94	3.61	0.92
徐工集团	878.14	3.28	1.80	0.51

资料来源：wind

徐工集团挖掘机械、桩工机械和混凝土机械毛利率明显低于同行业公司，运营效率仍有改善空间。

表 8 同行可比企业 2019 年部分产品毛利率比较（单位：%）

公司名称	徐工集团	三一重工股份有限公司
项目毛利率		
起重机械	23.80	24.26
挖掘机械	20.75	38.64
桩工机械	19.72	45.40
混凝土机械	19.02	29.82

资料来源：wind

目前徐工集团在建项目重点为全路面起重机、重卡以及挖掘机等项目。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。

3. 财务分析

徐工集团提供了 2017—2019 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2018 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020 年 1—9 月财务数据未经审计。截至 2019 年底，徐工集团合并范围内的一级子公司较 2018 年底减少了徐州工程机械桥箱公司，合并范围变化对徐工集团财务报表可比性存在一定影响。

¹⁴ 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)

2020 年 4 月，经徐州市国资委批复，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到徐工集团工程机械有限公司（以下简称“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。施维英是徐工集团间接持股 100% 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，净利润 1.44 亿元。本次划转将对徐工集团本部会计报表产生重大影响。

2020 年 9 月，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。本次增资项目最终确定 12 名战略投资者参与，增资总额 147.87 亿元，计入注册资本金 113.71 亿元，占徐工有限全部股份的 46.28%。本次股权转让和增资项目未导致徐工有限实际控制人发生变更，徐工集团持有徐工有限的股份比例为 34.0988%，为徐工有限第一大股东。

混改完成后，除徐工机械业务板块外，徐工集团能够控制的主要业务有：（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。

截至 2019 年底，徐工集团（合并）资产总额为 1383.15 亿元，所有者权益合计为 369.17 亿元（含少数股东权益 235.92 亿元）。2019 年，徐工集团实现营业总收入 878.14 亿元，利润总额 33.4 亿元。

截至 2020 年 9 月底，徐工集团（合并）资产总额为 1647.88 亿元，所有者权益合计为

373.83 亿元（含少数股东权益 226.36 亿元）。2020 年 1—9 月，徐工集团实现营业总收入 768.54 亿元，利润总额 25.93 亿元。

（1）资产质量

2017—2019 年底，徐工集团资产规模快速增长，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；其他应收款中关联方占款现象较严重，应收款项存在一定减值风险。

2017—2019 年底，徐工集团资产总额快速增长，年均复合增长 20.46%，主要系经营规模扩大所致。截至 2019 年底，徐工集团（合并）资产总额为 1383.15 亿元，较 2018 年底增长 20.52%。其中，流动资产占 70.54%，资产结构以流动资产为主。

2017—2019 年底，徐工集团货币资金快速增长，年均复合增长 38.84%。截至 2019 年底，徐工集团货币资金 205.46 亿元，较 2018 年底增长 22.06%，主要系筹资活动现金净流入所致。

2017—2019 年底，徐工集团应收账款快速增长，年均复合增长 22.75%。截至 2019 年底，徐工集团应收账款 378.37 亿元，较 2018 年底增长 29.80%，累计计提坏账 38.07 亿元，计提比例为 9.14%；应收账款账面余额中，账龄 1 年以内的占 76.78%，1~2 年的占 14.08%；前八名欠款方合计占比 4.88%。整体看，徐工集团应收账款集中度较低，坏账比例计提较为谨慎，账龄结构略长。

2017—2019 年底，徐工集团其他应收款持续增长，年均复合增长 110.95%。截至 2019 年底，徐工集团其他应收款 106.36 亿元，较上年底增长 153.42%。其中，第一大欠款方占 58.72%，为关联方；前五大欠款方共占 66.81%，其他应收款集中度较高。

2017—2019 年底，徐工集团存货有所增长，年均复合增长 5.65%。截至 2019 年底，徐工集团存货 215.80 亿元，较 2018 年底增长 7.78%。存货主要由原材料、产成品和在产品构成，累计计提跌价准备 2.29 亿元。

2017—2019 年底，徐工集团长期应收款波

动增长,年均复合增长 25.80%。截至 2019 年底,徐工集团长期应收款 93.54 亿元,较上年底增长 84.70%,主要系融资租赁款增加所致。长期应收款主要由融资租赁款(占 99.62%)构成,计提坏账准备比例为 4.28%。

2017—2019 年底,徐工集团固定资产波动增长,年均复合增长 3.17%。截至 2019 年底,徐工集团固定资产 170.74 亿元,较 2018 年底下降 2.78%。固定资产主要由房屋建筑和机器设备构成,累计计提折旧 83.12 亿元,固定资产成新率为 66.82%。

截至 2019 年底,徐工集团受限资产 122.37 亿元,占总资产比重为 8.84%、占净资产比重为 33.47%,受限程度较高。其中,货币资金 74.02 亿元,主要为开立银行承兑汇票保证金;质押票据 16.34 亿元,主要用于质押借款;应收账款质押 13.44 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 18.57 亿元,主要用于长期借款。

截至 2020 年 9 月底,徐工集团资产总额 1647.88 亿元,较 2019 年底增长 19.14%,主要系工程机械业务景气度上行,徐工集团营业规模同比大幅增长,货币资金、应收账款和存货增加所致。其中,流动资产占 73.49%,资产结构较 2019 年底变化不大。

(2) 所有者权益及负债

徐工集团所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高,权益结构稳定性弱;徐工集团负债以流动性负债为主,有息负债中短期负债占比较高,债务结构有待改善。

所有者权益

2017—2019 年底,徐工集团所有者权益持续增长,年均复合增长 17.11%。截至 2019 年底,徐工集团所有者权益合计 369.17 亿元,较 2018 年底增长 14.12%,主要系未分配利润增加以及混合所有制改革后少数股东权益增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 36.10%,占比很低,实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属于母公司所有者权益的 15.27%、40.15%和 45.89%,徐工集团所有者权益结构稳定性弱。

截至 2020 年 9 月底,徐工集团所有者权益合计 373.83 亿元,较 2019 年底增长 1.26%。其中,二级子公司徐工集团工程机械股份有限公司(以下简称“徐工机械”)所有者权益 329.06 亿元,占徐工集团所有者权益的 88.02%。归属于母公司所有者权益占比为 39.45%,实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属于母公司所有者权益的 13.80%、36.46%和 48.31%,徐工集团所有者权益结构稳定性弱。

负债

2017—2019 年底,徐工集团负债总额快速增长,年均复合增长 21.76%。截至 2019 年底,徐工集团负债总额 1013.98 亿元,较 2018 年底增长 23.04%。其中,流动负债占 77.37%,非流动负债占 22.63%,徐工集团负债结构以流动负债为主。

2017—2019 年底,徐工集团流动负债快速增长,年均复合增长 24.13%。截至 2019 年底,徐工集团流动负债 784.47 亿元,较 2018 年底增长 21.37%;流动负债主要由短期借款(占 22.48%)、应付票据(占 28.63%)和应付账款(占 24.00%)构成。徐工集团应付账款和应付票据规模较大,下游账期向上游转移,一定程度上缓解了营运资金压力。

2017—2019 年底,徐工集团非流动负债不断增长,年均复合增长 14.55%。截至 2019 年底,徐工集团非流动负债 229.51 亿元,较 2018 年底增长 29.10%;非流动负债主要由长期借款(占 38.93%)和应付债券(占 41.73%)构成。

2017—2019 年底,徐工集团全部债务快速增长,年均复合增长 21.68%。截至 2019 年底,徐工集团全部债务 722.69 亿元,较 2018 年底增长 23.58%。其中,短期债务占 68.88%,债务结构有待改善。

从债务指标看,2017—2019 年底,徐工集团资产负债率和全部债务资本化比率持续增长,长期债务资本化比率波动下降。截至 2019 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 73.31%、66.19%和 37.86%,较 2018 年底分别提高 1.50 个百分点、

1.80 个百分点和 3.05 个百分点，徐工集团债务负担较重。

截至 2020 年 9 月底，徐工集团负债总额 1274.05 亿元，较 2019 年底增长 25.65%。其中，流动负债占 78.45%，负债结构较 2019 年底变化不大。徐工集团全部债务 903.36 亿元，较 2019 年底增长 25.00%。其中，短期债务占比有所上升，为 70.18%。截至 2020 年 9 月底，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 77.31%、70.73%和 41.88%，较 2019 年底分别提高 4.01 个百分点、4.54 个百分点和 4.03 个百分点。

（3）盈利能力

2017—2019 年，受益于工程机械行业景气度上行，徐工集团营业收入快速增长，期间费用对利润存在侵蚀，利润总额受非经常性损益影响较大。

2017—2019 年，徐工集团营业总收入快速增长，年均复合增长 47.37%。2019 年，徐工集团实现营业收入 878.14 亿元，同比增长 36.48%，主要系工程机械行业景气度上行所致。

2017—2019 年，徐工集团期间费用逐年增长，年均复合增长 34.49%，主要系销售费用增长所致。2019 年，徐工集团期间费用为 149.96 亿元，同比增长 40.79%。从构成看，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 53.15%、15.93%、19.83%和 11.08%。2019 年，徐工集团期间费用率¹⁵为 17.08%，同比变化不大，费用控制能力尚可。

2017—2019 年，徐工集团利润总额持续增长，年均复合增长 150.45%。2019 年，徐工集团利润总额 33.40 亿元，同比增长 523.81%。其中，其他收益 7.57 亿元，投资收益 7.11 亿元，资产减值损失 21.80 亿元，利润总额受非经常损益影响较大。

2017—2019 年，徐工集团营业利润率、总资产收益率和净资产收益率波动增长。2019 年，上述指标分别为 21.78%、4.31%和 7.68%，同比分

别提高 2.80 个百分点、2.23 个百分点和 6.71 个百分点。

2020 年 1—9 月，徐工集团实现营业收入 768.54 亿元，同比增长 21.06%；实现利润总额 25.93 亿元，同比下降 19.61%，主要系财务费用大幅增加，同时计提资产减值损失 12.99 亿元所致。2020 年 1—9 月，徐工集团营业利润率为 22.99%，较 2019 年略有增长。

（4）现金流

2017—2019 年，徐工集团经营活动现金流净额波动增长，收入实现质量较高；投资活动规模较大，筹资活动前现金流持续为净流出，存在一定筹资压力。

从经营活动来看，2017—2019 年，徐工集团经营活动现金流净额波动增长，分别为 8.10 亿元、22.45 亿元和 11.59 亿元，年均复合增长 19.63%。2017—2019 年，徐工集团现金收入比分别为 125.15%、99.39%和 99.13%，持续下降，收入实现质量仍在较高水平。

从投资活动来看，2017—2019 年，徐工集团投资活动现金流持续净流出，投资活动现金净额分别为-8.22 亿元、-37.29 亿元和-43.61 亿元。

2017—2019 年，徐工集团筹资活动前现金流净额分别为-0.12 亿元、-14.84 亿元和-32.02 亿元，存在一定筹资压力。

从筹资活动来看，2017—2019 年，徐工集团筹资活动现金流净额分别为 6.42 亿元、63.56 亿元和 49.55 亿元，波动增长，年均复合增长 177.87%。

2020 年 1—9 月，徐工集团经营活动现金净流入 11.03 亿元，投资活动现金净流入 21.56 亿元，筹资活动现金净流入 71.68 亿元，筹资活动前现金流由净流出转为净流入，为 32.59 亿元。徐工集团现金收入比为 96.01%，较 2019 年有所下降。

（5）偿债能力

2017—2019 年，徐工集团长、短期偿债能

¹⁵ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

力指标有所改善，整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2017—2019 年底，徐工集团流动比率、速动比率不断增长，短期现金债务比波动增长。2019 年，上述指标分别为 124.38%、96.87% 和 0.47。截至 2020 年 9 月底，徐工集团流动比率和速动比率分别为 121.16% 和 94.51%，分别较 2019 年底下降 3.22 个百分点和 2.36 个百分点。整体看，徐工集团短期偿债能力极强。

从长期偿债指标看，2017—2019 年底，徐工集团 EBITDA 分别为 34.84 亿元、42.44 亿元和 75.55 亿元；2017—2019 年，徐工集团 EBITDA 利息倍数分别为 2.78 倍、2.68 倍和 4.03 倍；2017—2019 年，徐工集团全部债务/EBITDA 倍数分别为 10.8 倍、11.44 倍和 8.03 倍。徐工集团长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月底，徐工集团及下属各分公司在银行取得授信额度合计 1152.09 亿元，未使用额度为 568.85 亿元，备用流动性较好。

（6）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。

2017—2019 年底，徐工集团本部资产总额持续下降，年均复合下降 8.69%。截至 2019 年底，徐工集团本部资产总额 50.46 亿元，较 2018 年底下降 15.29%，主要系其他应收款下降所致。其中，流动资产 9.17 亿元(占比 18.17%)；非流动资产 41.29 亿元(占比 81.83%)。从构成看，流动资产主要由关联方的其他应收款（占 85.48%）构成，非流动资产主要由对徐工有限等的长期股权投资构成。

2017—2019 年底，徐工集团本部所有者权益波动下降，年均复合下降 3.98%。截至 2019 年底，徐工集团本部所有者权益为 27.46 亿元，较 2018 年底下降 8.18%。其中，实收资本 20.35 亿元(占 74.09%)，资本公积 14.85 亿元(占 54.06%)，

未分配利润-7.73 亿元。截至 2019 年底，徐工集团本部持有的徐工机械的长期股权投资不存在质押情况。

2017—2019 年底，徐工集团本部负债持续下降，年均复合下降 13.50%。截至 2019 年底，徐工集团本部负债总额 23.00 亿元，较 2018 年底下降 22.46%，全部为流动负债，主要由短期借款（占 68.91%）和其他应付款（占 31.00%）构成。

2017—2019 年底，徐工集团本部全部债务波动下降，均为短期债务。截至 2019 年底，徐工集团本部全部债务 15.85 亿元，资产负债率 45.58%，全部债务资本化比率 36.59%。

徐工集团本部主要行使管理职能，不产生营业收入。2019 年，徐工集团本部经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为 6.80 亿元、0.30 亿元和-7.82 亿元，自身经营活动现金流对现存债务不能形成有效保障。

截至 2020 年 9 月底，徐工集团本部资产总额 119.89 亿元，所有者权益为 58.88 亿元，负债总额 61.00 亿元；徐工集团本部资产负债率 50.88%，全部债务资本化比率 28.09%。2020 年 1—9 月，徐工集团本部营业收入 0.01 亿元，利润总额 29.32 亿元；经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为-6.30 亿元、-29.95 亿元、38.85 亿元。

截至 2021 年 1 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。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。

4. 总结

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。2017—2019 年，受益于工程机械行业景气度持续提升，徐工集团主营业务收入快速增长，整体毛利率波动上升，主力产品产销率维持在较高水平，但徐工集团内部资源配置效率有一定优化空间。

同时，随着业务规模扩大，徐工集团资产

规模快速增长，应收账款及存货持续增长；权益结构稳定性弱，二级上市子公司权益占比大；债务结构有提升空间。徐工集团盈利能力维持在较高水平，经营活动现金流入稳定，收入实现质量较高，但投资规模较大，存在一定筹资压力。

徐工集团本部主要行使管理职能，自身经营

活动现金流对现存债务不能形成有效保障，徐工集团本部间接持有的上市公司股份或无法对徐工集团本部提供支持。

综合分析，徐工集团主体长期信用风险极低，主体长期信用等级为 AAA_{pi}，展望为稳定，差额支付承诺能力极强。

。

五、基础资产分析

本交易承租人分散度一般，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）。本交易基础资产涉及 269 户承租人，574 笔基础资产。

截至初始起算日，基础资产未偿本金余额总规模为 50669.53 万元，前三大承租人未偿本金余额合计占比 23.50%。基础资产加权平均利率为 5.64%，加权平均基础资产剩余期限为 32.82 个月。承租人分布主要集中于江苏省、山东省等省份，入池资产地区集中度较高。基础资产的概况如下表所示：

表 9 基础资产概况

资产池合同未偿本金余额（万元）	50669.53
承租人户数（户）	269
基础资产笔数（笔）	574
单笔基础资产最大未偿本金余额（万元）	1517.51
单户承租人最大未偿本金余额（万元）	4817.70
基础资产加权平均利率 ¹⁶ （%）	5.64
加权平均基础资产剩余期限（月）	32.82
加权平均基础资产账龄（月）	5.53
加权平均租赁期限（月）	38.36

¹⁶ 入池基础资产真实入池利率。

单笔基础资产最长剩余期限（月）	55.82
单笔基础资产最短剩余期限（月）	1.74
剩余保证金总额（万元）	2887.25

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。前十大承租人所在地区的未偿本金余额为 37556.85 万元，未偿本金占比为 73.77%；前三大承租人所在地区的未偿本金余额占比为 43.47%，其中，江苏省地区占比最高，共涉及 98 笔租赁合同，未偿本金余额为 13018.75 万元，未偿本金占比为 25.57%。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 10 承租人所属前五大地区分布情况（单位：笔、万元、%）

省份	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
江苏省	98	13018.75	25.57
山东省	61	5087.41	9.99
浙江省	42	3919.98	7.70
广东省	26	2652.52	5.21
河北省	29	2376.55	4.67
吉林省	16	2338.11	4.59
山西省	31	2144.33	4.21
上海市	11	2134.08	4.19
安徽省	43	2032.29	3.99
辽宁省	10	1852.82	3.64
合计	367	37556.85	73.77

注：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 475 笔租赁合同涉及保证金，保证金金额合计 2887.25 万元，占未偿本金余额的 5.70%。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 6.00%（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

截至初始起算日，本期基础资产加权平均租赁期限 38.36 个月，加权平均剩余期限 32.82 个月，加权平均账龄 5.53 个月。从剩余期限来看，基础资产中最长剩余期限 55.82 个月，剩余期限主要分布于 24（不含）和 48（含）个月之间，未偿本金余额占比为 58.46%，剩余期限较长。从账龄分布看，基础资产账龄集中分布在 3（不含）和 9（含）个月之间，未偿本金余额占比达到 86.58%。总体看，入池资产的账龄短，剩余期限相对长。剩余期限越长，资产风险暴露时间越长，违约风险越大。剩余期限和账龄分布情况如下表所示：

表 11 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, 12.00]	149	5437.53	10.73
(12.00, 24.00]	130	5700.45	11.25
(24.00, 36.00]	144	16378.32	32.32
(36.00, 48.00]	107	13240.76	26.13
(48.00, 56.84]	44	9912.48	19.56
合计	574	50669.53	100.00

注：资料来源：徐工租赁提供，联合资信整理

表 12 基础资产账龄分布（单位：月、笔、万元、%）

账龄	笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
(0.00, 3.00]	6	3976.39	7.85
(3.00, 6.00]	324	26151.59	51.61
(6.00, 9.00]	211	17720.36	34.97
(9.00, 12.00]	33	2821.19	5.57
合计	574	50669.53	100.00

注：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，269 户承租人中前十大承租人的未偿本金余额合计 20215.42 万元，占资产池未偿本金余额的 39.90%，承租人分散度一般。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 13 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	4817.70	9.51
承租人 2	35	4477.61	8.84
承租人 3	14	2610.45	5.15
承租人 4	2	2325.09	4.59
承租人 5	17	1128.41	2.23
承租人 6	5	1077.09	2.13
承租人 7	2	1042.73	2.06
承租人 8	1	942.75	1.86
承租人 9	2	910.51	1.80
承租人 10	1	883.08	1.74
合计	134	20215.42	39.90

注：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 5.64%，与相关参与机构服务费率以及第一期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利率。资产池利率主要分布于 5.00%（含）和 7.00%（不

含)之间,涉及未偿本金余额为44099.11万元,占比为87.03%。基础资产利率分布情况如下表所示:

表 14 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	25	4486.05	8.85
(3.00, 5.00]	54	1898.35	3.75
(5.00, 7.00]	492	44099.11	87.03
(7.00, 9.00]	3	186.02	0.37
合计	574	50669.53	100.00

注: 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,第一期资产支持商业票据的本金偿付现金流来源于第二期资产支持商业票据发行募集的资金。若第二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},与第一期优先级商业票据的目标等级一致。因此,第二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资产支持商业票据信用等级的判断。

若第二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。

本交易的预计信托设立日为 2021 年 7 月 15 日,由信托承担的费用如下表所示。

表 15 第一期资产支持商业票据基准条件

基本信息	基准条件
基准日	2021/1/31
预计成立日	2021/7/15

表 16 第一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	初始资产池剩余未偿本金余额 作为第二期可用于募集的金额	当期应付优先级商业票据本金	当期预计支出	覆盖倍数
15606.08	36642.73	47500.00	418.98	1.0904

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,在第一期优先级商业票据的预期发行利

第一期预期到期日	2021/10/15
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	50669.53 万元
未偿租金余额	55,543.60 万元

注: 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,第一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 15606.08 万元,初始资产池剩余未偿本金余额为 36642.73 万元。假设届时不发生追加购买资产的情形,第二期资产支持商业票据以入池资产届时未偿本金余额 36642.73 万元作为第二期募集金额,初始入池资产回款及剩余未偿本金余额合计对第一期资产支持商业票据的支出覆盖倍数在 1 以上。

率上升 50bp 的压力景况下,测算对第一期优先级商业票据的覆盖情况。

表 17 利率上行 50bp 第一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	初始资产池剩余未偿本金余额 作为第二期可用于募集的金额	当期应付优先级商业票据本金	当期预计支出	覆盖倍数
15606.08	36642.73	47500.00	487.85	1.0890

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,联合资信将根据第一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新一期的资产支持商业票据发行规模。同时,徐工集团

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、报酬以及优先级资产支持商业票据的利息和应付本金的部分提供差额补足,徐工集团主体长期信用等级为 AAA_{pi} ,其提供不可撤销及无条件地承诺承诺对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、总结

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 2021 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,违约风险极低。

附件 1 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、报酬以及优先级资产支持商业票据的预期收益的；

(2) 发生任一不予发行事件时，截至任一优先级资产支持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、费用以及优先级资产支持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 期优先级资产支持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 期优先级资产支持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、报酬以及优先级资产支持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）足额支付优先级资产支持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。

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资产支持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, 此时当期优先级资产支持商业票据为最后一期优先级资产支持商业票据;

(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))新一期优先级资产支持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 2 江苏徐工工程机械租赁有限公司主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	94.78	97.08	127.25	140.87
所有者权益（亿元）	9.27	9.27	9.38	14.47
营业收入（亿元）	4.57	4.83	5.97	5.84
利润总额（亿元）	0.31	0.15	0.18	0.36
经营性净现金流（亿元）	10.96	1.08	-11.97	8.76
资产负债率（%）	90.21	90.45	92.63	89.73

注：2020 年三季度财务数据未经审计

附件 3 徐州工程机械集团有限公司

主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	129.56	216.34	233.07	344.02
资产总额（亿元）	953.17	1147.62	1383.15	1647.88
所有者权益合计（亿元）	269.19	323.48	369.17	373.83
短期债务（亿元）	317.48	412.11	497.78	633.94
长期债务（亿元）	170.65	172.69	224.90	269.43
全部债务（亿元）	488.13	584.80	722.69	903.36
营业收入（亿元）	404.37	643.41	878.14	768.54
利润总额（亿元）	5.32	5.35	33.40	25.93
EBITDA（亿元）	22.32	26.63	56.82	--
经营性净现金流（亿元）	8.10	22.45	11.59	11.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.46	2.10	2.36	--
存货周转次数（次）	1.96	2.63	3.28	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.61	0.69	--
现金收入比（%）	125.15	99.39	99.13	96.01
营业利润率（%）	21.51	18.98	21.78	22.99
总资本收益率（%）	2.20	2.08	4.31	--
净资产收益率（%）	1.55	0.97	7.68	--
长期债务资本化比率（%）	38.80	34.80	37.86	41.88
全部债务资本化比率（%）	64.45	64.39	66.19	70.73
资产负债率（%）	71.76	71.81	73.31	77.31
流动比率（%）	122.98	123.45	124.38	121.16
速动比率（%）	85.00	92.47	96.87	94.51
经营现金流动负债比（%）	1.59	3.47	1.48	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.52	0.47	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.66	3.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.01	13.78	9.57	--

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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 短、长债务已根据流动负债与非流动负债中的有息科目进行调整；4. 2020 年三季度财务数据未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 5-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（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}、C_{pi}。其中：一等为投资级，包括AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}级；二等为投机级，包括BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}级；三等为破产级，包括C_{pi}级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

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

注：除 AAA_{pi} 级和 CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级

附件 5-2 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 6 资产支持票据信用等级设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 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 2021 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下第一期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 2021 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 2021 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下第一期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 2021 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 2021 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 2021 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 2021 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下第一期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 2021 年度徐工 1 号第一期资产支持商业票据”项下第一期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。