

信用评级公告

联合〔2021〕7442号

联合资信评估股份有限公司通过对“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下“20 普华租赁 ABN002 优先 01”的信用等级为 AAA_{sf} ，“20 普华租赁 ABN002 优先 02”的信用等级为 AAA_{sf} ，“20 普华租赁 ABN002 优先 03”的信用等级为 AAA_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期 资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

票据简称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20普华租赁ABN002优先01	2.80	7.20	28.94	47.99	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20普华租赁ABN002优先02	4.59	5.50	47.48	36.66	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20普华租赁ABN002优先03	1.00	1.00	10.33	6.67	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20普华租赁ABN002次	1.30	1.30	13.43	8.67	NR	NR
票据合计	9.69	15.00	100.18	99.99	--	--
超额抵押	-0.02	0.00	-0.18	0.01	--	--
资产池合计	9.68	15.00	100.00	100.00	--	--

注：NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托成立日：2020年12月7日

票据法定到期日：2025年10月20日

跟踪期间：2020年12月08日—2021年4月20日

资产池跟踪基准日：2021年3月31日

票据跟踪基准日：2021年4月20日

首次评级日期：2020年9月23日

跟踪评级日期：2021年7月29日

分析师

王放 刘昊 李倪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
汽车金融类资产支持证券评级方法	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

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况等多方因素进行了持续的关注，并结合上述要素对票据进行了现金流分析及压力测试。

截至资产池跟踪基准日，一方面，资产池实际表现（90+累计逾期率 0.04%¹）优于我们首评的预测结果（通过静态池预测得到同期限的 90+累计逾期率 0.35%）；另一方面，入池基础资产剩余期限也大幅缩短（由 26.09 个月下降至 18.37 个月），既降低了承租人的融资杠杆又提升了其违约成本，资产池现金流的不确定性降低（考虑账龄因素后资产池剩余周期的预期累计违约率 1.26%，优于首评的 2.27%）。因此，资产池的总体质量优于首评。

交易结构方面，大比例优先级票据顺利兑付，使得剩余优先级资产支持票据获得的信用支持明显提升。根据量化测算的结果，“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”仍满足 AAA_{sf}等级的测算要求，且风险承受能力均已远超 AAA_{sf}等级的评级标准。

另外，浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”，主体长期信用等级 AAA）对本交易提供的不可撤销的差额支付承诺为“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”提供了极强的额外保障。

综合考虑上述因素，联合资信确定维持“浙

¹ 90+累计逾期率=跟踪基准日逾期超过 90 天（不含）未偿本金余额/资产池初始基准日未偿本金。

江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”的信用等级为 AAA_{sf}。上述评级结果反映了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. **资产池整体质量优于首次评级。**资产池实际表现的 90+ 累计逾期率 0.04% 优于首评通过静态池预测得到同期限的 90+ 累计逾期率 0.35%；入池基础资产剩余期限由 26.09 个月大幅下降至 18.37 个月，既降低了承租人的融资杠杆又提升了其违约成本，资产池现金流的不确定性降低，具体表现就是考虑账龄因素后资产池剩余周期的预期累计违约率 1.26%，优于首评的 2.27%。因此，资产池的总体质量优于首评。

2. **剩余优先级资产支持票据获得的信用支持明显提升。**截至资产池跟踪基准日，在考虑超额抵押的情况下，“20 普华租赁 ABN002 优先 01”获得的信用支持由 52.01% 提升至 71.06%；“20 普华租赁 ABN002 优先 02”获得的信用支持由 15.35% 提升至 23.59%；“20 普华租赁 ABN002 优先 03”获得的信用支持由 8.68% 提升至 13.25%。

3. **吉利控股提供的差额支付承诺为“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”提供了额外保障。**吉利控股是我国重要的自主品牌汽车生产商之一，且通过并购实现了对沃尔沃品牌的控制。跟踪期内，吉利控股在汽车领域具有很强的综合竞争力，整体品牌知名度高，财务弹性大，再融资能力强。联合资信维持吉利控股的主体长期信用等级为 AAA，其对本交易提供的不可撤销的差额支付承诺，仍为“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华

租赁 ABN002 优先 03”提供了极强的额外保障。

关注：

1. **近年来汽车行业增速下降、同业竞争加剧，吉利控股债务规模大，短期债务增速快，盈利能力出现下降等因素对吉利控股信用水平可能带来不利影响。**2020 年全年，中国汽车产销量分别为 2522.50 万辆和 2531.10 万辆，较上年分别下降 2.00% 和 1.90%，自 2018 年起，已连续三年下降。汽车市场的规模已趋于饱和，未来将以存量市场的竞争为主，汽车市场的竞争压力将加剧。截至 2020 年底，吉利控股全部债务 1565.33 亿元，较年初增长 19.62%，其中短期债务 711.08 亿元，较年初增长 34.86%。2020 年，吉利控股主营业务毛利率、总资产报酬率、净资产收益率较上年分别下降 1.06 个百分点、1.37 个百分点和 3.12 个百分点。

2. **定量分析存在一定的模型风险。**影响智慧租赁入池基础资产的违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的相关假设或参数估计可能存在模型风险。

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

差额支付承诺人主要财务数据：

浙江吉利控股集团有限公司				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	3334.31	3956.88	4854.04	4854.75
所有者权益（亿元）	1027.54	1204.26	1523.04	1574.10
营业总收入（亿元）	3285.21	3308.18	3256.19	878.06
利润总额（亿元）	257.70	182.51	162.43	67.12
EBITDA（亿元）	436.11	394.70	399.06	--
营业利润率（%）	20.44	18.42	17.54	18.44
净资产收益率（%）	19.72	11.78	8.66	--
资产负债率（%）	69.18	69.57	68.62	67.58
EBITDA 利息倍数（倍）	20.26	10.78	9.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	3.32	3.92	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

声 明

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

一、票据兑付、信用支持及参与方履职能力分析

1. 票据兑付、信用支持

截至票据跟踪基准日，本交易本息正常兑付，剩余优先级票据获得的信用支持明显提高。截至票据跟踪基准日，未触发风险事件。

本交易成立于2020年12月7日。本次跟踪期内，优先级资产支持票据（包含“20普华租赁ABN002优先01”“20普华租赁ABN002优先02”和“20普华租赁ABN002优先03”，以下简称“优先级票据”）利息均已足额支付。截至本次票据跟踪基准日，本交易仍处在优先级票据本金兑付期内，“20普华租赁ABN001优先02”本金已经兑付61.11%；“20普华租赁ABN002

优先02”本金已经兑付16.47%；“20普华租赁ABN002优先03”本金尚未开始兑付；次级资产支持票据“20普华租赁ABN002次”本金尚未开始兑付。具体情况如表1所示：

表1 截至本次票据跟踪基准日本期票据兑付情况
(单位：万元)

分配时间	20普华租赁ABN002优先01	20普华租赁ABN002优先02
2021/1/20	28000.00	6693.54
2021/4/20	16000.00	2367.36

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

截至本次票据跟踪基准日，本交易未触发风险事件。本期票据的存续情况见表2。

表2 截至基础资产跟踪基准日资产支持专项计划存续规模相关基本要素 (单位：亿元、%)

票据简称	存续规模		占比		发行利率	到期日	兑付情况
	本次跟踪	首次评级	本次跟踪	首次评级			
20普华租赁ABN002优先01	2.80	7.20	28.94	47.99	3.36	2021/10/20	正常
20普华租赁ABN002优先02	4.59	5.50	47.48	36.66	3.90	2022/7/20	正常
20普华租赁ABN002优先03	1.00	1.00	10.33	6.67	4.00	2023/1/20	正常
20普华租赁ABN002次	1.30	1.30	13.43	8.67	--	2023/10/20	正常
票据合计	9.69	15.00	100.18	99.99	--	--	--
超额抵押	-0.02	0.00	-0.18	0.01	--	--	--
资产池合计	9.68	15.00	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

2. 参与机构表现

跟踪期内，本交易涉及的所有参与机构均未发生替换，履职情况稳定。

(1) 资产服务机构

本交易的资产服务机构为浙江智慧普华融资租赁有限公司（以下简称“智慧租赁”）。截至2021年3月底，智慧租赁注册资本为10786.00万美元，实缴资本10786.00万美元，法定代表人为张一凡，股东包括浙江众尖投资有限公司、吉利国际（香港）有限公司（GEELY INTERNATIONAL(HONG KONG) LIMITED）和浙江吉利汽车有限公司，持股比例分别为52.00%、30.00%和18.00%，其中，李书福为其实际控制人。

智慧租赁现开展的业务主要服务于浙江吉利汽车有限公司，涉及浙江吉利汽车有限公司旗下除沃尔沃品牌之外的所有车型，主要以售后回租的形式为吉利汽车最终用户提供汽车融资解决方案。截至2021年3月底，智慧租赁共与241家浙江吉利汽车有限公司旗下品牌经销商建立了合作关系，覆盖了全国绝大部分地区。智慧租赁的客户类型主要为个人客户，产品期限分为12期、18期、24期、36期和48期，还本付息方式大部分采用等额本息还款方式。

截至2020年底，智慧租赁资产总额64.67亿元，较上年底增长23.94%；负债总额54.72亿元，较上年底增长24.70%；所有者权益9.95亿元，较上年底增长19.96%。2020年，智慧

租赁实现营业总收入 5.86 亿元，同比增长 21.50%；实现利润总额 2.86 亿元。2020 年，智慧租赁经营活动现金流量净额为 8.86 亿元。

总体看，智慧租赁经营状况良好，作为资产服务机构，履职能力很强。

(2) 资金保管机构/受托机构

跟踪期内，本交易资金保管机构和受托机构未发生替换，履职情况稳定。

二、差额支付承诺人分析

跟踪期内，联合资信确定维持浙江吉利控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的差额支付承诺对优先级票据的本息偿还提供了额外的保障。

1. 概况

跟踪期内，浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”）股权结构和经营范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，吉利控股注册资本 9.30 亿元，李书福仍为吉利控股的控股股东和实际控制人。跟踪期内，吉利控股在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

2. 经营分析

2020 年，中国汽车市场先抑后扬，下半年全面企稳回升，乘用车中 SUV 表现较好，商用车中货车销量大幅增长；新能源汽车销量重回上升通道。2020 年，受新冠肺炎疫情爆发的影响，吉利控股整体收入和毛利率均略有下降，从汽车品牌来看，吉利汽车品牌销量略有下降，沃尔沃汽车品牌受国际汽车市场影响降幅略大。

2020 年，中国汽车行业总体表现出了强大的发展韧性和内生动力。2020 年一季度新冠肺炎疫情对汽车行业冲击较大，但随着疫情逐步得以控制，汽车市场下半年全面复苏，全年产销增速稳中略降，基本消除了疫情的影响。根据中国汽车工业协会的统计数据，2020 年全年，中国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销量分别为 2522.50 万辆和 2531.10 万辆，较上年

分别下降 2.00% 和 1.90%，降幅较上年分别收窄 5.50 个百分点和 6.30 个百分点；2020 年下半年，汽车销量同比上升 11.9% 且较上半年增长 46.8%。

图 1 2014—2020 年中国汽车销量情况

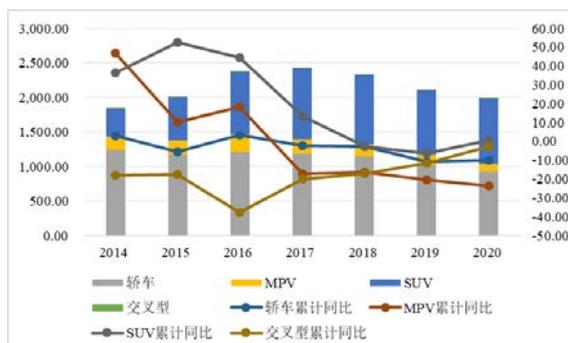
(单位：万辆、%)



资料来源：wind，联合资信整理

图 2 2014—2020 年乘用车销售情况

(单位：万辆、%)



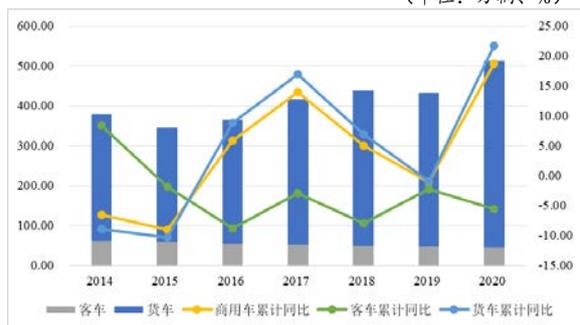
注：SUV 为运动型多用途乘用车，MPV 为多功能乘用车
资料来源：wind，联合资信整理

乘用车方面，2020 年，乘用车产销量分别为 1999.41 万辆和 2017.77 万辆，较上年分别下降 6.53% 和 6.03%，占汽车产销量比重分别达到 79.26% 和 79.72%，较上年产销量比重分别下降 3.78 个百分点和 3.50 个百分点。其中，轿车产

销量较上年分别减少 104.39 万辆和 103.26 万辆，较上年分别下降 10.04% 和 9.87%；SUV 产销量较上年分别增加 5.40 万辆和 10.73 万辆，较上年分别增长 0.06% 和 0.66%。

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

图 3 2014—2020 年商用车销售情况
(单位：万辆、%)



资料来源：wind，联合资信整理

商用车方面，在基建投资回升、国III汽车淘汰、治超加严以及新能源物流车快速发展等利好因素促进下，商用车产销好于乘用车。2020 年，商用车产销分别完成 523.12 万辆和 513.33 万辆，较上年分别增长 19.96% 和 18.69%。分车型产销情况看，客车产销分别完成 45.27 万辆和 44.82 万辆，较上年分别下降 4.16% 和 5.58%；货车产销分别完成 477.84 万辆和 468.51 万辆，较上年分别增长 22.89% 和 21.69%。

吉利控股是我国大型汽车生产企业之一，旗下拥有吉利和沃尔沃两个知名汽车品牌。其中沃尔沃为北欧最大的汽车制造企业，是世界 500 强企业之一。

2020 年，吉利控股实现营业总收入 3256.19 亿元，同比下降 1.57%，变动不大。其中沃尔沃整车及系列产品收入 2013.25 亿元，同比下降 2.51%；吉利整车及系列产品收入 1165.30 亿元，同比下降 1.09%。

从毛利率看，沃尔沃整车及系列产品毛利率为 19.67%，较上年下降 0.10 个百分点，吉利领克整车及系列产品毛利率为 18.43%，较上年下降 2.41 个百分点。综上，吉利控股毛利率较上年略有下降至 19.65%。

表 3 2019—2020 年吉利控股营业收入、毛利率情况 (单位：亿元、%)

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
沃尔沃整车系列产品	2065.01	62.42	19.77	2013.25	61.83	19.67
吉利整车系列产品	1178.09	35.61	20.84	1165.30	35.79	18.43
其他	65.08	1.97	41.08	77.64	2.38	37.32
合计	3308.18	100.00	20.57	3256.19	100.00	19.65

资料来源：吉利控股年报

在原材料采购上，吉利（含吉利领克）汽车品牌在零部件采购方面采取集中统一管理原则，由其子公司浙江远景汽配有限公司集中管理，统一直接向厂商采购。自收购沃尔沃以来，吉利汽车组建了与沃尔沃采购部门对接的吉利采购小组，共同讨论能适合 CMA 紧凑型汽车模块化架构平台的双方采购管理整合工作。吉

利汽车采购的原材料主要由核心零部件、钢材、其他零部件三大类构成，其中发动机、变速箱、电子助力转向器等核心零部件主要由吉利汽车自主研发、生产和供应。其中钢材供应商均在国内，包括宝钢、首钢等。吉利汽车多年来与各钢材供货商保持了较稳定的供货关系，采购合同一般每年一签。其他外购零部件主要包括

轮胎、座椅、保险杠、仪表盘总成、安全带等。零部件采购中，核心供应商付款期一般为 30 天，其他供应商的付款期一般为 75~90 天，主要付款方式为现款和银行承兑汇票，以银行承兑汇票为主。沃尔沃汽车品牌的采购管理由位于瑞典哥德堡的总部采购部门负责，按集中统一管理的原则，进行全球化采购，同时也注重发挥全球各市场的采购优势。沃尔沃的采购主要为汽车零部件（除发动机）和钢板等物料。沃尔沃的全球化采购已更多体现成本与质量的综合衡量，其位于成都的制造工厂所需部分汽车零部件直接从中国采购，其欧洲工厂从中国采购的汽车零部件也明显增加。

在技术研发上，吉利控股坚持“自主研发、广泛合作、掌控核心技术”的理念，推行产品平台化、通用化、能源多样化，与沃尔沃在瑞典哥德堡设有中欧汽车技术中心，进行模块化平台的联合开发。2020 年，吉利控股研发投入约 240 亿元左右，目前已形成较强的整车、发动机、变速器和汽车电子电器的自主研发和生产能力。

在产品销售上，吉利（含吉利领克）品牌系列汽车由旗下 3 家子公司对外统一销售，吉利控股的销售模式以经销为主。新能源车型几何、帝豪 EV 主要通过直销模式进行销售。主要销售市场为国内市场，逐步由二三线城市向沿海发达地区延伸，海外销售占比逐步提高。吉利控股采用以销定产的模式，因此产销率仍然维持在较高水平。2020 年吉利品牌完成汽车销售量 132.02 万辆，同比下降 3.0%，主要系新冠肺炎疫情爆发，对整车的生产销售产生一定影响所致。沃尔沃品牌汽车的销售模式是通过其全资控股的分布于全球的各区域销售公司向下游各个分销商销售，再通过分销商售予终端客户。沃尔沃汽车一般是以一个国家或几个国家为一个区域来设立销售公司。目前，沃尔沃品牌汽车销售区域涉及全球一百多个国家级地区，分布在各大洲，全球范围内拥有 2300 多家经销商。2020 年，沃尔沃汽车全年销量约为

66.17 万辆，同比下降约 6.2%，其中在国内市场实现销量 16.66 万辆，同比增长 7.5%。

3. 财务分析

跟踪期内，吉利控股资产规模大幅增长，资产结构均衡，较上年变化不大。资产组成中现金类资产占比大，且受限资产少，资产质量好；整体债务规模较上年有所增长，但整体债务负担仍属可控，但仍有一定的偿债压力；权益规模较上年有所增长，权益稳定性一般；吉利控股营业收入较上年略有下降，盈利能力较上年有所下降，非经常性损益对吉利控股利润贡献大；吉利控股经营获现能力仍然较强，经营活动现金流继续保持净流入状态，且对外资本支出规模较大，经营活动产生的现金流能对投资活动进行覆盖，对外筹资压力尚可。吉利控股对外担保规模小，银行授信规模很大，间接融资渠道广阔，且具备直接融资渠道，再融资能力强，过往履约情况良好，整体偿债能力极强。

吉利控股提供了 2020 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2020 年，吉利控股合并范围内新增子公司 1 家，处置子公司 1 家，合并范围内子公司变化小，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，吉利控股合并资产总额 4854.04 亿元，所有者权益 1523.04 亿元（含少数股东权益 651.20 亿元）；2020 年，吉利控股实现营业总收入 3256.19 亿元，利润总额 162.43 亿元。

资产方面，截至 2020 年底，吉利控股资产结构仍较为均衡。截至 2020 年底，吉利控股流动资产 2214.61 亿元，较年初增长 25.77%，其中货币资金较年初增长 22.68% 至 1027.25 亿元，主要系经营获现和筹资活动流入增大所致；应收账款较年初增长 94.66% 至 159.58 亿元，主要系账期延长所致；存货较年初增长 14.56% 至 424.93 亿元，主要系原材料和库存商品增加

所致。截至 2020 年底，吉利控股非流动资产 2639.43 亿元，较年初增长 20.19%，其中其他权益工具投资增长 28.56%至 278.42 亿元，主要系权益投资增长所致；长期股权投资增长 34.54%至 214.89 亿元，主要系追加对智马达汽车有限公司和 Polestar Automotive Holding Ltd 的投资所致；固定资产增长 14.26%至 933.73 亿元，主要系在建工程转固所致；无形资产增长 18.89%至 529.43 亿元，主要系技术知识产权增长所致。截至 2020 年底，吉利控股受限资产 26.38 亿元，均为货币资金，主要系各类票据和保证金。

权益方面，截至 2020 年底，吉利控股所有者权益 1523.04 亿元，较年初增长 26.47%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 57.24%，少数股东权益占比为 42.76%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 0.61%、13.40%、41.52%和 42.76%。所有者权益结构稳定性一般。

负债方面，截至 2020 年底，吉利控股负债总额 3331.00 亿元，较年初增长 21.01%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 61.97%，非流动负债占 38.03%。吉利控股负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年底，吉利控股全部债务 1565.33 亿元，较年初增长 19.62%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 45.43%，长期债务占 54.57%，结构相对均衡，其中，短期债务 711.08 亿元，较年初增长 34.86%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务 854.24 亿元，较年初增长 9.33%，变动不大。从债务指标来看，截至 2020 年底，吉利控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.62%、50.68%和 35.93%，较年初分别下降 0.94 个百分点、1.39 个百分点和 3.42 个百分点。吉利控股债务负担较上年均有所下降，整体债务仍可控制。

营收及盈利指标方面，2020 年，吉利控股实现营业总收入 3256.19 亿元，同比下降 1.57%，变化不大；营业成本 2616.37 亿元，同比下降 0.43%，变化不大；营业利润率为 17.54%，同比下降 0.87 个百分点，变化不大；吉利控股期间费用率为 13.52%，较上年同期上升 0.45 个百分点。从盈利指标看，2020 年，吉利控股总资本收益率和净资产收益率分别为 5.63%和 8.66%，同比分别下降 1.48 个百分点和 3.12 个百分点。吉利控股各盈利指标较上年均有下降。

现金流方面，2020 年吉利控股经营活动现金流入 3582.90 亿元，同比下降 6.46%，主要系营业收入有所下降且账期增长所致；经营活动现金流出 3235.67 亿元，同比下降 4.63%。综上，2020 年吉利控股经营活动现金流量净额为 347.23 亿元，同比下降 20.63%。吉利控股现金收入比下降至 105.63%，较上年下降 4.73 个百分点，收入实现质量仍较好。2020 年，吉利控股投资活动仍然保持大幅支出状态，投资活动现金净流出 329.84 亿元，主要系固定资产投资所致。2020 年，受吉利控股债务结构调整，长期债务占比提升的影响，吉利控股筹资活动现金流出下降 15.24%至 711.52 亿元，筹资活动现金流入 986.86 亿元，较上年变动不大，综上，2020 年筹资活动现金流量净额为 275.34 亿元，同比增长 159.37%。

偿债能力方面，截至 2020 年底，吉利控股流动比率与速动比率分别由年初的 106.97%和 84.44%提高至 107.28%和 86.70%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，吉利控股现金短期债务比由年初的 2.11 倍下降至 1.48 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，吉利控股短期偿债能力强。2020 年，吉利控股 EBITDA 利息倍数由上年的 10.78 倍下降至 9.52 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍然高；吉利控股全部债务/EBITDA 由上年的 3.32 倍提高至 3.92 倍，EBITDA 对全部债务的

覆盖程度尚可。整体看，吉利控股长期债务偿债能力强。

2020 年底，吉利控股对外担保余额 14.50 亿元，担保比率为 0.95%，或有风险小。

截至 2020 年底，吉利控股共获得银行授信额度为 2255.29 亿元，尚未使用授信额度 1307.76 亿元，吉利控股间接融资渠道宽广。同时吉利控股旗下拥有港股上市公司吉利汽车，

拥有直接融资渠道。

根据企业基本信用信息报告（机构代码：91330000747735638J），截至 2021 年 4 月 9 日，吉利控股有已结清和未结清的信贷信息中无关注类和不良类账户，过往履约情况良好。

综合评估，联合资信确定维持浙江吉利控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

三、基础资产分析

跟踪期内，资产池实际表现优于首评预测，剩余期限大幅缩短，降低了资产池回款的不确定性，资产池总体质量优于首评。

1. 基础资产概况

截至本次资产池跟踪基准日（2021 年 3 月 31 日），资产池未偿本金余额变为 96725.24 万元，其中逾期 30 天（含）以上资产合计 355.29 万元；加权平均租赁合同剩余期限由 26.09 个月下降为 18.37 个月。基础资产概况如下表所示：

表 4 跟踪基准日资产池概况

项目	本次跟踪	首次评级
资产池未偿本金余额（万元）	96725.24	150022.07
合同笔数（笔）	27768	28237

表 5 逾期状态分布（单位：笔、万元、%）

逾期天数	本次跟踪		
	笔数	未偿本金余额	未偿本金余额占比
正常	27698	96369.95	99.63
逾期 1~30 天	46	227.24	0.23
逾期 31~60 天	9	36.09	0.04
逾期 61~90 天	5	27.06	0.03
逾期 90 天以上	10	64.90	0.07
合计	27768	96725.24	100.00

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

3. 早偿情况

根据智慧租赁提供的资产服务机构报告显示，从信托设立至本次资产池跟踪基准日的报告期间，累计回收的提前退租款中的相应本金

2. 逾期分布

截至本次资产池跟踪基准日，资产池中正常资产 27698 笔，未偿本金余额 96369.95 万元，占比 99.63%。逾期资产共计 70 笔，涉及未偿本金余额共计 355.29 万元，占比 0.37%。资产池整体逾期率较低，资产回款情况良好。联合资信将在后续压力测试中考虑逾期情况对资产池信用的影响。

合计 1419.61 万元，占资产池初始起算日未偿本金的 0.95%。

4. 利率分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的加权平均利率变化不大，由初始起算日的1.22%变为1.36%。详见表6。

表6 借款人贷款利率占比分布

贷款利率 (%)	本次跟踪 (%)	首次评级 (%)
0	44.92	49.30
(0,2]	13.27	13.64
(2,4]	41.51	36.80
(4,6]	0.19	0.16
6以上	0.11	0.10
合计	100.00	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0,2]表示大于0但小于等于2，下同
资料来源：受托机构报告，联合资信整理

5. 账龄分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的加权平均账龄由初始起算日的2.06个月增加至10.61个月。基础资产账龄的分布如表7所示。

表7 账龄占比分布

账龄 (月)	本次跟踪 (%)	首次评级 (%)
(0, 3]	0.00	76.64
(3, 6]	0.00	23.36
(6, 9]	5.20	0.00
(9, 12]	79.69	0.00
12 以上	15.11	0.00
合计	100.00	100.00

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

6. 剩余期限分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产加权平均合同剩余期限由初始起算日的26.09个月减少至18.37个月。剩余期限缩短导致风险

暴露时间缩短。联合资信在后续定量分析中将考虑基础资产的剩余期限分布对资产表现的影响。详见表8。

表8 剩余期限占比分布

剩余期限 (月)	本次跟踪 (%)	首次评级 (%)
(0, 18]	55.11	8.26
(18, 24]	8.19	52.56
(24, 30]	36.70	0.01
(30, 36]	0.00	39.17
36 以上	0.00	0.01
合计	100.00	100.00

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

7. 借款人地区分布

按资产池未偿本金余额统计，截至本次资产池跟踪基准日，借款人地区分布与初始起算日相比变化不大。按借款人未偿本金余额统计的前十大区域分布情况如下表所示：

表9 资产池跟踪基准日占比前十的借款人地区分布

地区	本次跟踪 (%)	首次评级 (%)
浙江	11.18	11.34
河南	10.32	10.41
山东	8.77	9.03
广东	6.94	6.87
安徽	5.70	5.79
福建	5.52	5.55
四川	4.69	4.63
云南	4.50	4.35
江苏	4.41	4.53
新疆	4.18	3.96
合计	66.20	66.46

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

四、定量分析

1. 基准参数的确定

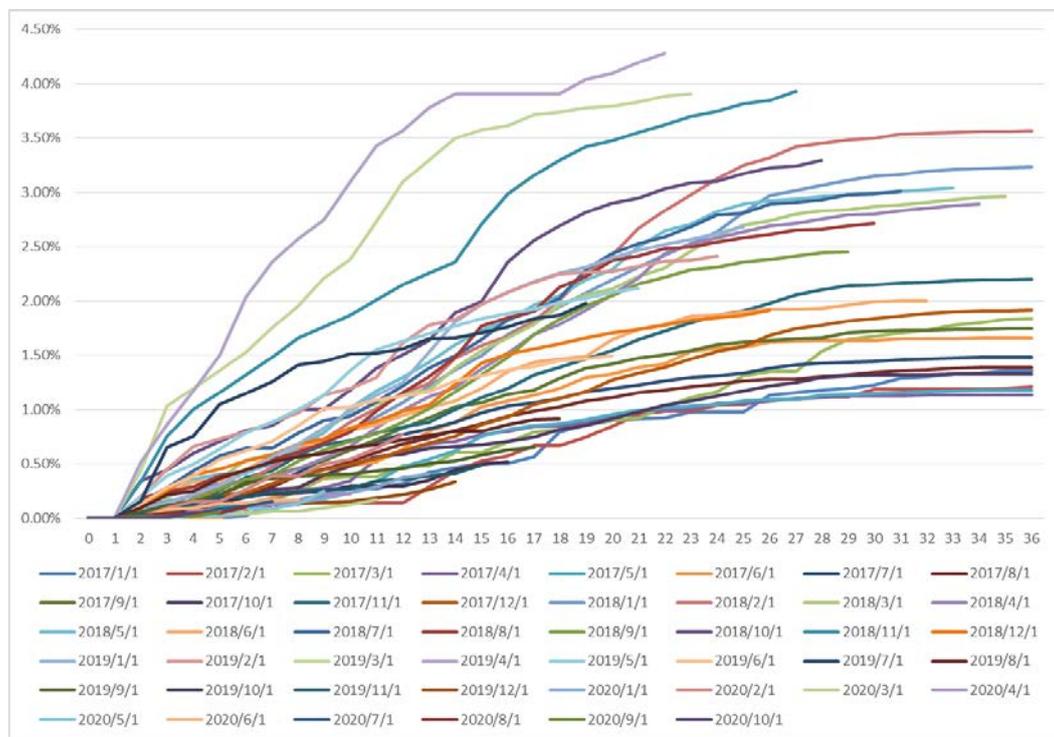
结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据智慧租赁融资租赁产品的历史表现，共提取62个静态池数据，计算出基准累计违约率、基准回收率和基准早偿率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

(1) 基准累计违约率

智慧租赁提供了2016年1月—2021年2月新增的所有资产的静态池历史数据，共计62个静态池。因2016年1月—2016年12月新增贷款客户数较少；2020年11月—2021年2月新增资产时间过短，历史数据表现不

足，联合资信在测算时未使用，本次测算使用了其余的 46 个静态池数据。

图 4 智慧租赁静态池在后续月份的 30 天以上累计逾期率表现图



注：每条线代表某个月新增贷款的逾期表现；纵轴为 30 天以上逾期率
资料来源：智慧租赁提供，联合资信整理

联合资信认定违约的标准为逾期 30 天以上。联合资信整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到资产池 36 个月的预期累计违约率为 1.99%。截至资产池跟踪基准日，资产池已经历了 10 个月的时间，考虑账龄因素后资产池剩余周期的预期累计违约率为 1.26%²

(2) 基准回收率

联合资信使用了 2016 年 12 月—2020 年 2 月的 37 个静态池³计算资产池基准回收率。联合资信根据“每个静态池资产回收率=(累计逾期 30 天以上资产的未偿本金金额-静态

池最终被认定为核销资产⁴的未偿本金余额)/累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额”公式计算出每个静态池逾期资产的回收率。通过计算 37 个静态池回收率的算术平均值，联合资信确定资产池基准回收率为 57.94%。

(3) 基准早偿率

虽然提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但是会减少入池资产产生的收益。联合资信整理出各可用静态池各月的早偿率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均早偿率增量，从而得到资产池剩余周期的预期累计早偿率为 2.23%。

联合资信在压力测试中使用的基准累计违约率/回收率/早偿率如下表：

² 剩余周期的预期累计违约率 (CDR₂) 用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为 CDR₂=(CDR₀-CDR₁)。其中，CDR₀为基础资产静态池全周期 (36 期) 预期累计违约率，CDR₁为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

³ 未采用 2017 年 2 月和 2017 年 3 月的 2 个静态池逾期数据。

⁴ 联合资信将逾期超过 180 天以上的资产认定为核销资产。

表 10 基准累计违约率/回收率/早偿率

参数名称	本次跟踪
累计违约率	1.26%
回收率	57.94%
早偿率	2.23%

资料来源：联合资信整理

2. 现金流压力测试

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

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合信用的压力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信仅对现金流入端加压考虑，以判断在目标评级的情况

下优先级票据是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于累计违约率和回收率两个量化指标按照“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”目标评级 AAA_{sf} 的压力标准进行加压考量。联合资信通过量化测算发现，虽然提前还款会损失一定的资产池收益，但同时较高的早偿率也加速了本金的偿还，抵销了压力情景下的违约金额，降低了资产池的实际违约率，提高早偿率有利于量化测算的结果，未能对现金流流入构成压力。因此，联合资信在现金流流入端并未对早偿率加压。

同时，由于智慧租赁从 2017 年 4 月开始规模化运营，随着业务规模的不断扩大，未来的产品政策仍存在一定不确定性，风控能力也有待观察，逾期、回收等情况值得持续关注。因此，在最大压力情景下，联合资信对压力调整系数取值仍为 1.2，以对冲上述不确定性可能带来的风险。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 11 目标级别 AAA_{sf} 现金流流入端压力标准

参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
基准结果 (%)	1.26	57.49	2.23
目标评级下乘数/折损系数	5.5	0.45	--
过渡时间 (月)	0	0	--
压力调整系数	1.2	1.2	--
最终压力参数 (%)	8.32	26.65	2.23

资料来源：联合资信整理

现金流流出端压力参数设置

在现金流流出端，参数主要涉及税、费用、发行利率等，因跟踪期间这些参数不会变化，因此，我们在量化测算中不会对这些参数加压。联合资信参照本交易成立时确定的相关信息设置跟踪评级时的现金流流出参数，具体如下表所示：

表 12 现金流流出参数设置

参数名称	压力参数设置	
	本次跟踪	首次评级
“20 普华租赁 ABN001 优先 02” 收益率	3.36%	3.70%
“20 普华租赁 ABN002 优先 02” 收益率	3.90%	3.90%
“20 普华租赁 ABN002 优先 03” 收益率	4.00%	4.50%
税率	3.26%	3.26%
合计费率	0.005%	0.005%

资料来源：联合资信整理

总体看，联合资信根据优先级票据所需达到的目标评级等级，在现金流流入段与流出端设定了各种苛刻的压力因子，通过判断优先级票据的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

(2) 压力测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到目标评级 AAA_{sf} 压力测试结果：

表13 AAA_{sf}压力情景下压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	2821.93	税费	101.59	101.59
		“20 普华租赁 ABN001 优先 02” 利息	336.17	336.17
		“20 普华租赁 ABN002 优先 02” 利息	1581.61	1581.61
		“20 普华租赁 ABN002 优先 03” 利息	677.50	677.50
		“20 普华租赁 ABN002 次” 利息	--	--
回收款本金	86739.28	“20 普华租赁 ABN001 优先 02” 本金	28000.00	28000.00
		“20 普华租赁 ABN002 优先 02” 本金	45939.10	45939.10
		“20 普华租赁 ABN002 优先 03” 本金	10000.00	10000.00
		“20 普华租赁 ABN002 次” 本金	13000.00	10909.65
流入合计	89561.21	流出合计	99635.96	89561.21

上述压力测试结果表明，“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”均可在法定到期日之前偿还完所有本息。根据压力测试结果显示，在兑付完“20 普华租赁 ABN002 优先 01”本金后，剩余 60108.34 万元可用于兑付“20 普华租赁 ABN002 优先 02”、“20 普华租赁 ABN002 优先 03”和“20 普华租赁 ABN002 次”，对“20 普华租赁 ABN002 优先 01”的本金形成 214.67%的安全距离⁵，较首次评级大幅上升。

对“20 普华租赁 ABN002 优先 02”而言，在兑付完“20 普华租赁 ABN002 优先 02”本金后，剩余 13020.25 万元可用于兑付“20 普华租赁 ABN002 优先 03”和“20 普华租赁 ABN002 次”，对“20 普华租赁 ABN002 优先 02”的本金形成 17.61%的安全距离⁶。

对“20 普华租赁 ABN002 优先 03”而言，在 AAA_{sf} 级别的压力情形下也可以兑付完所

有本息，并且有 2925.25 万元用于兑付“20 普华租赁 ABN002 次”，形成 3.48%的安全距离⁷。

此外，吉利控股（主体信用等级 AAA）对本交易提供的不可撤销的差额支付承诺对“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”提供了极强的额外保障。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”的信用等级维持 AAA_{sf}。

⁵ “20 普华租赁 ABN002 优先 01”的安全距离=“20 普华租赁 ABN002 优先 01”本息支付完后剩余的现金/“20 普华租赁 ABN002 优先 01”发行规模。

⁶ “20 普华租赁 ABN002 优先 02”的安全距离=“20 普华租赁 ABN002 优先 02”本息支付完后剩余的现金/（“20 普华租赁 ABN002 优先 01”发行规模+“20 普华租赁 ABN002 优先 02”发行规模）。

⁷ “20 普华租赁 ABN002 优先 03”的安全距离=“20 普华租赁 ABN002 优先 03”本息支付完后剩余的现金/（“20 普华租赁 ABN002 优先 01”发行规模+“20 普华租赁 ABN002 优先 02”发行规模+“20 普华租赁 ABN002 优先 03”发行规模）。

五、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下的“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”的信用等级

维持 AAA_{sf}，“20 普华租赁 ABN002 次”未予评级。

上述“20 普华租赁 ABN002 优先 01”、“20 普华租赁 ABN002 优先 02”和“20 普华租赁 ABN002 优先 03”的评级结果反映了该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 浙江吉利控股集团有限公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	918.37	1113.45	1052.83	933.74
资产总额（亿元）	3334.31	3956.88	4854.04	4854.75
所有者权益（亿元）	1,027.54	1204.26	1523.04	1,574.10
短期债务（亿元）	573.93	527.26	711.08	753.35
长期债务（亿元）	525.56	781.38	854.24	815.60
全部债务（亿元）	1099.49	1308.64	1565.33	1,568.95
营业收入（亿元）	3285.21	3308.18	3256.19	878.06
利润总额（亿元）	257.70	182.51	162.43	67.12
EBITDA（亿元）	436.11	394.70	399.06	--
经营性净现金流（亿元）	431.46	437.51	347.23	-92.76
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.76	11.06	13.67	--
存货周转次数（次）	7.18	7.08	6.58	--
总资产周转次数（次）	1.08	0.91	0.74	--
现金收入比（%）	108.47	110.36	105.63	103.86
营业利润率（%）	20.44	18.42	17.54	18.44
总资本收益率（%）	10.54	7.10	5.63	--
净资产收益率（%）	19.72	11.78	8.66	--
长期债务资本化比率（%）	33.84	39.35	35.93	34.13
全部债务资本化比率（%）	51.69	52.08	50.68	49.92
资产负债率（%）	69.18	69.57	68.62	67.58
流动比率（%）	100.30	106.97	107.28	105.69
速动比率（%）	75.04	84.44	86.70	82.64
经营现金流动负债比（%）	29.31	26.58	16.82	--
现金短期债务比（倍）	1.60	2.11	1.48	1.24
EBITDA 利息倍数（倍）	20.26	10.78	9.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	3.32	3.92	--

注：1. 短期债务中已经调整添加了其他流动负债中的带息债务；2. 长期债务中已经调整添加了长期应付款和其他非流动负债中的带息债务；3. 2021 年一季度财务数据未经审计

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
盈利指标	
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
净利息差	融资租赁业务收入/[(期初应收融资租赁款余额+期末应收融资租赁款余额) /2]×100%-利息支出/[(期初全部债务+期末全部债务) /2]×100%
资产质量指标	
不良率	不良资产余额/融资租赁资产余额×100%
融资租赁资产拨备率	融资租赁资产减值准备余额/融资租赁资产余额×100%
拨备覆盖率	融资租赁资产减值准备余额/不良资产余额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
杠杆倍数	风险资产/净资产
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流入/短期债务	(经营活动现金流入+投资活动现金流入)/短期债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+计入其他科目的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+计入其他科目的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

利息支出=计入成本的利息支出+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定(监管口径)

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 3-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4 资产支持票据信用等级设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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