

# 联合资信评估有限公司

## 承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月二十一日



# 信用等级公告

联合〔2020〕321号

联合资信评估有限公司通过对“新苏环保产业集团有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“新苏环保产业集团有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据”项下优先A1级资产支持票据的信用等级为AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，优先A2级资产支持票据的信用等级为AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年二月二十一日



# 新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持 票据信用评级报告

## 评级结果

票据名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先 A1 级	18000.00	32.43	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
优先 A2 级	35000.00	63.06	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
次级	2500.00	4.50	NR
<b>合计</b>	<b>55500.00</b>	<b>100.00</b>	—

注：1.NR—未予评级，下同；2.占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同；3.本报告的评级结论为联合资信基于 2020 年 2 月 21 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

## 交易概览

<p>初始起算日：2019 年 7 月 1 日</p> <p>基础资产：新苏环保产业集团有限公司签署《收费收益权转让协议》后享有的在特定期间内特定金额的污水处理收费收益权</p> <p>发起机构/委托人/回售和赎回承诺人：新苏环保产业集团有限公司</p> <p>受托人/发行载体管理机构：平安信托有限责任公司</p> <p>资产服务机构/出质人：常州民生环保科技有限公司、常州西源污水处理有限公司</p> <p>差额补足人：常高新集团有限公司</p> <p>监管银行/保管银行：中国农业银行股份有限公司常州新北支行</p> <p>法定到期日：2027 年 7 月 26 日</p> <p>还本付息方式：按半年付息、计划还本</p> <p>主承销商/簿记管理人：中国农业银行股份有限公司</p>
--

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">企业未来应收款项证券化评级方法</a>	V3.0.201907

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。

## 评级时间

2020 年 2 月 21 日

## 分析师

张红军 范雅欣 朱 聪 刘炳奇

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了综合分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本次交易基础资产现金流来源为初始起算日起常州民生环保科技有限公司（以下简称“民生环保”）和常州西源污水处理有限公司（以下简称“西源污水”）的特定客户在未来特定期间内的污水处理收入，可能面临客户在合同到期后不再续签或款项逾期回收等情形，影响基础资产现金流的回收，进而影响当期优先级资产支持票据本金和利息的偿付，因此，本次交易存在一定的流动性风险。但本次交易的差额补足人常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”，主体信用等级为 AA<sup>+</sup>）不可撤销及无条件地承诺对优先级资产支持票据本息的兑付承担差额补足义务，成为本期优先级资产支持票据的主要信用支撑。

综合上述因素，联合资信评定“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先 A1 级和优先 A2 级资产支持票据的信用等级均为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

## 优势

- 常高新集团的差额补足承诺。**常高新集团作为常州市新北区基础设施建设的重要主体，获得政府的外部支持力度较大；常高新集团经营性业务发展稳定，经营活动现金流状况良好，联合资信给予其 AA<sup>+</sup>的主体信用等级。常高新集团不可撤销及无条件地承诺对优先级资产支持票据本息的兑付承担差额补足义务，是本期优先级资产支持票据的主要信用支撑。

## 关注及风险缓释

1. 民生环保和西源污水营业成本占营业收入的比重较高；本期资产支持票据存续期间，民生环保和西源污水大部分收入将用于偿付资产支持票据税费及本息，且民生环保和西源污水的排污许可证均在 2022 年 6 月 29 日到期，若排污许可证到期无法续办，存在一定的持续运营风险。

风险缓释：新苏环保集团有限公司（以下简称“新苏环保”）承诺在转让期间（2019 年 7 月 1 日起至 2024 年 6 月 30 日）内，为民生环保和西源污水提供维系运营的所有必要开支，该等运营支持为民生环保和西源污水的正常运营具有一定的保障作用。民生环保和西源污水已取得提供污水处理服务的全部资质，并承诺在排污许可证有效期届满前按照《江苏省排污许可证发放管理办法（试行）》的相关规定在规定期限内向常州市环境保护局提出延续申请，保证合法持续地提供污水处理服务。同时，联合资信后续将持续关注民生环保和西源污水的持续运营能力。

2. 本次交易基础资产现金流来源为初始起算日起民生环保和西源污水的特定客户在未来特定期间内的污水处理收入，可能面临客户在合同到期后不再续签或款项逾期回收等情形，影响基础资产现金流的回收，进而影响当期优先级票据本金和利息的偿付，因此，本次交易存在一定的流动性风险。

风险缓释：常高新集团出具差额补足承诺函，对信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的兑付日应付未付的税费、信托费用以及优先级资产支持票据的预期收益和本金所需金额的差额部分不可撤销及无条件地承诺承担差额补足义务。考虑到联合资信给予常高新集团的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，常高新集团的差额补足对流动

性风险具有很强的缓释作用。

3. 常高新集团债务负担较重，面临一定集中偿付压力，对外担保规模较大，面临一定代偿风险。

风险缓释：常高新集团作为常州市新北区基础设施建设的重要主体，能够获得较强的外部支持。同时，联合资信将会持续关注其面临的债务风险和代偿风险。

## 常高新集团有限公司主体评级结果

公司名称	信用级别	评级展望	评级时间	评级报告
常高新集团有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/12/18	<a href="#">阅读全文</a>

## 声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人新苏环保产业集团有限公司和受托人平安信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（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、除因本次评级事项外，联合资信、评级人员与发起机构新苏环保产业集团有限公司、受托人平安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。联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）是联合信用管理有限公司的控股子公司，与联合资信存在一定关联关系，其为本资产支持票据提供了绿色评估服务。由于联合资信与联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此本次评级事项并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新苏环保产业集团有限公司/平安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、本次信用评级结果的有效期为“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的发起机构新苏环保产业集团有限公司（以下简称“新苏环保”）将其从常州民生环保科技有限公司（以下简称“民生环保”）和常州西源污水处理有限公司（以下简称“西源污水”）受让来的污水处理收费收益权，采用特殊目的信托载体机制，通过平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）设立“新苏环保产业集团有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据信托”。平安信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”），投资者通过购买并持有该票据取得该信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人/回售和赎回承诺人：新苏环保产业集团有限公司
受托人/发行载体管理机构：平安信托有限责任公司
资产服务机构/出质人：常州民生环保科技有限公司、常州西源污水处理有限公司
差额补足人：常高新集团有限公司
监管银行/保管银行：中国农业银行股份有限公司常州新北支行
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
会计顾问/现金流预测机构：容诚会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：上海市锦天城律师事务所
主承销商/簿记管理人：中国农业银行股份有限公司
绿色评估认证机构：联合赤道环境评价有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司

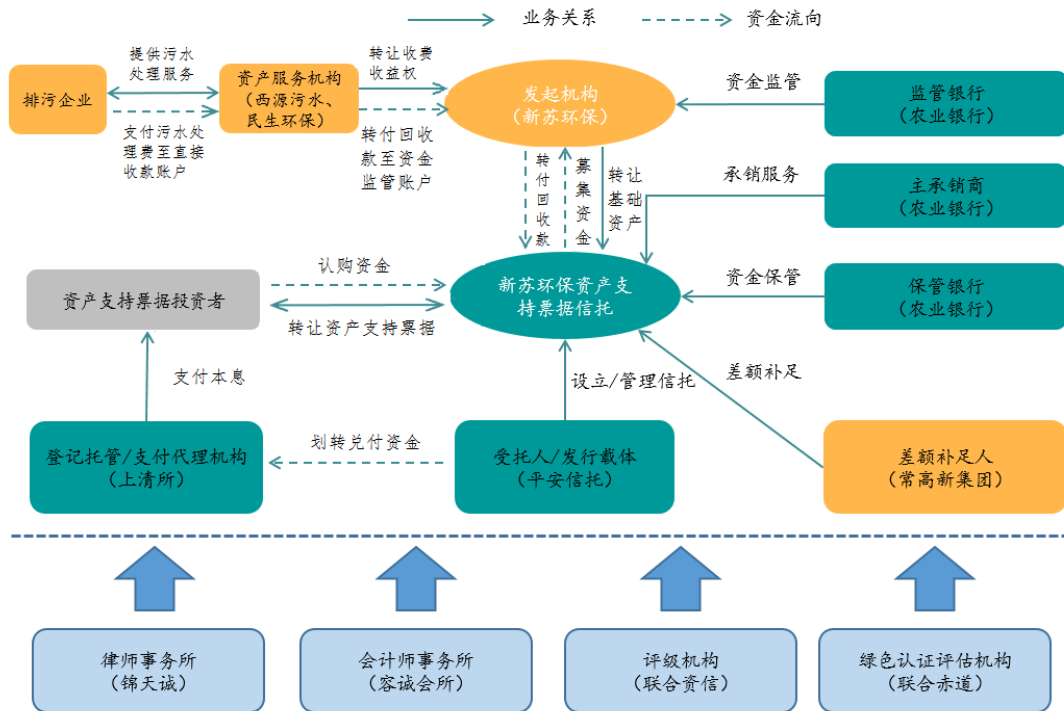


图 1 交易结构图

资料来源：主承销商提供

## 2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级票据和次级票据，其中优先级票据分为优先 A1 级资产支持票据（以下简称“优先 A1 级票据”）和优先 A2 级资产支持票据（以下简称“优先 A2 级票据”）；优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，次级票据为优先级票据提供信用支持。优先级票据按半年付息，本金采用计划摊还方式，每个兑付

日<sup>1</sup>偿付固定金额的相应档票据本金，还款计划详见附件 1。若不为最后一个兑付日，支付完当期信托税费及优先级票据本金和收益之后，在确保信托账户内存存 1400 万的前提下，支付次级票据的期间收益；若为最后一个兑付日，在次级票据本金偿付完毕后，次级票据获得剩余收益。

1. 兑付日即 T 日，为每年 1 月 26 日、7 月 26 日（遇非银行工作日顺延至下一个银行工作日），第一个兑付日为 2020 年 7 月 26 日。

表 2 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	发行规模	规模占比	预计发行利率	还本付息模式	预期到期日
优先 A-1	18000.00	32.43	4.00	按半年付息、按半年计划还本	2022 年 1 月 26 日
优先 A-2	35000.00	63.06	5.00	按半年付息、按半年计划还本	2024 年 7 月 26 日
次级	2500.00	4.50	—	—	2024 年 7 月 26 日
合计	55500.00	100.00	—	—	—

资料来源：受托人提供，联合资信整理

根据信托合同，发起机构有权在票面利率调整日<sup>2</sup>（R 日）对优先级票据的票面利率进行调整。

根据信托合同，在未发生信托项下违约事件的情形下，自信托生效日，资产支持票据持有人可在回售和赎回行权日（R 日）选择行使一次回售权。受托人在票面利率调整日前 60 至 45 日（R-60 日至 R-45 日）内向各优先级票据持有人发送《回售确认函》，各优先级票据持有人应在回售登记期（R-45 日（含）至 R-30 日（含））内就其是否行使回售权发送《回售确认函（回执）》。各优先级票据持有人应就是否行使回售权作出明确的书面确认，如受托人在回售登记期内未收到优先级票据持有人的《回售确认函（回执）》，则视为该优先级票据持有人不行使回售权。如优先级票据持有人书面确认同意行使回售权，受托人应根据优先级票据持有人的回售权行使情况，于回售登记期届满后 5 日内向委托人发出关于回售优先级票据的书面

通知，通知中应载明回售价格、未偿本金余额、回售起算日、回售价款支付日。委托人应不迟于受托人发出的《回售通知书》送达之日起（含该日）5 日内，向受托人发出不可撤销的书面同意通知《回售同意通知书》，并抄送评级机构。委托人发出《回售同意通知书》后，应于受托人发出的《回售通知书》载明的回售和赎回金额确认日（回售和赎回行权日前 2 日，即 R-2 日）将相当于回售价格的资金一次性支付至信托账户，否则视为本次回售无法完成，则触发差额支付启动事件，由差额补足人常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”或“公司”）对应支付而未支付的回售资金承担差额补足义务，若差额补足人未履行差额补足义务，则委托人、差额补足人构成违约。

在未发生信托项下违约事件的情形下，自信托生效日，委托人可在回售和赎回行权日（R 日）选择行使一次赎回权。委托人决定行使赎回权的，应于赎回公告期（R-20 日（含）至 R-15 日（含））前 15 日向受托人发出关于赎回优先级票据的书面通知，通知中应载明赎回价格、未偿本金余额、赎回起算日、赎回价款支付日

<sup>2</sup> 票面利率调整日为信托生效日所在自然年度起（不含）第三个自然年度的【】月【】日。若该日为非工作日，则为该日后的第一个工作日。

的要约。受托人（代表优先级票据持有人）应在赎回公告期内，向委托人发出不可撤销的书面同意通知（《赎回同意通知书》），并抄送评级机构。委托人收到《赎回同意通知书》后，应于发出的《赎回通知书》载明的回售和赎回金额确认日将相当于赎回价格的资金一次性支付至信托账户，否则视为本次赎回无法完成，则触发差额支付启动事件，由差额补足人对应支付而未支付的赎回资金承担差额补足义务，若差额补足人未履行差额补足义务，委托人、差额补足义务构成违约。

回售与赎回总价=对应资产支持票据的未偿本金余额。

### 3. 现金流安排

#### 3.1 账户设置

直接收款账户：系指民生环保和西源污水设立的专项用于收取污水处理收入款项的账户。

归集账户/监管账户：系指新苏环保设立的，用于归集基础资产所产生的现金流回款的人民币资金账户。

信托账户/保管账户：系指以受托人名义为资产支持票据信托在保管银行开立的专用于存放信托资金、支付信托费用的独立人民币银行结算账户，信托的一切货币收支活动，包括但不限于收付募集资金、存放信托资金、支付信托利益及相关税费、信托费用，均须通过该账户进行。

#### 3.2 现金流归集及转付

##### （1）触发事件定义

违约事件系指以下任一事件：（a）截至任一兑付日，信托账户内可供分配的资金不足以兑付信托计划当期应付的税费、当期应付的信托费用、费用支出、当期应付的优先级票据的预期收益和未偿本金；（b）回售和赎回承诺人未能按《回售和赎回承诺函》的约定及时足额支付回售和赎回价款；（c）信托财产灭失；（d）发生委托人及差额补足人丧失清偿能力事件

的；（e）未经受托人书面同意，基础资产被质押或转让至本信托以外的第三方或设置其他权利负担，或以基础资产为标的进行其他融资；

（f）委托人对基础资产的权属发生变化、发生争议纠纷或发生被查封、扣押、冻结等，对受益人权益有重大不利影响的，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；（g）优先级票据收益未能按照约定足额支付，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；（h）交易文件的相关方的主要相关义务未能履行或实现以及发生重大不利影响，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件；（i）资产服务机构出现影响其履行作为资产服务机构义务，对基础资产的回收产生重大不利影响。（j）发生出质人丧失担保能力事件，或出质人违反《质押合同》项下约定；（k）质物的价值减少，或质物被查封、留置、拍卖、行政机关监管，或权属发生争议。

加速清偿事件分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件系指以下任一事件：（a）差额支付启动事件发生后的任何一个差额支付划款日，差额补足人未按照《差额补足承诺函》约定承担差额补足义务；（b）委托人发生任何丧失清偿能力事件；（c）发生任何资产服务机构解任事件；（d）资产服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；

（e）根据《信托合同》《资产服务协议》的约定，需要更换受托人，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人；（f）发生违约事件，资产支持票据持有人会议作出决议提前终止信托的；（g）根据《信托合同》《资产服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 45 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构，或在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服



务机构停止根据《资产服务合同》提供后备服务，或后备资产服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者。(h) 自信托生效日起，任何任一归集期间<sup>3</sup>，污水处理收入低于该期间内评估机构预测值的 70%。

需经宣布生效的加速清偿事件系指以下任一事件：(a) 确认发起机构及/或资产服务机构提供的与基础资产相关的书面资料及其他文件、声明及陈述存在故意隐瞒、欺诈或遗漏；

(b) 发起机构或资产服务机构被迫或主动停业，且该情形足以影响优先级资产支持票据持有人预期信托利益的实现；(c) 发起机构、资产服务机构或差额补足人未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；(d) 发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）有重大不利影响的事件；(e) 《主定义表》《信托合同》《资产服务合同》《保管合同》《监管协议》《差额补足承诺函》等法律文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

权利完善事件系指发生任何一起资产服务机构解任事件或与委托人有关的丧失清偿能力事件。

差额支付启动事件系指发生下列任一情形：信托终止日之前，截至任何一个回收款转付日<sup>4</sup>，信托账户内可供分配的资金仍不足以支付相应的兑付日应付未付的税费、信托费用、费用支出、优先级票据的预期收益及本金；信托终止日之前，截至任何一个回售和赎回金额确认日（R-2 日），发起机构向优先级票据持

有人实际支付的回售和赎回资金不足以支付应付未付的回售和赎回资金；在信托终止日之后，受托人根据经资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、费用支出、优先级票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金。

## (2) 现金流归集及转付

在每一个归集日<sup>5</sup>中午十二点（12:00）前，民生环保和西源污水根据交易文件的相关约定将直接收款账户中收到的污水处理收入作为归集款划转至归集账户。在每个特定期间<sup>6</sup>的任一日，如归集账户在该特定期间累计归集款总额达到该特定期间对应的特定金额<sup>7</sup>的，资产服务机构可在特定期间内暂停划付归集款，直至前述累计归集款总额在该特定期间内发生减少或下一个特定期间的起始日（以先至者为准）。

现金流的转付路径因是否触发相关触发事件而有所不同。在未发生权利完善事件或加速清偿事件时，委托人应根据《资产服务合同》和信托合同的约定将归集账户的全部归集资金，在回收款转付日中午十二点（12:00）前作为现金流回款转付至信托账户。若发生权利完善事件或加速清偿事件后，资产服务机构应根据《资产服务合同》和信托合同的约定，将直接收款账户中收到的全部现金流回款在每月 26 日前的第 9 个工作日中午十二点（12:00）前转付至信托账户。若发生差额支付启动事件，受托人或受托人授权的资产服务机构及时于差额

5. 归集日系指将基于基础资产产生的款项从直接收款账户划付至归集账户之日，为每自然年度的 1 月、4 月、7 月和 10 月 26 日的前第 9 个工作日，第一个归集日为 2020 年 7 月 14 日。资产服务机构应在第一个归集日中午十二点（12:00）前，将直接收款账户中 2019 年 7 月 1 日起的污水处理收入作为归集款划转至归集账户。在特定期间中的 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日的任一日，如归集账户在该特定期间累计归集款总额达到 131769298.88 元（即为 2019 年 7 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日特定金额 65268846.88 元与 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日特定金额 66500452.00 元之和），资产服务机构可在该特定期间内暂停划付归集款，直至前述累计归集款总额在该特定期间内发生减少或下一个特定期间的起始日（以先至者为准）。

6. 特定期间系指自初始起算日即 2019 年 7 月 1 日（含该日）起 5 年，每满 6 个月对应的期间。

7. 每一个特定期间归属于基础资产产生的回收款的现金总额即会计师预测的现金流入。

3. 归集期间系指每自然季度首月的第一日起（含该日）至该自然季度末月的最后一日（含该日）之间的期间，其中第一个归集期间应自初始起算日（含该日）起至 2019 年 12 月 31 日（含该日）结束。

4. 在未发生权利完善事件或加速清偿事件时，系指委托人将归集账户中的归集资金转付到信托账户之日，在信托终止日前，系指每个兑付日前的第 7 个工作日，在信托终止日后为兑付日前第 7 个工作日；在发生权利完善事件或加速清偿事件时，系指民生环保和西源污水将直接收款账户中的应划付至归集账户的资金直接转付至信托账户之日，具体为每月 26 日前的第 9 个工作日。

支付启动日（T-5 个工作日）通知差额补足人，差额补足人应于差额支付划款日（T-4 个工作日）将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

### 3.3 现金流支付机制

根据交易结构安排，未触发加速清偿事件和违约事件前，信托账户资金按以下顺序支付：支付信托税收；同顺序支付保管银行、后备资产服务机构（如有）、受托人、监管银行（如有）和支付代理机构的报酬，以优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出，受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（如有），其他应付未付的信托费用；支付资产服务机构应收的全部服务报酬；支付超出优先支出上限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出；同顺序支付优先 A1 级和优先 A2 级票据的利息；按照还款计划表的进度支付优先 A1 级和优先 A2 级票据的本金；若不为最后一个支付日，则在确保信托账户内留存 1400 万的前提下，支付次级票据的期间收益。若为最后一个支付日，则按还款计划支付次级票据本金，剩余资金再作为次级收益，直至信托账户内的资

金全部分配完毕。

发生加速清偿事件或违约事件后，信托账户资金按以下顺序支付：支付信托税收；同顺序支付保管银行、后备资产服务机构（如有）、受托人、监管银行（如有）和支付代理机构累计应付未付的报酬，受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出，受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（如有），其他应付未付的信托费用；如果该违约事件或加速清偿事件不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应收的服务报酬；同顺序支付优先 A1 级和优先 A2 级票据的累计应付未付的利息，然后同顺序支付优先 A1 级和优先 A2 级票据的本金，直至优先级票据的本金全部清偿完毕；如果该违约事件或加速清偿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（扣除资产服务机构应承担的违约金、赔偿金等费用后的余额，如有）；若为最后一个支付日，支付次级票据的本金，若有剩余资金则支付次级票据的收益，直至信托账户内的资金全部分配完毕。

## 二、交易结构分析

### 1. 信用支持

#### (1) 优先/次级结构

本信托采用优先级/次级偿付结构实现内部增信，次级票据为优先级票据提供信用损失保护。具体而言，优先级票据获得次级票据 4.50% 的信用支持。

#### (2) 触发机制

本交易设置了四类触发机制：加速清偿事件、违约事件、权利完善事件和提前终止事件。提前终止事件系指：发生违约事件，资产支持票据持有人会议做出决议提前终止信托的；自信托生效日起，至任一归集期间的期末归集日止，累计转付至信托账户的污水处理收入低于

自信托生效日起，至该归集期间的期末归集日止对应的评估机构预测值的 40%；差额补足人的主体信用评级被下调至 A（含）及以下。

当加速清偿事件或违约事件触发时，将停止支付次级期间收益；同时，当该事件系资产服务机构引起时，在优先级票据本金兑付完毕前，将停止支付资产服务机构报酬，从而一定程度上加速了优先级票据本息的兑付。

当发生权利完善事件或加速清偿事件时，民生环保和西源污水将直接收款账户中收到的全部现金流回款按月转付至信托账户，进一步保障了现金流的安全，缓解了事件风险的影响。

当触发提前终止事件时，信托将提前终止，

进入清算程序，加速优先级票据本息的兑付。

综上，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

### (3) 差额补足承诺

本次交易的差额补足人常高新集团承诺：在信托终止日之前，截至任何一个回收款转付日，对信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的兑付日应付未付的税费、信托费用、费用支出以及优先级票据本金和预期收益所需资金的差额部分承担差额补足义务，并无条件地在差额支付划款日将差额补足款资金足额划付至信托账户；在信托终止日之前，截至任何一个回售和赎回金额确认日，对发起机构向优先级票据持有人实际支付的回售和赎回资金与应支付回售和赎回资金之间的差额部分承担差额补足义务，并无条件地在差额支付划款日将差额补足款资金足额支付至登记托管机构指定账户；在信托终止日之后，对经资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、费用支出、优先级票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金的差额部分承担差额补足义务，并无条件的在差额支付划款日将该期差额补足款资金足额支付至信托账户。

考虑到差额补足人常高新集团差额支付履约能力很强，联合资信给予其 AA+ 的主体长期信用等级，其提供的不可撤销及无条件的差额补足承诺对本次交易优先级票据的及时、足额兑付具有很强的保障作用。

### (4) 收费权质押

为担保差额补足人在《差额补足承诺函》项下全部义务的履行，民生环保和西源污水将其合法所有的污水处理收费权应收款项质押给平安信托，并由平安信托在中国人民银行征信中心完成相应质押登记。

## 2. 交易结构风险分析

### (1) 混同风险

若资产服务机构和发起机构信用状况恶

化，丧失清偿能力甚至破产，本信托现金流可能与资产服务机构或发起机构的其他资金混同，从而使本信托资产造成损失。

资产服务机构设立直接收款账户专项用于收取污水处理收入，正常情况下，第一个归集日为 2020 年 7 月 14 日；信托存续期内，资产服务机构按季度于每个归集日将基础资产回收款归集至发起机构开立的归集账户。发起机构按半年于每个回收款转付日将基础资产回收款转付至信托账户。触发权利完善事件或加速清偿事件时，基础资产回收款将由资产服务机构按月直接转付至信托账户。

总体看，正常情况下，基础资产回收款按季度归集至归集账户，按半年转付至信托账户，归集和转付频率较低，且第一个归集日与初始起算日间隔一年以上，基础资产回收款在信托账户外停留时间长，存在较大的资金混同风险。触发不利事件时，基础资产回收款将由资产服务机构直接转付至信托账户，转付频率加速变为按月，触发不利事件时较为严谨的资金划付机制，能够一定程度缓释资金混同的风险。

### (2) 流动性风险

本次交易基础资产现金流来源为截至初始起算日民生环保和西源污水的特定客户在未来特定期限内的污水处理收入，可能面临客户在合同到期后不再续签或款项逾期回收等情形，影响基础资产现金流的回收，进而影响当期优先级票据本金和利息的偿付，因此，本次交易存在一定的流动性风险。

根据交易安排，差额补足人常高新集团出具《差额补足承诺函》，对信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的兑付日应付未付的税费、信托费用以及优先级资产支持票据的预期收益和本金所需金额的差额部分不可撤销及无条件地承诺承担差额补足义务。考虑到联合资信给予常高新集团的主体长期信用等级为 AA+，常高新集团的差额补足对流动性风险具有很强的缓释作用。

### （3）持续运营风险

2018年和2019年1—9月，民生环保营业成本分别占营业收入的55.79%和51.68%，西源污水营业成本分别占营业收入的70.48%和53.81%，民生环保和西源污水的营业成本占营业收入的比重均较高。在本期资产支持票据存续期间，民生环保和西源污水大部分污水处理收入将用于偿付资产支持票据税费及本息，存在一定的持续运营风险。民生环保和西源污水的排污许可证均在2022年6月29日到期，若排污许可证到期无法续办，会对民生环保和西源污水的持续经营产生影响。

根据《收费收益权转让协议》，新苏环保承诺在转让期间（2019年7月1日起至2024年6月30日）内，为民生环保和西源污水提供维系运营的所有必要开支，包括但不限于税金、运营成本、原材料成本、人工成本等。该等运营支持为民生环保和西源污水的正常运营具有一定的保障作用。民生环保和西源污水已取得提供污水处理服务的全部资质，并承诺在排污许可证有效期届满前按照《江苏省排污许可证发放管理办法（试行）》的相关规定在规定期限内向常州市环境保护局提出延续申请，保证合法持续地提供污水处理服务。同时，联合资信后续将持续关注民生环保和西源污水的持续运营能力。

### （4）再投资风险

受托人将信托账户内的资金用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准，信托账户内的闲置资金仅可以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款的方式存放于“合格实体”（主体长期信用等级高于或等于AA+级的金融机构）。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

### 3. 法律风险分析

上海市锦天城律师事务所出具的法律意见书显示，发起机构具备作为本次发行机构的主体资格，已取得本次发行所需要的董事会决议及股东决定；本期资产支持票据的发行文件符合相关法律、法规和规范性文件的规定，内容合法有效；本次发行的发行载体管理机构及相关中介机构具备相关法律、法规和规范性文件规定的相关资质和条件，中介机构与发起机构均不存在关联关系；本次发行的基础资产及其运营符合法律法规的规定，符合国家产业政策，真实有效、权属明确，基础资产的形成、取得和转让符合法律法规的规定，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，所产生的现金流对本次资产支持票据的还本付息提供有效的偿付支持；本次发行的募集资金用途符合相关法律、法规和规范性文件的规定，符合国家产业政策及规则指引；发起机构已取得交易商协会出具的接受注册通知书，本次发行尚需向交易商协会备案。

## 三、基础资产分析

本信托的基础资产为新苏环保签署《收费收益权转让协议》后享有的在特定期间内特定金额的污水处理收费收益权。资产支持票据的主要还款来源为新苏环保从民生环保和西源污水受让的污水处理收入，若在本信托存续期内因污水处理量或收费价格等因素导致污水处理收费收入不足，将影响其对优先级票据本金和

收益兑付的保障程度。

### 1. 污水处理设施概况

#### （1）民生环保污水处理设施概况

截至2019年底，民生环保设施分为输水房屋及建筑物、输水管线和输水设备3类，合计净值为6344.88万元，均未设置抵质押。其中，

输水房屋及建筑物 32 栋,类型为值班室、泵房、厂房等,合计价值 6891.36 万元,未足额计提折旧的房屋及建筑物尚可使用年限为 5 年 11 个月至 29 年 9 个月不等;输水管线 3 根,合计价值 2308.12 万元,未足额计提折旧的输水管线尚可使用年限为 5 年 11 个月至 14 年 9 个月不

等;输水设备主要为水泵、阀门、水表、检测仪器、发电机组等,共计 458 个,合计价值 2474.33 万元,未足额计提折旧的输水设备尚可使用年限为 3 年 8 个月至 9 年 1 个月不等。民生环保污水处理设施情况,见下表:

表3 截至2019年底民生环保污水处理设施概况(单位:万元、栋、根、个)

资产类型	原值	累计折旧	净值	数量	尚可使用年限	是否抵质押
输水房屋及建筑物	6891.36	3487.61	3403.74	32	5 年 11 个月至 29 年 9 个月不等	否
输水管线	2308.12	135.29	2172.82	3	5 年 11 个月至 14 年 9 个月不等	否
输水设备	2474.33	1706.02	768.32	458	3 年 8 个月至 9 年 1 个月不等	否
<b>合计</b>	<b>11673.81</b>	<b>5328.92</b>	<b>6344.88</b>	—	—	—

资料来源:新苏环保提供

总体来看,民生环保污水处理设施均未设置抵质押,且输水房屋及输水管线尚可使用年限均能覆盖本信托存续期。

#### (2) 西源污水污水处理设施概况

截至2019年底,西源污水设施分为输水房屋及建筑物、输水管线和输水设备3类,合计净值为3001.84万元,均未设置抵质押。其中,输水房屋及建筑物12栋,类型为值班室、泵房、

厂房等,合计价值5776.34万元,未足额计提折旧的房屋及建筑物尚可使用年限为4年至8年11个月不等;输水管线3根,合计价值512.81万元,未足额计提折旧的输水管线尚可使用年限为4年至19年不等;输水设备主要为水泵、阀门、水表、检测仪器、发电机组等,共计232个,合计价值2618.52万元,未足额计提折旧的输水设备尚可使用年限为6个月至10年不等。

表4 截至2019年底西源污水污水处理设施概况(单位:万元、栋、根、个)

资产类型	原值	累计折旧	净值	数量	尚可使用年限	是否抵质押
输水房屋及建筑物	5776.34	3252.37	2523.97	12	4 年至 8 年 11 个月不等	否
输水管线	512.81	345.69	167.12	3	4 年至 19 年不等	否
输水设备	2618.52	2307.77	310.75	232	6 个月至 10 年不等	否
<b>合计</b>	<b>8907.67</b>	<b>5905.83</b>	<b>3001.84</b>	—	—	—

资料来源:新苏环保提供

总体来看,西源污水污水处理设施均未设置抵质押,且输水房屋及输水管线尚可使用年限均能覆盖本信托存续期,但部分输水设备剩余使用年限较短问题值得后续关注。

## 2. 区域经营环境分析

### (1) 常州市

常州市处于长江三角洲中心地带,与苏州、无锡联袂成片,构成苏锡常都市圈,经济发展区位优势明显。

2016—2019 年,常州市地区生产总值(GDP)分别为 5773.90 亿元、6622.30 亿元、7050.30 亿元和 7400.90 亿元,GDP 增速分别为 8.50%、8.10%、7.00%和 6.80%。2019 年,常州市 GDP 总量在江苏省 13 个地级市中排名第 5 位,较上年持平;GDP 增速排名第 9 位。其中,第一产业实现增加值 157 亿元,下降 2%;第二产业实现增加值 3529.2 亿元,增长 8.4%;第三产业实现增加值 3714.7 亿元,增长 5.8%。

2016—2018 年,常州市固定资产投资分别

为 3605.10 亿元、3896.30 亿元和 4188.52 亿元，增速分别为 6.5%、8.10% 和 7.50%。2019 年常州市固定资产投资增长 5.6%，高于江苏全省平均增速 0.5 个百分点，分产业看，工业投资增长 2.2%；服务业投资增长 8.7%。投资结构进一步调整，2019 年常州市工业技改投入同比增长 5.4%；高新技术产业投资增长 9.8%，分别高于工业投资增幅 3.2 个和 7.6 个百分点；以化工、钢铁、水泥等行业为主的高耗能投资持续萎缩，同比下降 29.6%。2019 年房地产开发投资保持高位运行，完成投资 893.4 亿元，增长 49.9%，其中住宅投资 725.2 亿元，增长 57.6%，增幅分别高于上年 25.5 个和 21.9 个百分点。

财政收支方面，2019 年，常州市完成一般公共预算收入 590 亿元，增长 5.3%，增幅高于全省平均 3.3 个百分点，居江苏省第 2 位。其中，税收收入 501.6 亿元，增长 2.5%，占一般公共预算收入的比重为 85%，税收占比江苏省第三。2019 年，常州市一般公共预算支出 653.7 亿元，同比增长 9.9%，其中用于节能环保、社会保障与就业、文化旅游体育与传媒支出分别增长 54.6%、22.1% 和 13.6%。

总体看，常州市区域经济发展良好，产业结构持续优化，固定资产投资稳步增长，为资产服务机构及常高新集团的发展提供了良好的外部环境。

## (2) 新北区

常州市新北区，即常州国家高新技术产业开发区（以下简称“常州高新区”），是 1992 年 11 月经国务院批准成立的首批国家级高新区之一。2002 年 4 月，在高新区基础上设立了常州市新北区，实行“两块牌子、一套班子”的管理体制。截至 2018 年末，新北区下辖 7 镇 3 街道，一个省级经济开发区，一个综合保税区，面积 508.94 平方公里，常住人口 68.98 万

人，行政级别为副厅级。

2018 年，新北区实现地区生产总值 1458.30 亿元，较上年增长 8.10%；规模以上工业总产值较上年增长 9.00%，规模以上工业产品销售收入较上年增长 7.90%；固定资产投资较上年增长 7.80%。

2018 年，新北区一般公共预算收入完成 120.87 亿元，较上年增长 8.50%，增速与 2017 年的 8.59% 基本持平；其中税收完成 107.20 亿元，较上年增长 11.19%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 88.69%；全区一般公共预算支出完成 66 亿元，较上年增长 7.97%。2018 年全区政府性基金预算收入完成 85.11 亿元，较上年下降 14.60%（2017 年全年增速为 94.26%）。债务方面，2018 年经江苏省政府同意，转贷新北区新增债券 10 亿元，全部用于民生事业和必需的基础设施建设。2018 年新北区地方政府债务限额 63.07 亿元，截至 2018 年底，地方政府债务余额为 61.22 亿元。

总体看，常州市新北区经济实力继续保持增长，区域经济、政府财政实力较强，为资产服务机构及常高新集团发展提供良好的外部环境。

## 3. 污水处理情况

### (1) 民生环保污水处理情况

民生环保的运营模式是常州高新区滨江化工园区内的企业和居民通过污水管网排入的工业污水、生活污水等，经污水处理厂进行无害化处理，并将符合国家环保标准的污水排入河流。截至 2019 年 9 月底，民生环保设计日污水处理能力 3 万吨/日，2016—2018 年和 2019 年 1—9 月分别处理污水 336.34 万吨、399.84 万吨、375.05 万吨和 350.67 万吨。民生环保污水处理情况如下表所示：

表 5 民生环保污水处理情况

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
设计日污水处理能力（万吨）	3	3	3	3

常规污水处理费均价（元）	8.63	8.63	8.63	8.63
污水处理量（万吨）	336.34	399.84	375.05	350.67
营业收入（万元）	3483.78	7793.71	7364.83	6939.37
营业成本（万元）	1464.01	4819.87	4108.54	3586.08
毛利润（万元）	2019.77	2973.84	3256.29	3353.29
毛利率（%）	57.98	38.16	44.21	48.32
第一大客户收入占比（%）	19.20	47.03	40.37	39.95
前十大客户收入占比（%）	49.51	78.62	78.68	72.05

资料来源：新苏环保提供，联合资信整理

民生环保所服务的常州滨江经济开发区化学工业园区内的污水中，97%为工业企业排出的工业废水，3%为居民生活污水。污水处理费收取主要分为常规污水处理费和超标污水处理费。污水处理收费单价的确定主要是民生环保和用户按照市场条件协商确定。截至2019年9月底，民生环保涉及常规污水处理收入的企业数量为101家，签订污水处理合同，收费基价为8.63元/吨。收费按排水量结算，收取企业一个月的预付款，每月25日统计企业水量，开票结算，正常情况下账龄在一个月内，结算方式分为承兑、网银转账。排水企业向民生环保超过接管标准排放污水的，民生环保向该企业征收常规污水处理费以外的超标污水处理费，用于弥补公司达标处理所增加的成本。收费按照排水量的水质情况收取，具体按照合同约定的水质区间和单价，结算方式为当月开票当月结算。民生环保通过在线仪表和定时抽样检测，监控外围进水水质。若发现企业排水水质超过接管标准，将及时关闭该企业排水阀门，并计算已进入污水厂水量，计算收取超标污水处理费。

2017年，民生环保营业收入实现大幅增长，系新增常州龙宇颜料化学有限公司的颜料项目（以下简称“龙宇化学”）所致，该项目收入占比很高（2017年占比47.03%），与此同时，污水处理量未同幅度增加主要是由于该项目采用成本加成定价模式，未将其污水处理量计入统计所致。

成本方面，民生环保的营业成本主要包含材料费、动力电耗、直接人工、固定资产折旧、检测费和其他费用（包括污泥焚烧费、残渣填埋费、修理费、差旅费等）；其中，材料费和动力电耗费年均占比50%左右。

民生环保毛利率水平较高，主要系民生环保只负责常州滨江化工园区全部的污水处理，而园区的泵站、污水管网系政府所有，其折旧费和维护费用无需民生环保承担所致。2017年民生环保毛利率明显下降的主要原因是新拓展的常州龙宇颜料化学有限公司的颜料项目（以下简称“龙宇化学”），为成本加成模式，收益为成本的10%左右，且该项目收入占比很高（47.03%），从而拉低了民生环保整体毛利率水平。

作为工业污水处理厂，民生环保的客户集中度很高。2017—2018年，民生环保的第一大客户龙宇化学的收入占民生环保污水处理收入比重均达到40%以上，占民生环保和西源污水合计收入的比重均达到25%以上。

总体来看，民生环保污水处理毛利率水平较高，收入的客户集中度很高。

## （2）西源污水污水处理情况

西源污水的具体运营模式跟民生环保基本一致。截至2019年9月底，西源污水设计日污水处理能力4万吨/日，2016年—2018年和2019年1—9月分别处理污水412.95万吨、510.83万吨、660.32万吨及487.89万吨。西源污水处理情况如下表所示：

表 6 西源污水污水处理情况

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
设计日污水处理能力（万吨）	4	4	4	4
常规污水处理费均价（元）	4.95	4.95	5.87	6.8
污水处理量（万吨）	412.95	510.83	660.32	487.89
营业收入（万元）	1907.96	2384.20	3131.18	3077.47
营业成本（万元）	1646.89	1801.84	2206.90	1655.97
毛利润（万元）	261.07	582.36	924.28	1421.50
毛利率（%）	13.68	24.43	29.52	46.19
第一大客户收入占比（%）	13.22	13.54	13.59	17.59
前十大客户收入占比（%）	76.19	64.28	69.89	71.82

资料来源：新苏环保提供，联合资信整理

西源污水所服务的常州高新区纺织园区内的工业废水约占 80% 左右，生活污水约占 20%；工业废水的构成主要为纺织行业污水。污水处理费收取主要分为常规污水处理费和超标污水处理费。污水处理收费单价的确定主要是西源污水和用户按照市场条件协商确定。西源污水的常规污水处理费单价为 6.8 元/吨，另对超标单位加收超标污水费和一年一次的生活污水返还款。西源污水的收款方式每月 24 号抄表并送达园区各企业确认后开具污水费发票，次月中旬进行全额收款。

受益于实际产能扩张、提价和成本降低，2016—2018 年，西源污水营业收入实现逐年增长。同时，2019 年 1—9 月，西源污水毛利率较前期有很大提升，主要原因是污水处理收费价格提高所致。

成本方面，西源污水的营业成本主要包含材料费、动力电耗、污泥焚烧费、直接人工、

固定资产折旧、修理费、检测费和其他费用（包括运输费、水费、排污费等）；其中，材料费、动力电耗、污泥焚烧费年均占比 50% 以上。

与民生环保相比，西源污水整体毛利率水平较低，主要原因是西源污水的污水进水水质指标偏高导致处理成本较高，且西源污水服务的企业为纺织行业，该行业利润水平较低，导致西源污水对客户收费定价较低所致。但近年来，西源污水已逐步提高污水处理收费价格和致力于节约成本，其毛利率水平有上升趋势。

作为主营工业污水处理的污水处理厂，西源污水的客户集中度很高。2016—2018 年，西源的第一大客户的收入占比均达到 10% 以上，前十大客户收入占比均达到 60% 以上。

总体来看，近年来西源污水污水处理收入稳步增长，但从收入角度来看，客户集中度很高。

## 四、定量分析

### 1. 基础资产未来现金流预测

根据容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“容诚”）出具的《现金流预测分析咨询报告》，容诚对本信托涉及的基础资产在预测期（2019年7月—2024年6月）内产生的现金流情况进行了预测。在进行预测时，容诚做出了相关前提假设，部分如下：

（1）基础资产在预测基准日真实存在，新苏环保为基础资产唯一所有权人；

（2）根据新苏环保交付的《委托污水处理合同》，所有基础资产都未逾期；

（3）假设预测期内，基期污水处理量为 2019 年 1—6 月平均月处理量\*12，年污水处理



量从第 2 年开始在不超过上年污水处理量的 3% 以内持续增长，并假定在此后直至资产支持票据结束期内持续按照每年固定的比率增长；

(4) 假设预测期内污水处理合同单价保持

不变。

容诚对预测基准日 2019 年 7 月 1 日的基础资产在各预测期的污水处理收费进行预测，汇总得出资产支持票据各期现金流，如下表所示：

表 7 2019 年 7 月—2024 年 6 月基础资产现金流收入预测（单位：万元）

日期	民生环保预计现金流流入	西源污水预计现金流流入	现金流流入合计
2019 年 7 月—2020 年 6 月	9115.52	4061.41	13176.93
2020 年 7 月—2020 年 12 月	4591.55	2058.50	6650.05
2021 年 1 月—2021 年 6 月	4666.14	2115.75	6781.89
2021 年 7 月—2021 年 12 月	4666.14	2115.75	6781.89
2022 年 1 月—2022 年 6 月	4791.54	2174.72	6966.26
2022 年 7 月—2022 年 12 月	4791.54	2174.72	6966.26
2023 年 1 月—2023 年 6 月	4926.07	2235.47	7161.54
2023 年 7 月—2023 年 12 月	4926.07	2235.47	7161.54
2024 年 1 月—2024 年 6 月	4926.07	2235.47	7161.54
<b>合计</b>	<b>47400.64</b>	<b>21407.25</b>	<b>68807.89</b>

资料来源：容诚提供，联合资信整理

总体看，基于单价不变和污水处理量 3% 以内递增的假设，联合资信认为容诚对民生环保和西源污水 2019 年 7 月—2024 年 6 月污水处理预测收入具有一定参考价值。但同时考虑到民生环保和西源污水均为服务于特定工业园区企业的污水处理厂，园区内产业单一，客户集中度较高，或因受到区域经济发展放缓、产业政策和环保政策的影响，面临部分客户在合同到期后不再续签或款项逾期回收等情形，使得基础资产现金流入偏离预测值。

## 2. 基础资产现金流分析

根据容诚提供的 2019 年 7 月—2024 年 6 月基础资产预测现金流数据，联合资信采用覆盖比率来衡量优先级票据面临的流动性风险大小。覆盖比率反映了在各偿还时点上，基础资产的

预测现金流及信托账户留存的未分配现金对预期支出的最低覆盖水平，如果该数值小于 1 倍，表示基础资产的现金流不能完全覆盖当期预期支出，优先级票据存在不能按时偿付的风险。

考虑到新型冠状病毒肺炎疫情对西源污水和民生环保污水处理业务的影响，联合资信对容诚 2020 年 1 月—6 月的预测现金流进行了适当下调，同时联合资信将持续关注疫情对本项目的影响。鉴于差额支付义务人常高新集团主体信用级别为 AA<sup>+</sup>，与优先级票据的预设信用等级一致，本报告现金流分析重点关注调整后预测期内各期预测现金流能否满足当期优先级票据预期支出。

调整后基础资产预测现金流对优先级票据预期支出的覆盖情况如下：

表 8 预测现金流对预期支出的覆盖比率（单位：万元、倍）

日期	票据预计发行利率分别为 4% 和 5%		预计发行利率上浮 50bps		预计发行利率上浮 100bps	
	预期支出	覆盖比率	预期支出	覆盖比率	预期支出	覆盖比率
第 1 个兑付日	8944.86	1.3467	9043.83	1.3320	9142.79	1.3176
第 2 个兑付日	6338.46	1.2700	6455.59	1.2470	6572.72	1.2248
第 3 个兑付日	6503.40	1.2581	6605.30	1.2387	6707.21	1.2199

第 4 个兑付日	6294.63	1.2998	6383.91	1.2816	6473.19	1.2640
第 5 个兑付日	6757.30	1.2381	6831.29	1.2247	6905.29	1.2116
第 6 个兑付日	6610.34	1.2656	6669.94	1.2543	6729.55	1.2432
第 7 个兑付日	6843.51	1.2510	6886.78	1.2432	6930.05	1.2354
第 8 个兑付日	6780.72	1.2626	6808.05	1.2576	6835.38	1.2525
第 9 个兑付日	4106.75	2.0847	4117.05	2.0795	4127.35	2.0743
<b>合 计</b>	<b>59179.96</b>	<b>—</b>	<b>59801.75</b>	<b>—</b>	<b>60423.53</b>	<b>—</b>

注：预期支出包含由信托财产列支的相关税费、优先级票据利息及本金；如信托实际成立日期与预计设立日不一致，实际支出会与预期支出有差异；覆盖比率=基础资产每期预测现金流入/预期支出  
资料来源：容诚提供，联合资信整理

在上述利率情景下，基础资产每期预测现金流入对当期预期支出的覆盖比率均能达到 1.20 倍以上，这表示基础资产预测现金流能够覆盖票据当期预期支出。同时，考虑到常高新集团作为常州市新北区基础设施建设的重要主

体，获得政府的外部支持力度较大；常高新集团经营性业务发展稳定，经营活动现金流状况良好，联合资信给予其 AA+ 的主体长期信用等级。常高新集团提供的差额补足承诺对优先级票据的偿付起到很强的保障作用。

## 五、主要参与方履约能力

### 1. 委托人/发起机构/回售和赎回承诺人/新苏环保

本交易的委托人/发起机构/回售和赎回承诺人为新苏环保，新苏环保成立于 2017 年 9 月，初始实收资本为 1.10 亿元人民币，为常高新集团全资子公司。截至 2019 年 9 月底，新苏环保实收资本为 6.00 亿元，系常高新集团增资所致。

新苏环保系常高新集团环保板块子公司，其业务范围涉及污水处理、工程施工、检测业务和其他业务四个板块。

截至 2018 年 12 月 31 日，新苏环保资产总额为 10.52 亿元，负债总额为 4.53 亿元，所有者权益总额为 5.99 亿元。2018 年，新苏环保实现营业收入为 4.19 亿元，净利润为 0.54 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.25 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，新苏环保资产总额为 19.00 亿元，负债总额为 11.24 亿元，所有者权益总额为 7.76 亿元。2019 年 1—9 月，新苏环保实现营业收入为 4.88 亿元，净

利润为 0.41 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -0.56 亿元。

总体来看，新苏环保运营时间较短，资产规模较小，盈利能力一般，对履行本交易回售和赎回承诺的能力值得关注。联合资信在下文将重点分析差额补足人常高新集团的偿付能力。

### 2. 资产服务机构 1/民生环保

本交易资产服务机构一为民生环保。民生环保同时也作为本次交易基础资产的生成方之一，成立于 1994 年 6 月，原隶属常州新区建设局。历经多次增资和股权划转，2017 年和 2018 年本公司 60% 股权和 40% 股权分别被整合至新苏环保下属子公司新苏生态水环境（江苏）有限公司（以下简称“新苏水环境”）。截至 2019 年 9 月底，民生环保实收资本为 2500.00 万元，新苏水环境持股 100%，实际控制人为常高新集团。

民生环保是常州高新区滨江化工园区的主要公共服务配套设施，接管污水主要为常

州滨江经济开发区化学工业园区工业、生活废水以及魏村集镇区生活污水，是园区唯一的工业污水处理企业，在区内污水处理市场处于垄断地位。截至 2019 年 9 月底，民生环保服务企业 153 家，服务区域总面积 16 平方公里，污水管网长度 83.57 千米。其中：工业废水约占 97% 左右，生活污水约占 3%；工业废水的构成主要为：化工/精细化工行业废水占 67.73%，氯碱行业废水占 3.64%，石化/热电行业废水占 10.44%，医药/医药中间体行业废水占 8.12%，农药行业废水占 1.22%，树脂、涂料行业废水占 4.01%，电镀行业废水占 2.79%，仓储废水占 0.27%，设备制造废水占 1.57%，其他占 0.21%。

截至 2018 年底，民生环保资产总额 11454.29 万元，负债合计 5439.54 万元，所有者权益 6014.75 万元。2018 年，民生环保实现营业收入 7364.83 万元，净利润 2100.20 万元，实现经营活动现金流量净额 2974.81 万元。

截至 2019 年 9 月底，民生环保资产总额 19236.15 万元，负债合计 11112.22 万元，所有者权益 8123.93 万元。2019 年 1-9 月，民生环保实现营业收入 6939.37 万元，净利润 2109.18 万元，实现经营活动现金流量净额 2138.86 万元。

总体来看，民生环保作为服务于特定工业园区的唯一污水处理厂，开展污水处理业务时间较长，能很好地履行作为本交易的资产服务机构的相关职能。

### 3. 资产服务机构 2/西源污水

本交易资产服务机构二为西源污水。西源污水同时也作为本次交易基础资产的生成方之一，由民生环保和常州市西夏墅实业总公司（以下简称“西夏墅实业”）于 2003 年 12 月共同出资组建成立。2016 年底，民生环保和西夏墅实业对西源污水增资至 8000 万元，增资后，两者分别持有 75% 和 25% 的股份。2017 年底，民生环保将其持有的股权转让给新苏水环境。截至 2019 年 9 月底，西源

污水实收资本为 8000 万元，新苏水环境和西夏墅实业分别持股 75% 和 25%，实际控制人为常高新集团。

西源污水是常州高新区纺织园区的主要公共服务配套设施。西源污水于 2003 年投产，接管高新区纺织园区内 25 家纺织印染企业的工业污水、生活污水、西夏墅镇、孟河镇居民的生活污水、以及四家公司（常州金牛研磨有限公司、常州永宝利染丝有限公司、常州中臻针织品染整有限公司、常州市巨朋纺织印染有限公司）的托管处理业务。西源污水是园区唯一的污水处理企业，在区内污水处理市场处于垄断地位，污水管网长度 17.8 千米。其中：工业废水约占 80% 左右，生活污水约占 20%；工业废水的构成主要为纺织行业污水。

截至 2018 年底，西源污水资产总额 10080.05 万元，负债合计 2308.89 万元，所有者权益合计 7717.17 万元。2018 年，西源污水实现营业收入 3131.18 万元，净利润 380.87 万元，经营性现金流量净额 624.75 万元。

截至 2019 年 9 月底，西源污水资产总额 12442.13 万元，负债合计 3914.93 万元，所有者权益合计 8527.19 万元。2019 年 1-9 月，西源污水实现营业收入 3077.47 万元，净利润 756.02 万元，经营性现金流量净额 561.75 万元。

总体来看，西源污水作为服务于特定工业园区的唯一污水处理厂，开展污水处理业务时间较长，能很好地履行作为本交易的资产服务机构的相关职能。

### 4. 差额补足人/常高新集团

本交易的差额补足人为常高新集团（以下简称“公司”）。常高新集团前身为“常州经济技术开发区经济发展总公司”，成立于 1992 年 9 月，初始注册资本 0.80 亿元，是经常州市人民政府批准设立的全民所有制集团公司企业。历经多次增资，截至 2019 年 9 月末，常高新集团注册资本和实收资本均为 10.05 亿元，常州市新北区人民政府（以下简

称“新北区政府”)为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2019 年 9 月末,公司本部下设建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心 5 个职能部门;合并范围内子公司共 101 家。其中包括 A 股上市公司黑牡丹(集团)股份有限公司(以下简称“黑牡丹”,股票代码:600510.SH),公司对其直接持股 49.92%,通过子公司常州国有资产投资经营有限公司间接持股 9.21%,合计持股比例 59.13%。截至 2019 年 9 月末,公司持有的黑牡丹股份质押 78616352 股,占其持股数量的 12.70%,质押比例较低。

截至 2018 年末,公司合并资产总额 661.72 亿元,负债合计 453.97 亿元,所有者权益 207.75 亿元,其中归属于母公司所有者权益 163.01 亿元。2018 年,公司实现营业收入 111.28 亿元,净利润 4.74 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 0.92 亿元;经营活动产生的现金流量净额 15.39 亿元,现金及现金等价物净增加额-15.55 亿元。

截至 2019 年 9 月末,公司合并资产总额 713.29 亿元,负债合计 496.78 亿元,所有者权益 216.52 亿元,其中归属于母公司所有者权益 164.27 亿元。2019 年 1-9 月,公司实现营业收入 87.11 亿元,净利润 9.27 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元;经营活动产生的现金流量净额 32.48 亿元,现金及现金等价物净增加额 34.89 亿元。

### (1) 经营分析

公司作为常州市新北区基础设施建设的重要主体,收入主要来源于工程施工、安置房销售、纺织服装、商品房销售、商品销售、租赁业务等业务。2016-2018 年,公司营业收入逐年增长,年均复合增长 4.47%,其中 2018 年营业收入较上年增长 5.61%,主要系商品销售收入大幅增加所致。近三年,公司主营业务收入占比均在 95%以上。

从收入构成看,公司负责新北区基础设施建设,2016-2018 年,随着基础设施建设投融资模式转变,工程施工收入波动下降,其中 2018 年较上年下降 38.14%。随着安置房开发面积的减少和存量项目的销售,安置房销售收入波动下降,其中 2018 年较上年下降 58.11%。纺织服装收入逐年增长,年均复合增长 6.03%。商品房销售收入受房屋交付进度影响呈波动增长态势,其中 2018 年较上年大幅增长 201.66%,主要系商品房集中交付,收入结转较多所致。公司从事纺织品和电子产品的贸易业务,商品销售收入规模较大,收入有所波动。公司从事融资租赁、股权投资等类金融业务,收入逐年增长;公司租赁业务主要为房产租赁和绿化资产租赁,收入波动较小;公司从事污水处理、污泥处理等环保工程业务,随着业务逐步开展,收入呈上升趋势。公司其他业务规模较小,对收入影响不大。

表 9 2016 年-2019 年 1-9 月常高新集团营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	10.10	9.90	10.16	10.99	10.43	14.73
安置房销售业务	11.11	10.90	12.58	14.46	13.72	13.81
纺织服装业务	9.86	9.67	22.36	10.77	10.22	18.75
商品房销售业务	22.66	22.22	26.50	10.48	9.94	32.94
商品贸易业务	40.09	39.31	1.85	49.23	46.72	1.45
类金融业务	1.46	1.43	51.00	2.12	2.81	60.83
租赁业务	2.22	2.18	44.08	2.26	2.14	39.93
环保工程业务	0.53	0.52	44.88	1.01	0.96	36.88
其他	3.95	3.87	20.56	4.06	3.05	32.14

合计	101.97	100.00	13.87	105.37	100.00	12.97
业务板块	2018年			2019年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	6.80	6.11	17.93	3.93	4.51	19.37
安置房销售业务	6.05	5.44	15.94	0.92	1.05	18.90
纺织服装业务	11.08	9.96	18.17	8.73	10.02	15.64
商品房销售业务	31.60	28.40	54.31	40.11	46.04	58.26
商品贸易业务	43.46	39.05	1.76	22.80	26.18	1.51
类金融业务	2.96	2.66	69.28	1.44	1.65	24.37
租赁业务	2.58	2.32	43.39	1.85	2.13	39.16
环保工程业务	1.15	1.03	44.90	1.74	1.99	41.01
其他	5.59	5.02	37.01	5.59	6.42	40.88
<b>合计</b>	<b>111.28</b>	<b>100.00</b>	<b>25.06</b>	<b>87.11</b>	<b>100.00</b>	<b>34.54</b>

资料来源：公司提供

毛利率方面，公司工程施工毛利率逐年增长，主要系2017年以来公司逐步改变基建项目投融资模式所致。安置房销售业务毛利率逐年增长，主要系前期结转成本较多，后期冲回所致。纺织服装业务毛利率受棉花等材料采购成本上升影响呈下降趋势，其中2017年棉花采购价格提升幅度较大，当年毛利率下降幅度较大。随着常州市房地产市场回暖，商品房价格提升，商品房销售业务毛利率逐年上升。公司商品销售业务利润空间较小，毛利率水平低。公司类金融业务板块毛利率逐年提升，主要系公司加大风险控制力度，担保业务提取赔偿准备金减少所致。受资产出租率影响，公司租赁业务毛利率有所波动。受上述因素综合影响，2016-2018年公司综合毛利率分别为13.87%、12.97%和25.06%，2018年，商品房销售业务收入和毛利率大幅提升，带动公司综合毛利率增长。

2019年1-9月，公司营业收入较上年同期上升34.36%，主要系商品房销售业务收入上升所致；综合毛利率为34.54%，较上年同期提高20.29个百分点，主要系毛利率水平较高的商品房销售业务收入占比较高所致。

总体看，公司业务板块较多，受商品房销售收入影响，公司营业收入持续增长；受商品房收入规模及占比波动影响，公司综合毛利率波动增长。

## (2) 财务分析

公司提供了2016-2018年合并财务报表，华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的2019年三季度合并财务报表未经审计。

### 资产质量

2016-2018年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长10.46%。截至2018年末，公司资产总额661.72亿元，较年初增长11.87%，主要系流动资产增加所致。近三年公司流动资产占比分别为73.74%、74.70%和77.38%，流动资产占比逐年扩大。

### 流动资产

2016-2018年，公司流动资产呈增长趋势，年均复合增长13.15%。截至2018年末，公司流动资产512.06亿元，较年初增长15.89%，主要系其他应收款和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。

2016-2018年，公司货币资金年均复合下降6.95%。截至2018年末，货币资金56.32亿元，较年初下降20.77%。公司货币资金主要为银行存款46.69亿元（占82.90%）和其他货币资金9.63亿元（占17.10%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用保证金等受限资金，受限比例一般。

2016-2018年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长12.10%。截至2017末，应收

账款账面价值 58.74 亿元，较年初增长 22.54%，主要系当年安置房交付后新增应收回款。截至 2018 年末，应收账款账面价值 60.23 亿元，较年初不大。其中应收政府及其下属部门款项 51.05 亿元（占 84.05%），主要为应收安置房回款和代建工程款，其回收受政府财政状况和相关政策影响较大；应收北京大唐高鸿科技发展有限公司贸易货款 4.98 亿元（占 8.21%），二者均未计提坏账准备。公司应收账款计提坏账准备 0.50 亿元，计提比例 0.83%。

2016–2018 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 33.17%。公司其他应收款主要是与常州市新北区财政局及其他政府单位的往来款、资金调拨以及产生的利息，应收新北国土储备中心的土地收储款及相关款项。截至 2018 年末，其他应收款 158.60 亿元，较年初增长 43.64%，主要系应收新北国土储备中心土地收储款和应收新北区财政局往来款增加所致。其他应收款前五位占比 88.57%，集中度较高。其他应收累计计提坏账 0.77 亿元，计提比例 0.69%。其他应收款欠款单位主要是新北区政府及相关单位，回款受政府财政状况和相关政策影响较大，对公司营运资金形成较大占用。

2016–2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 8.98%。截至 2018 年末，公司存货账面价值 196.03 亿元，较年初增长 15.77%，主要系开发成本和开发产品增加所致。其中，开发成本 166.75 亿元（占 89.40%），较年初增长 10.16%，主要系商品房建设投入增加所致；开发产品 18.50 亿元（占 5.88%）。公司开发成本中，土地资产 57.09 亿元（占 34.24%），以商住用地及商办用地为主，均通过“招拍挂”程序获得，并已足额缴纳土地出让金，以历史成本入账。公司存货计提跌价准备 0.44 亿元，计提比例较低。

### 非流动资产

2016–2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 2.52%。截至 2018 年末，公司非流动资产 149.66 亿元，较年初变化较

小，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。

2016–2018 年，公司可供出售金融资产有所波动。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 28.53 亿元，较年初下降 10.76%，主要系减少对外股权投资所致。其中，债权投资 3.36 亿元（占 11.79%），股权投资 25.17 亿元（占 88.21%）。股权投资中按公允价值计量的 16.69 亿元，按成本计量的 8.47 亿元。可供出售金融资产共计提减值准备 2.00 亿元，均为权益投资项目计提。

2016–2018 年，公司长期应收款逐年增长，年均复合增长 11.30%。截至 2018 年末，公司长期应收款 19.38 亿元，主要为公司融资租赁业务产生的应收租赁款。

2016–2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 35.49%。截至 2018 年末，公司长期股权投资 17.11 亿元，较年初增长 27.90%，主要系公司对常州天融股权投资中心（有限合伙）追加投资，新增对新苏融合（常州）环保投资基金（有限合伙）投资所致。公司长期股权投资主要为对产业基金投资，2018 年权益法下确认投资收益 0.34 亿元。

2016–2018 年，公司投资性房地产账面价值稳定。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 22.95 亿元，以成本模式计量，主要为青年公寓、软件园 E 座等房产以及标准厂房，用于对外租赁，累计计提折旧和摊销 4.67 亿元。

2016–2018 年，随着折旧计提和部分处置，公司固定资产逐年减少，年均复合降低 5.00%。截至 2018 年末，公司固定资产 30.75 亿元，主要为房屋建筑物（占 38.08%）和其他设备（占 56.68%），其他设备主要为绿化资产。固定资产累计计提折旧 13.08 亿元，成新率 82.60%，成新率尚可。

2016–2018 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合降低 17.90%。截至 2018 年末，公司其他非流动资产 16.60 亿元，较年

初降低 35.21%，主要系北部新城和万顷良田项目部分结转所致。

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值 68.53 亿元（不含黑牡丹质押的股权），占总资产的 10.36%，主要用于抵押贷款，主要包括货币资金 9.55 亿元、存货 40.52 亿元、长期应收款 10.83 亿元、投资性房地产 7.46 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 713.29 亿元，较年初增长 7.79%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产 560.22 亿元（占 78.54%），较年初增长 9.41%，主要系借款增加导致货币资金增加；非流动资产 153.07 亿元，较年初增长 2.28%。

总体看，公司资产构成以流动资产为主；流动资产中存货规模保持在较高水平，流动性较弱。应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用，回款受政府财政状况和相关政策影响较大。公司整体资产质量一般。

负债及所有者权益

### 负债

2016–2018 年，公司负债总额逐年增加，年均复合增长 14.77%。截至 2018 年末，公司负债总额 453.97 亿元，较年初增长 16.88%，主要系流动负债增加所致。近三年，公司流动负债占比分别为 43.67%、37.43% 和 53.97%，流动负债占比有所提高。

2016–2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 27.59%。截至 2018 年末，公司流动负债 244.99 亿元，较年初增长 68.50%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2016–2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 15.84%。截至 2018 年末，公司短期借款 19.42 亿元，较年初增长 71.12%；短期借款主要是保证借款。

2016–2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 11.28%。公司应付账款主要是

应付工程款，截至 2018 年末，应付账款 15.10 亿元，较年初增长 17.41%，主要系应付工程款增加所致。

2016–2018 年，公司预收款项逐年快速增长，年均复合增长 164.20%。预收账款主要为预售房款。截至 2018 年末，公司预收款项 57.39 亿元，较年初大幅增长 125.28%，主要系房地产项目预收购房款增加所致。

2016–2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 16.28%。公司其他应付款为与新北区财政局及其他相关单位往来款，截至 2018 年末为 8.05 亿元。

2016–2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 17.95%。截至 2018 年末，一年内到期的非流动负债 78.86 亿元，较年初增长 58.50%。其中，一年内到期的长期借款 48.55 亿元（占 61.58%）、一年内到期的应付债券 25.75 亿元（占 32.66%）、一年内到期的长期应付款 4.55 亿元（占 5.77%）。一年内到期的应付债券包括“09 常高新”14.98 亿元（已正常兑付）、“13 常高新”3.2 亿元（发行总额的 20%，已正常兑付）和“13 黑牡丹 01”7.57 亿元（2019 年 10 月 19 日到期）。

2016–2018 年，随着短期融资券的发行，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 54.40%。截至 2018 年底，其他流动负债 41.57 亿元，较年初增长 82.00%，主要系短期融资券发行和预提费用增加所致。其中短期融资券 22.00 亿元已纳入短期债务核算。

2016–2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.75%。截至 2018 年末，公司非流动负债 208.98 亿元，较年初下降 14.00%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 38.84%）和应付债券（占 55.92%）。

2016–2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.32%。截至 2018 年末，长期借款 81.16 亿元，较年初下降 28.49%，主要系新增借款减少，存量到期重分类所致。

2016–2018 年，公司应付债券波动增长。

截至 2018 年末，公司应付债券账面价值 116.86 亿元，较年初小幅下降。

2016–2018 年，公司债务规模持续扩大，年均复合增长 7.00%。截至 2018 年末，公司全部债务 336.01 亿元，较年初增长 4.70%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 130.98 亿元，较年初增长 61.58%；长期债务 205.03 亿元，较年初下降 14.52%。短期债务占比自年初 25.26% 上升至 38.98%，短期债务占比有所扩大，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.60%、61.79% 和 49.67%，较年初分别提高 2.94 个百分点、0.55 个百分点和下降 4.29 个百分点。公司债务负担有所加重，其中 2019–2020 年债务到期规模较大。

截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 496.78 亿元，较年初增长 9.43%。其中流动负债 249.35 亿元（占 50.19%），较年初增长 1.78%，变动幅度不大；非流动负债 247.43 亿元（占 49.81%），较年初增长 18.40%，主要系长期借款、应付债券增加所致。截至 2019 年 9 月末，公司全部债务 356.11 亿元，较年初增长 5.98%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务 114.51 亿元（占 32.16%），较年初减少 12.57%，主要系长期借款集中到期以及债券到期兑付所致；长期债务 241.60 亿元（占 67.84%），较年初增长 17.84%，主要系长期借款、应付债券增加所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.65%、62.19% 和 52.74%，较年初分别提高 1.05 个百分点、提高 0.40 个百分点和提高 3.07 个百分点。

总体看，随着在建项目投资规模不断扩大，公司负债水平逐年提高，债务负担较重，面临一定偿付压力。

### 所有者权益

2016–2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 2.51%，主要系盈利积累、留存收益增加所致。截至 2018 年末，公司所有者权益 207.75 亿元，其中归属于母公司所

有者权益为 163.31 亿元（占 78.46%）。归属母公司所有者权益中，实收资本占 6.17%、其他权益工具占 7.27%、资本公积占 75.72%、未分配利润占 7.75%，所有者权益结构稳定性较好。

2016–2018 年，公司资本公积波动较小。截至 2018 年末，公司资本公积 123.43 亿元。其中资本溢价 107.72 亿元，主要为股东现金注资积累；其他资本公积 15.71 亿元，主要为股权和资产划转形成。

截至 2018 年末，公司其他权益工具为 11.90 亿元，较年初无变化。其他权益工具为公司发行的“15 常高新 MTN001”和“17 常高新 MTN002”两期永续中期票据，期限为 5+N。

截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益为 216.52 亿元，规模和结构较年初保持稳定。

总体看，公司所有者权益逐年增加，其中实收资本和资本公积占比较高，资本公积中现金注资比例较高，权益结构较为稳定。

### 盈利能力

2016–2018 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 4.47%；公司营业成本波动下降，年均复合下降 2.55%。2016–2018 年，公司营业利润率呈上升趋势，分别为 11.54%、11.82% 和 17.70%。

2016–2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 11.44%。2018 年，公司期间费用总额为 13.10 亿元，较上年增长 24.33%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.82%、31.51%、2.81% 和 53.86%，以财务费用为主。2018 年，财务费用为 7.05 亿元，较上年增长 28.84%，主要系债务规模扩大所致。2016–2018 年，公司费用收入比分别为 10.34%、9.66% 和 11.44%，公司费用控制能力尚可。

2017–2018 年，公司实现投资收益 0.65 亿元和 1.44 亿元，主要为可供出售金融资产产生的投资收益，占营业利润的比重分别为 11.54% 和 16.31%，对营业利润影响不大。



2016~2018 年，公司营业外收入及其他收益合计分别为 5.38 亿元、3.80 亿元和 3.14 亿元，以政府补助为主，占利润总额的比重分别为 94.08%、60.39%和 36.04%，随着公司经营业务发展稳定，政府补贴逐步减少，利润实现对政府补助依赖逐步降低。

从盈利指标看，2017-2018 年，公司总资产收益率分别为 2.52%、2.35%和 2.74%，总资产报酬率分别为 2.65%、2.58%和 2.97%，净资产收益率分别为 1.86%、1.81%和 2.31%。受毛利较高的商品房销售业务规模增长的影响，2018 年公司盈利能力有所提升，但整体盈利能力较弱。

2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 87.11 亿元，较上年同期上升 34.36%，主要系商品房销售业务收入上升所致。2019 年 1-9 月，公司实现营业利润 13.53 亿元、净利润 9.27 亿元，营业利润率为 26.10%。

总体看，公司经营业务发展稳定，营业收入逐年增长，政府补贴逐步减少，利润实现对政府补助依赖逐步降低，在毛利率水平较高的商品房销售业务带动下，2018 年公司盈利能力有所提升，但整体盈利能力仍偏弱。

#### 现金流

2016-2018 年，公司经营活动现金持续净流入，分别为 7.18 亿元、16.48 亿元和 15.39 亿元。2016-2018 年，公司销售商品提供劳务收到现金分别为 99.06 亿元、116.42 亿元和 143.02 亿元，其中 2018 年商品房销售业务规模扩大带动下，现金流入大幅增长；收到其他与经营活动有关现金分别 23.19 亿元、24.05 亿元和 29.53 亿元，主要为政府补助、利息收入、保证金及万顷良田工程财政拨款等。2016-2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 88.83 亿元、103.26 亿元和 128.13 亿元，随着业务规模扩大逐年增长；支付其他与经营活动有关的现金分别为 18.06 亿元、12.01 亿元和 17.42 亿元，主要为往来款、北部新城项目代付款、保证金等。近三年，公司现金收入比分别为 97.15%、110.49%和

128.53%，收入实现质量逐年提高。

2016-2018 年，公司投资活动现金持续净流出，分别净流出 25.95 亿元、18.55 亿元和 5.72 亿元。2016-2018 年，公司收回投资收到的现金分别为 14.11 亿元、37.81 亿元和 51.25 亿元，主要为收回理财投资及融资租赁等金融业务回款；投资支付的现金分别为 32.55 亿元、53.90 亿元和 56.54 亿元，主要为公司购买理财产品及融资租赁等类金融业务投入。

2016-2018 年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出，分别为 18.39 亿元、11.98 亿元和 -25.19 亿元。2016-2018 年，公司筹资活动现金流入规模呈下滑趋势，分别为 210.95 亿元、203.45 亿元和 152.13 亿元，年均复合下降 15.08%，以取得银行借款为主；其中，收到其他与筹资活动有关现金分别为 33.88 亿元、65.63 亿元和 13.90 亿元，主要为收回非关联单位的借款。2016-2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 192.56 亿元、191.48 亿元和 177.32 亿元，年均复合下降 4.04%，以偿还债务支付现金为主；其中支付其他与筹资活动有关现金分别为 36.46 亿元、88.49 亿元和 34.07 亿元，主要为对其他单位的借款。

2019 年 1-9 月，公司经营活动现金净流入 32.48 亿元，投资活动净流出 6.68 亿元，筹资活动净流入 8.75 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模逐年扩大，收入质量有所提高，投资活动持续净流出，考虑到公司基建项目收益回收周期较长、房地产项目投资规模较大，公司面临一定外部融资压力。

#### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016-2018 年，公司流动比率分别为 2.66 倍、3.04 倍和 2.09 倍，波动下降。速动比率分别为 1.56 倍、1.87 倍和 1.29 倍，波动下降。综合考虑到资产中应收类款项的回收情况以及流动负债中预收款项的性质，公司流动资产、可快速变现资产对流动负债的保障程度较强。2016-2018

年,公司现金短期债务比分别为 0.66 倍、0.93 倍和 0.44 倍,随着短期债务规模扩大,现金类资产对短期债务的保障程度有所降低。截至 2019 年 9 月末,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.25 倍、1.46 倍和 0.79 倍。整体看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2016-2018 年,公司 EBITDA 分别为 15.10 亿元、16.69 亿元和 17.98 亿元,持续增长。2018 年 EBITDA 构成中,折旧占 11.17%、计入财务费用的利息支出占 44.93%、利润总额占 39.62%。2016-2018 年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.52 倍、1.52 倍和 1.59 倍,持续提高,EBITDA 对利息的覆盖程度较高。EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.06 倍和 0.07 倍,波动增长,EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看,公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月末,公司对外担保余额 181.70 亿元,担保比率为 83.92%。公司对外担保对象主要为常州市及新北区下辖的市级、区级城投企业,与公司存在较大规模的互保情况;此外,公司对新北区下辖乡镇平台公司担保规模较大。总体看,公司对外担保规模较大,区域集中,存在一定代偿风险。

截至 2019 年 9 月末,公司共获银行授信额度 239.06 亿元,尚有 86.72 亿元未使用,间接融资渠道较为通畅。

过往债务履约方面,根据中国人民银行企业征信报告(机构信用代码 G10320411004659406),截至 2019 年 11 月 21 日,公司已结清贷款中不良关注类贷款 11 笔,主要系银行操作问题导致,不属于不良贷款所致;无未结清不良及关注类信贷。

截至 2019 年 9 月末,公司无重大未决诉讼。

总体看,公司债务规模持续增长,短期偿债能力尚可,长期偿债能力一般;公司对外担保较多,存在与区域内城投企业互保的情况,存在代偿风险。但考虑到公司作为常州市新北区重要的基础设施建设主体,在资产注入,政府补贴和项目获取上受到当地政

府大力支持,同时近年来经营性业务发展稳定,收入逐年增长,公司整体偿债能力很强。

### (3) 综合评价

公司作为常州市新北区基础设施建设重要主体,在资产注入、项目获取和财政补贴等方面获得外部支持力度较大;公司经营性业务发展稳定,经营活动现金流状况良好。同时,联合资信也关注到公司安置房业务持续性较弱,基础设施建设业务资金压力较大;应收类款项持续增加;债务规模持续扩大,且面临一定集中偿付压力;存在一定或有负债风险等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

基于对公司主体长期信用的综合评估,联合资信给予常高新集团的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>。

## 5. 监管银行/保管银行

本交易的监管银行和保管银行均为中国农业银行股份有限公司(以下简称“农业银行”)常州新北支行。

农业银行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行,2009 年 1 月,农业银行整体改制为股份有限公司;2010 年 7 月,分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市(股票代码:601288.SH 和 01288.HK)。截至 2018 年底,农业银行境内分支机构共计 23381 个,包括总行本部、总行营业部、3 个总行专营机构、4 个培训学院、37 个一级分行、386 个二级分行、3455 个一级支行、19442 个基层营业机构以及 52 个其他机构。境外分支机构包括 13 家境外分行和 4 家境外代表处。农业银行拥有 15 家主要控股子公司,其中境内 10 家、境外 5 家。

截至 2018 年底,农业银行总资产 226094.71 亿元,其中发放贷款和垫款 119406.85 亿元;负债总额 209346.84 亿元,其中吸收存款 173462.90 亿元。2018 年农业银行实现营业收入 5985.88 亿元,净利润 2026.31 亿元,经营活动现金流净额为 1059.27 亿元。截至 2018 年底,农业银行不良贷款率

为 1.59%，拨备覆盖率为 252.18%，核心一级资本充足率 11.55%，一级资本充足率 12.13%，资本充足率 15.12%，均满足监管要求。

截至 2019 年 9 月底，农业银行总资产 248709.61 亿元，其中发放贷款和垫款 127931.25 亿元；负债总额 229475.01 亿元，其中吸收存款 187239.54 亿元。2019 年 1—9 月，农业银行实现营业收入 4749.81 亿元，净利润 1817.91 亿元，经营活动现金流净额为 1021.37 亿元。截至 2019 年 9 月底，农业银行不良贷款率为 1.42%，拨备覆盖率为 281.26%，核心一级资本充足率 11.19%，一级资本充足率 12.50%，资本充足率 16.10%，均满足监管要求。

农业银行是国内首批获得证券投资基金托管业务资格的商业银行之一，十多年来，始终保持托管业务零差错的记录，获得了监管层和业内的一致好评。农业银行在业务实践中，积累了丰富的托管经验，形成一套完善的业务营销体系，利用自身丰富的客户资源和系统优势，在做好资产保管、资金清算和资产估值等基础服务的同时，为客户提供市场信息、收益代收、现金管理、代理投票、绩效评估、风险分析等多种增值服务。截至 2018 年底，农业银行托管资产规模 92200.94 亿元。2018 年农业银行实现托管及其他受托业务佣金收入 35.98 亿元，较上年增长 6.8%。

农业银行针对客户资金托管业务面临的操作风险、信誉风险、合规性风险以及系统风险制定了明确的风险管理制度。业务经办行应根据开办客户资金托管业务的实际需要落实场地、设备及人员安排。在业务办理过程中确立双人控制制度和人员备份制度；各类操作流程必须具备可操作性。业务经办行须在总行授权的范围内开展客户资金托管业务，不得擅自越权办理；签署的托管协议中涉及托管人义务和职责的各项条款要符合法律法规的规定。

总体来看，农业银行财务状况优良、风险控制能力较强。联合资信认为，作为本次

交易的监管银行和托管银行，农业银行拥有良好的运营能力，本交易因农业银行丧失履约能力而发生违约的风险很小。

## 6. 受托人

本交易的受托人及发行人是平安信托。平安信托的前身为成立于 1984 年的中国工商银行珠江三角洲金融信托联合公司，1996 年经中国人民银行批复同意，中国平安保险（集团）股份有限公司收购了该公司股权，收购完成后更名为平安信托投资公司，2010 年经国家工商行政管理总局核准正式更名为平安信托有限责任公司。截至 2018 年末，平安信托注册资本 130 亿元（含美元 5000 万元）。平安信托出资股东数为 2 个，第一大股东为中国平安保险（集团）股份有限公司，持股比例为 99.88%；第二大股东为上海市糖业烟酒（集团）有限公司，持股比例为 0.12%。平安信托实际控制人为中国平安保险（集团）股份有限公司。

截至 2018 年末，平安信托合并资产总额 1570.76 亿元，负债合计 1052.41 亿元，股东权益 518.35 亿元。2018 年，平安信托实现营业收入 161.94 亿元，净利润 57.11 亿元。截至 2018 年末，平安信托信托资产总额 5341.24 亿元，信托负债 64.06 亿元，信托权益合计 5277.18 亿元。

平安信托遵照中国银行业监督管理委员会的监管要求，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，增强风险控制能力，在规范经营方面取得了一定的发展。平安信托已经基本建立了一套完整的公司治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架，能够较为有效地防范各种风险。

近年来平安信托先后发行了多单资产支持证券，在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验。

总体来看，平安信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性

相对较小。

## 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能力及操作风险等因素的综合考量，确定“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先 A1 级和优先 A2 级资产支持票据的信用等级均为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

附件 1 优先级票据本金摊还计划表（单位：万元）

日期	偿还 A1 本金	偿还 A2 本金
2020/7/26	6600	1400
2021/1/26	3800	1400
2021/7/26	4000	1500
2022/1/26	3600	1800
2022/7/26	0	6000
2023/1/26	0	6000
2023/7/26	0	6400
2024/1/26	0	6500
2024/7/26	0	4000
合计	<b>18000</b>	<b>35000</b>

## 附件 2 常高新集团有限公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
资产总额 (亿元)	542.34	591.51	661.72	713.29
所有者权益 (亿元)	197.70	203.11	207.75	216.52
短期债务 (亿元)	103.32	81.06	130.98	114.51
长期债务 (亿元)	190.14	239.86	205.03	241.60
全部债务 (亿元)	293.45	320.92	336.01	356.11
营业收入 (亿元)	101.97	105.37	111.28	87.11
净利润 (亿元)	3.51	3.62	4.74	9.27
EBITDA (亿元)	16.69	17.98	22.01	--
经营性净现金流 (亿元)	7.18	16.48	15.39	32.48
应收账款周转次数 (次)	2.24	1.97	1.87	1.53
存货周转次数 (次)	0.52	0.55	0.46	0.29
总资产周转次数 (次)	0.20	0.19	0.18	0.13
现金收入比率 (%)	97.15	110.49	128.53	132.77
总资本收益率 (%)	2.52	2.35	2.74	--
总资产报酬率 (%)	2.65	2.58	2.97	--
净资产收益率 (%)	1.86	1.81	2.31	--
营业利润率 (%)	11.54	11.82	17.70	26.10
费用收入比 (%)	10.34	9.66	11.44	12.05
资产负债率 (%)	63.55	65.66	68.60	69.65
全部债务资本化比率 (%)	59.75	61.24	61.79	62.19
长期债务资本化比率 (%)	49.02	54.15	49.67	52.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.52	1.52	1.59	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.06	0.07	--
流动比率 (倍)	2.66	3.04	2.09	2.25
速动比率 (倍)	1.56	1.87	1.29	1.46
现金短期债务比 (倍)	0.66	0.93	0.44	0.79
经营现金流动负债比率 (%)	4.77	11.33	6.28	13.03

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中刚性债务纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中刚性债务纳入长期债务核算；4. 2019 年三季度财务数据未经审计

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变



## 附件 5 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](http://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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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 <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C <sub>sf</sub>	不能偿还债务

## 联合资信评估有限公司关于 新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持 票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新苏环保产业集团有限公司/平安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机构报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构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“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”相关信息，如发现“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级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。

如新苏环保产业集团有限公司/平安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“新苏环保产业集团有限公司 2020 年度第一期绿色资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新苏环保产业集团有限公司/平安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。