中电投融和融资租赁有限公司 2019 年度

第一期资产支持票据

信用评级报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评（2018）010757】

评级对象：中电投融和融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据

评级时间：2019 年 1 月 2 日

预定评级结果：

产品	预定评级	预期规模(亿元)	占比	利率类型
优先 A1 级	AAA_{sf}	5.20	27.10%	固定
优先 A2 级	AAA_{sf}	7.70	40.13%	固定
优先 B 级	AA_{sf}	1.29	6.72%	固定
次级	NR	5.00	26.06%	---
合计	---	**19.19**	**100.00%**	---

NR：无评级

交易要素：

初始起算日	2018年2月15日
预期发行规模	19.19亿元
资产池类型	静态池
主要增信措施	优先/次级偿付结构
发起机构/委托人/资产服务机构	中电投融和融资租赁有限公司
受托人/发行载体管理机构	上海国际信托有限公司
牵头主承销商	中国邮政储蓄银行股份有限公司
联席主承销商	国信证券股份有限公司
资金保管机构	中国邮政储蓄银行股份有限公司上海分行
法律顾问	北京市金杜律师事务所上海分所

融和租赁主要财务数据：（单位：亿元、%）

融和租赁	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
总资产	176.71	303.82	403.64	455.15
所有者权益	21.66	44.60	47.02	50.46
营业收入	10.38	16.13	20.90	20.25
净利润	2.01	4.38	6.06	4.15
不良率	0.00	0.00	0.00	0.02

数据来源：根据融和租赁经审计的 2015-2017 年和 2018 年前三季度未经审计的财务数据整理.

评级观点：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对“中电投融和融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本期票据”）进行了信用评级，通过考察发起机构的风险管控能力和入池资产质量、交易结构、风险因素、增信措施和主要参与方的履约能力等信用评级因素，给予优先 A 级（包括优先 A1 级和优先 A2 级）资产支持票据 AAA_{sf} 级的信用评级，给予优先 B 级资产支持票据 AA_{sf} 级的信用评级。

➢ **主要优势：**

- 本期票据优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级和次级资产支持票据 32.78%的信用支持，优先 B 级资产支持票据能够获得次级资产支持票据 26.06%的信用支持。
- 本期票据在资金管理、收益分配环节和触发机制等方面所作的安排有助于保障优先级资产支持票据本息的安全偿付。

➢ **主要关注：**

- 本期票据入池资产共涉及 15 笔资产，13 个承租人，入池资产承租人行业和地域集中度均较高。

  新世纪评级在模型运算中考虑了集中度因素，已对相关融资人的违约概率做了放大调整；同时，通过集中违约测试来检验融资人的集中违约风险。
- 本期票据在设立时，委托人并未将租赁物件所有权转移给受托人，若委托人在享有租赁物件所有权期间宣告破产，租赁物件将属于破产财产。

  本期票据合同中约定在发生权利完善事件后，委托人应将租赁物件的所有权转移给受托人并办理登记手续，该项安排有助于缓解上述风险。
- 截至本评级报告出具之日，本期票据的部分入池资产被委托人用于申请办理保理业务或者出质给相关银行来办理贷款业务，上述保理关系和质押贷款关系尚未解除。

  融和租赁承诺将于信托设立前，自行或委托第三方赎回各被保理资产以及解除各附带质押资产上设立的质押，使该等资产无限制和权利负担，并且重新归属于发起机构后再将其信托予受托人。如融和租赁未能解除上述保理关系和质押关系，根据交易文件的相关规定，所涉基础资产将构成不合格资产，融和租赁有义务根据信托合同的相关约定将前述不合格资产予以赎回。

- 本期票据涉及机构众多，若有关机构未能按照约定及时、完整地履行相关职责和义务，可能会对本期票据优先级资产支持票据本金和利息按期足额偿付造成一定负面影响。

  本期票据参与机构信用质量均较好，内控机制较为健全完善，履职能力较强，可以在一定程度上缓解该风险。

分析师

胡晓宁 hxn@shxsj.com
赵 超 zhaochao@shxsj.com
Tel：(021) 63501349 Fax：(021) 63500872
上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

本评级机构对中电投融和融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据的信用评级作如下声明：

本评级机构、评级分析人员与本期交易的参与机构之间不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。本评级机构与评估人员履行了诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。资产支持票据的评级结果是基于一系列的假设，并通过模型计算得出。然而，如果这些基本假设与实际情况因为经济环境发生变化及其他原因而出现较大的偏差，这将导致评级结果也随之变动，而不再维持原来的评级结果。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《融资租赁应收款资产支持证券信用评级方法》。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。本信用评级报告为预售报告，为本评级机构基于各参与方提供的相关信息而出具的。截至本评级报告出具日，各交易文件等尚未最终签署，如在资产支持票据发行结束以前相关信息发生变化，或在资产支持票据存续期内发生可能影响评级结果的事件，本评级机构将会据实调整或确认信用等级。本评级机构所引用资料的真实性、完整性、正确性由信息提供方负责。本评级机构对本期票据不提供专业法律意见，所涉及的法律事实、法律效力或者其他法律属性的确认以律师事务所出具的法律意见书为准。

本次评级的信用等级有效期在本期票据优先级资产支持票据的存续期内有效。鉴于信用评级的及时性，本评级机构将按照相关评级业务规范对本期票据进行跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

中电投融和融资租赁有限公司 2019 年度第一期资产支持票据

信用评级报告

一、交易概况

（一） 主要参与方

图表 1. 重要参与方

参与角色	参与方	参与方简称
发起机构/ 委托人/ 资产服务机构	中电投融和融资租赁有限公司	融和租赁
受托人/ 发行载体管理机构	上海国际信托有限公司	上海信托
牵头主承销商	中国邮政储蓄银行股份有限公司	邮储银行
联席主承销商	国信证券股份有限公司	国信证券
资金保管机构	中国邮政储蓄银行股份有限公司上海分行	邮储银行
登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司	上海清算所
法律顾问	北京市金杜律师事务所上海分所	金杜律所

资料来源：本期票据交易文件

（二） 基本结构

本期票据由受托人上海信托依据《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《信托公司管理办法》、《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》和《非金融企业资产支持票据指引》及其他应适用的中国法律的规定设立。

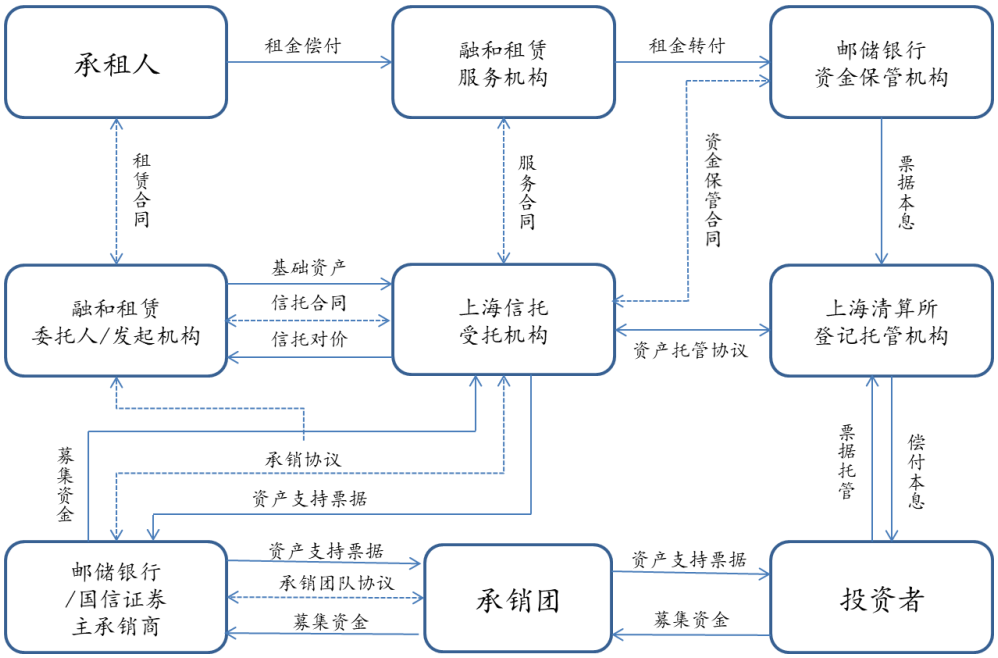
本期票据项下资产系指资产清单中所列的由委托人融和租赁为设立本期票据而根据《信托合同》信托予受托人上海信托的融资租赁债权及其附属担保权益。其中，融资租赁债权系指委托人依据租赁合同对承租人享有的租金请求权(包含本金及利息，但不包括租赁手续费、租赁物件的留购价款以及相当于税金部分的款项)。附属担保权益系指与融资租赁债权有关的、为委托人

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、保证债权、债务代偿承诺、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。

受托人上海信托委任融和租赁作为本期票据的资产服务机构，由融和租赁按照服务合同的约定为本期票据提供与资产及其回收有关的管理服务及其他服务；受托人上海信托委托邮储银行担任资金保管机构，邮储银行按资金保管合同的约定为本期票据提供资金保管服务。

本期票据基本交易结构如下图所示：

图表 2. 基本结构示意图



资料来源：新世纪评级按照本期票据的交易结构绘制

（三） 本期票据概况

本期票据项下的资产支持票据发行规模为人民币 19.19 亿元，分为优先级资产支持票据和次级资产支持票据，其中优先级资产支持票据分为优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据。优先级资产支持票据还本方式均为过手还本。优先 A 级资产支持票据又分为优先 A1 级资产支持票据和优先 A2 级资产支持票据。优先 A1 级资产支持票据的预期到期日 2019 年 4 月 26 日，优先 A2 级资产支持票据的预期到期日 2021 年 1 月 26 日，优先 B 级资产支持票据的预期到期日为 2021 年 10 月 26 日。本期资产支持票据募集资金用于委托人投放租赁项目和偿还银行贷款。

图表 3. 本期票据分层情况

分级情况	评级	金额（万元）	分层比例	还本方式	预期到期日
优先 A1 级	AAA_{sf}	52000.00	27.10%	过手型	2019 年 4 月 26 日
优先 A2 级	AAA_{sf}	77000.00	40.13%	过手型	2021 年 1 月 26 日
优先 B 级	AA_{sf}	12900.00	6.72%	过手型	2021 年 10 月 26 日
次级	NR	50000.00	26.06%	---	2022 年 4 月 26 日
合计	**---**	**191900.00**	**100.00%**	**---**	**---**

资料来源：新世纪评级整理

本期票据初始起算日为 2018 年 2 月 15 日，从该日起(含该日)资产池产生的回收款应归入信托财产。本期票据生效日系指《信托合同》约定的条件均满足时信托生效之日。在本期票据中，信托财产交付日、信托生效日以及缴款日为同一日。计算日系指每年 3 月、6 月、9 月和 12 月的最后一日，其中，第一个计算日为 2019 年 3 月 31 日。收款期间系指自一个计算日起(不含该日)至下一个计算日(含该日)之间的期间，其中第一个收款期间应自初始起算日(含该日)起至第一个计算日(含该日)结束。计息日系指每年 1 月、4 月、7 月和 10 月的第 26 日(第一个计息日为 2019 年 4 月 26 日)。但每一类别资产支持票据的最后一个计息日为该类别资产支持票据的本金支付完毕之日。计息期间系指自一个计息日(含该日)至下一个计息日(不含该日)之间的期间。其中，第一个计息期间指信托生效日(含该日)开始并于 2019 年 1 月 26 日(不含该日)结束。支付日系指每年 1 月、4 月、7 月和 10 月的第 26 日。但如果该日不是工作日，则顺延至该日后的第一个工作日。第一个支付日应为 2019 年 4 月 26 日。法定到期日为 2024 年 4 月 26 日。

二、 法律及交易结构分析

（一） 交易的法律情况

根据金杜律所出具的法律意见书：

本期票据项下融和租赁、上海信托、邮储银行、国信证券、邮储银行上海分行、银行间市场清算所股份有限公司签署、交付和履行的交易文件不违反适用于前述各方的中国现行法律、行政法规和部门规章，在本期票据依据《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后，本期票据之交易文件一经前述各方合法有效地签署和交付，将构成前述各方合法有效并具有约束

力的文件，并可以根据交易文件的条款对前述各方主张权利；

发起机构融和租赁系在中华人民共和国境内依法设立并有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，其为交易商协会会员，历史沿革合法合规，不存在根据法律、法规、规范性文件及相应的公司章程需要予以终止的情形。同时融和租赁已取得本期票据发行所需的内部批准与授权，该等内部批准与授权的内容和程序符合法律、行政法规及相应的公司章程的有关规定；本期票据在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后可根据《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定完成发行；

本期票据各参与机构均为依据中华人民共和国法律依法设立并有效存续的机构，已取得相关业务资格，具备《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件要求的担任本期票据相关机构的资格；

本期票据中，融和租赁以拟于信托财产交付日信托予受托人的全部资产中的多笔资产向交通银行股份有限公司上海分行、北京银行股份有限公司上海分行等多家股份制银行上海分行申请办理保理业务，同时，融和租赁与华商银行、交通银行上海分行以及国家开发银行股份有限公司之间分别存在贷款业务，并将拟于信托财产交付日信托予受托人的全部资产中的多笔资产出质给华商银行、交通银行上海分行、国开行分别用以担保相应的贷款合同项下的债务履行。融和租赁将于信托设立前，自行或委托第三方赎回各被保理资产，使该等资产重新归属于融和租赁，并解除各附带质押资产上设立的质押后再将其信托予受托人。基础资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策；

本期票据中，基础资产为财产权利，真实有效，根据本期票据相关安排，将归属于发起机构，并可根据约定于信托财产交付日信托予受托人(为避免疑义，发起机构将于信托设立前，自行或委托第三方赎回各被保理资产，使该等资产重新归属于发起机构后再将其信托予受托人)，权属明确无争议；

本期票据中，资产(附带权利负担资产除外)之上不存在任何抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形。针对附带权利负担资产，发起机构将于信托设立前，自行或委托第三方赎回各被保理资产，使该等资产重新归属于发起机构，并解除各附带质押资产上设立的质押后，该等资产权属明确无争议，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，可以根据《信托合同》于信托财产交付日信托予受托人；

根据交易文件规定，在本项目取得交易商协会出具的《接受注册通知

书》，并且发起机构自行或委托第三方赎回各被保理资产，使该等资产重新归属于发起机构，并解除各附带质押资产上设立的质押后，资产将于信托财产交付日信托予受托人。根据对基础资产相关的租赁合同、支付凭证及发起机构确认函等文件的查阅，根据本项目相关安排，资产上在信托予受托人时不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形；

本期票据交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排；本期票据制定了现金流归集和管理机制，已在交易文件中做出了明确约定，自交易文件生效之日起,该等现金流归集和管理措施符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求。在各方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，可以对资产产生的现金流进行有效控制；本期资产支持票据涉及的资金混同风险防范措施已在交易文件中做出了明确约定，自信托生效之日起，该等防范措施的安排合法有效，在各方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，可以在一定程度上缓解资产与融和租赁自有财产的混同风险，具备有效的风险隔离效果；

本期票据信用增进方式符合《合同法》、《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定，合法有效。

（二） 现金流归集及支付机制

1. 信托账户的开立与管理

本期票据主要设置了融和租赁收款账户和信托账户。

融和租赁收款账户系指融和租赁开立的用于归集融资租赁业务相关日常经营租金的银行账户。

在信托生效日当天或之前，受托人应以上海国际信托有限公司（信托财产专户）的名称在资金保管机构指定营业机构为信托开立独立的人民币信托账户。在信托生效后，受托人将设立信托账，用以记录信托利益的收支情况，并在信托账下设立子账，即收益账、本金账。收益账系指信托账下设立的用于核算收入回收款的子账；本金账系指信托账下设立的用于核算本金回收款的子账。

2. 回收款转付机制

本期票据回收款转付日系指资产服务机构将收到的回收款(不包括该等回收款在融和租赁收款账户内产生的利息)划转至信托账户的日期。信托生效

后，回收款转付日按照如下规则确定：

(a) 当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AAA 级时，回收款转付日为每个支付日前的第 10 个工作日；

(b)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级为 AA^+级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；

(c)当发生权利完善事件之(a)、(b)、(c)和（d）项时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人仍将其应支付的款项支付至资产服务机构，资产服务机构应当于收到该笔回收款后 1 个工作日内转付至信托账户。

如果评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款转付日发生上述改变之后，即使资产服务机构的主体长期信用等级重新提高，回收款转付日的频率也不再恢复。

回收款转付期间按照如下规则确定：

(a)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AAA 级时，回收款转付期间系指自一个计算日起(不含该日)至下一个计算日(含该日)之间的期间，其中第一个回收款转付期间应自初始起算日(含该日)起至第一个计算日(含该日)结束；

(b)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级等于 AA^+级时，系指一个自然月的最后一日(不含该日)至下一个自然月最后一日(含该日)之间的期间；

(c)当发生权利完善事件之(a)、(b)、(c)和（d）项时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、担保人仍将其应支付的款项支付至资产服务机构，资产服务机构于收到该笔款项后 1 个工作日内将该款项转付至信托账户。

如果评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变相关回收款转付期间时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付期间按照前述规则进行相应的改变。回收款转付期间发生上述改变之后，即使资产服务机构的主体长期信用等级重新提高，回收款转付期间的频率也不再恢复。

4. 合格投资

合格投资系指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。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。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托利益核算日上午九点(9:00)前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。

5. 收益分配顺序

在违约事件发生前，受托人应于每一个信托利益核算日向资金保管机构发出分配指令，指令资金保管机构于每个信托利益核算日将前一个收款期间内收到的收入回收款(已扣除执行费用)以及于该信托利益核算日分别按照图表 5 第（1）项的规定从相应账户转入收益账的资金的总金额按以下顺序进行分配(如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付，但图表 4 第(6)、(7)、(9)项除外：

图表 4. 违约事件发生前，收益账项下资金的分配

1	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(如有)；
2	支付登记托管机构/支付代理机构的相关报酬；
3	同顺序、按比例支付(1)资金保管机构的报酬；(2)后备资产服务机构(如有)的报酬；(3)以优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；(4)委托人按照《信托合同》的规定垫付的发行登记服务费及簿记建档费(如有)；(5)跟踪评级费；(6)年度审计费；
4	同顺序、按比例支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的利息；
5	支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先 B 级资产支持票据的利息；
6	如果发生加速清偿事件，将全部余额记入本金账；如果尚未发生加速清偿事件，则继续进行以下分配；
7	转入本金账如下金额，相当于以下 a+b+c-d：(a)在前一个收款期间内成为违约资产的资产在成为违约资产时的未偿本金余额，(b)在以往收款期间内成为违约资产的资产在成为违约资产时的未偿本金余额，(c)在以往的全部信托利益核算日按照图表 5 款(1)项已从本金账转至收益账的金额，(d)在以往的全部信托利益核算日按照本条由收益账转入本金账的金额；
8	同顺序、按比例支付超出优先支出上限的受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；
9	收益账项下剩余资金记入本金账。

资料来源：本期票据交易文件

在违约事件发生前，受托人应于每一个信托利益核算日向资金保管机构发出分配指令，指令资金保管机构于每个信托利益核算日将前一个收款期间收到的本金回收款(已扣除执行费用以及根据交易文件的约定由信托财产承担的增值税)以及于该信托利益核算日分别按照图表 4 第(6)、(7)、(9)项的规

定从相应账户转入本金账的资金的总金额按以下顺序进行分配(如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且除第(5)项外，所差金额应按以下顺序在下一期支付)：

图表 5. 违约事件发生前，本金账项下资金的分配

1	转入收益账项下一定数额资金，以确保收益账项下资金可以足额支付图表 4（1）至（5）项规定的应付款项；
2	支付优先 A 级资产支持票据的本金，直至优先 A 级资产支持票据的本金清偿完毕；具体而言，如果未发生加速清偿事件，先支付优先 A1 级资产支持票据的本金，直至优先 A1 级资产支持票据的本金清偿完毕，再支付优先 A2 级资产支持票据的本金，直至优先 A2 级资产支持票据的本金清偿完毕；如果发生加速清偿事件，同顺序、按未偿本金余额的比例支付优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的本金，直至优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的本金均清偿完毕；
3	支付优先 B 级资产支持票据的本金，直至优先 B 级资产支持票据的本金清偿完毕；
4	优先级资产支持票据本金全部清偿完毕后，支付次级资产支持票据的本金，直至次级资产支持票据的本金清偿完毕；
5	剩余资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

资料来源：本期票据交易文件

在违约事件发生后，受托人应于每一个信托利益核算日向资金保管机构发出分配指令，指令资金保管机构于每个信托利益核算日将前一个收款期间内收到的全部回收款(已扣除执行费用以及根据交易文件的约定由信托财产承担的增值税)以及于该信托利益核算日按照本合同的规定从相应账户转入收益账及本金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)：

图表 6. 违约事件发生后的回收款分配

1	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(如有)；
2	支付登记托管机构/支付代理机构的相关报酬；
3	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)后备资产服务机构(如有)累计应付未付的报酬；(3)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(包括以往各期未付金额)；(4)委托人按照《信托合同》的规定垫付的发行登记服务费及簿记建档费(包括以往各期未付金额，如有)；(5)跟踪评级费；(6)年度审计费；
4	同顺序、按比例支付该信托利益核算日后第一个支付日累计应付未付的优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的利息；
5	同顺序、按比例支付优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的本金，直至优先 A 级资产支持票据的本金全部清偿完毕；
6	支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先 B 级资产支持票据累计应付未付的利息；
7	支付优先 B 级资产支持票据的本金，直至优先 B 级资产支持票据的本金全部清偿完毕；
8	支付次级资产支持票据的本金，直至次级资产支持票据的本金清偿完毕；
9	剩余资金作为次级资产支持票据的收益支付给次级资产支持票据持有人。

资料来源：本期票据交易文件

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托财产总和在分配指令中指示资金保管机构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)：

图表 7. 信托终止后的信托财产的分配

1	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(如有)；
2	支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；
3	支付登记托管机构/支付代理机构的相关报酬；
4	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)后备资产服务机构(如有)累计应付未付的报酬；(3)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(包括以往各期未付金额)；(4)委托人按照本合同的规定垫付的发行登记服务费及簿记建档费(包括以往各期未付金额，如有)；(5)跟踪评级费；(6)年度审计费；
5	同顺序、按比例支付该信托利益核算日后第一个支付日累计应付未付的优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的利息；
6	同顺序、按比例支付优先 A1 级资产支持票据、优先 A2 级资产支持票据的本金，直至优先 A 级资产支持票据的本金全部清偿完毕；
7	支付该信托利益核算日后第一个支付日累计应付未付的优先 B 级资产支持票据的利息；
8	支付优先 B 级资产支持票据的本金，直至优先 B 级资产支持票据的本金全部清偿完毕；
9	剩余信托财产全部按信托财产的原状分配给次级资产支持票据持有人。关于剩余信托财产的原状分配相关交割问题，由受托人和次级资产支持票据持有人按照中国法律的规定协商进行。

资料来源：本期票据交易文件

（三） 触发事件

本期票据设置了加速清偿事件、违约事件和权利完善事件等触发事件。

1. 加速清偿事件

加速清偿事件系指以下任一事件的发生：

自动生效的加速清偿事件：

(a)委托人发生任何丧失清偿能力事件；

(b)发生任何资产服务机构解任事件；

(c)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；

(d)根据《信托合同》、《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 90 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(ii)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《服务合同》提供后备服务，或(iii)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；

(e)在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 6%；

(f)在优先 A1 级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先 A1 级资产支持票据的未偿本金余额；

(g)在优先 A2 级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先 A2 级资产支持票据的未偿本金余额；

(h)在优先 B 级资产支持票据预期到期日前一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先 B 级资产支持票据的未偿本金余额；

需经宣布生效的加速清偿事件：

(i)委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务(上述(c)项规定的义务除外)，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 天内未能得到补救；

(j)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证(资产保证除外)在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；

(k)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；

(l)委托人或资产服务机构所发行的任一资产证券化产品、债务融资工具、公司债等发生违约情形，或对其他任一债权人发生违约情形；

(m)《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》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。

发生以上(a)项至(h)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时，加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(i)项至(m)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应通知所有的资产支持票据持有人。资产支持票据持有人会议决议宣布发生加速清偿事件的，受托人应向资产服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生。

2. 违约事件

违约事件系指下列任一事件：

(a)回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张[1]；

(b)受托人未能在支付日后 5 个工作日内(或在资产支持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票据应付未付利息的；

(c)受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内(或在资产支持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票据偿还本金的；

(d)交易文件的相关方(委托人、受托人、资产服务机构、监管银行、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，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。

3. 权利完善事件

权利完善事件系指下列任一事件：

(a)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；

(b)评级机构给予资产服务机构的主体长期信用评级低于 AA^+级；

(c)发生与委托人有关的丧失清偿能力事件；

(d)评级机构给予委托人的主体长期信用等级低于 AA^+级；

(e)资产服务机构或委托人最近一次经审计的不良率高于 5%。

在发生任一权利完善事件后 5 个工作日内，委托人应以挂号信的方式发出如下权利完善通知，并抄送给受托人：将相关资产已设立信托、租赁物件转让的事实，通知每一笔融资租赁债权的承租人、担保人、保险人(如有)，并协助受托人办理必要的所有权、抵押权、质权、保险的受益人等权利转移/变更手续(如需)。

在发生权利完善事件(a)、(b)、(c)和(d)项情形后 5 个工作日内，除以上通知内容外，还应告知承租人、担保人自收到权利完善通知之日起，将其应支付的款项(包括承租人到期应支付的租金、担保人履行担保责任而支付的款项

[1]在抵押物的抵押权、质押物的质权转移登记至受托人名下，出现善意第三人对抵押物、质押物主张担保权利，而受托人所享有的抵押权、质权无法对抗善意第三人的情形除外。

等)支付至信托账户。

在发生任一权利完善事件后的 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，将资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人，且各方确认租赁物件所有权转让的对价已经包含在资产支持票据募集资金中，受托人无须就此向委托人额外支付任何对价；如需办理租赁物件所有权转移登记的，委托人应当尽最大努力配合受托人办理租赁物件所有权转移登记手续，相关费用由委托人承担。

（四） 信用支持

1. 优先/次级偿付结构

本期票据的结构设计中引入了优先/次级偿付结构。根据本期票据的结构设定，优先 A 级资产支持票据/优先 B 级资产票据/次级资产支持票据比例分别为 67.22%、6.72%和 26.06%。优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级和次级资产支持票据 32.78%的信用支持，优先 B 级资产支持票据能够获得次级资产支持票据 26.06%的信用支持。

（五） 风险/缓释

1. 资产服务机构资金混同风险

若资产服务机构财务状况或信用状况恶化甚至破产，租金的回收款和资产服务机构其他资金混同，将给资产支持票据持有人带来损失。

缓解办法：为防范混同风险，本期票据安排了与资产服务机构相关的信用触发机制、回收款转付机制来缓解资产服务机构资金混同风险。

2. 后备资产服务机构缺位风险

本期票据未在开始时指定后备资产服务机构，因此有可能在继任资产服务机构接任并可正常开展服务之前对本期票据管理、执行造成不利影响。

缓解办法：若发生资产服务机构解任事件或融和租赁信用等级降至必备评级等级以下，将会触发风险控制事件，并通知相关参与方。考虑到资产服务机构融和租赁信用质量较高，履职能力较强，本交易资产服务机构更换风险较小。

3. 利率风险

鉴于入池基础资产以浮动利率为主，而优先级资产支持票据端为固定利率，因此利率波动可能造成利差的减少，进而影响优先级资产支持票据的信用支持。

缓解办法：新世纪评级在现金流模型中将利差减少的因素作为压力测试的条件之一，综合考虑利差对优先级资产支持票据本息偿付的影响。

三、资产池特征分析

（一） 基础资产合格标准

就每一笔资产而言，合格基础资产是指在初始起算日和信托财产交付日：

(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)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；

(c) 同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息及委托人根据附属担保权益有权收取的其他款项全部入池；

(d)承租人系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；

(e)担保人系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；

(f)除附带权利负担资产外，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。为避免疑义，委托人承诺于信托设立前，自行或委托第三方赎回被保理资产，使该等资产重新归属于委托人，并于信托设立前解除附带质押资产上设立的质押；

(g)除附带权利负担资产外，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。为避免疑义，委托人承诺于信托设立前，自行或委托第三方赎回被保理资产，使该等资产重新归属于委托人，并于信托设立前解除附带质押资产上设立的质押，使该资产可以进行合法有效的转让；

(h)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，除附带权利负担资产外，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。为避免疑义，委托人承诺于信托设立前，自行或委托第三方赎回被保理资产，使该等资产重新归属于委托人，并于信托设立前解除附带质押资产上设立的质押，使该资产附有的相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让；

(i)资产所对应的任一份租赁合同项下的到期租金均已按时(含 7 天宽限期)足额支付，无违约情况；

(j)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；

(k)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；

(l)租赁物件上未向第三方设定抵押权、质权或其他担保物权；

(m)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；

(n)资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密；

(o)资产或租赁物件不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(p)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；

(q)基础资产所包含的每笔融资租赁债权的起租日最晚不迟于 2018 年 2 月 13 日，每笔融资租赁债权的到期日不迟于 2022 年 3 月 15 日。

（二） 资产池分布特征

本期票据资产池初始起算日为 2018 年 2 月 15 日，资产池概况如下：

图表 8. 资产池概况[2]

租赁债权笔数	15 笔
承租人数量	13 户
未偿本金余额	191913.15 万元
单笔资产平均未偿本金余额	12794.21 万元
单笔资产最高未偿本金余额	24483.67 万元
单笔资产最高利率	6.00%
单笔资产最低利率	4.01%
入池资产加权平均利率	4.79%
入池资产加权平均剩余期限	2.72 年
入池资产最长剩余期限	4.08 年
入池资产最短剩余期限	0.45 年
入池资产加权平均账龄	0.95 年
入池资产最长账龄	2.55 年
入池资产最短账龄	0.01 年
前五大承租人未偿本金金额占比	56.43%
承租人加权平均信用等级[3]	BBB^{-}_{s}/BB^{+}_{s}
入池资产加权平均信用等级	A^{-}_{s}/BBB^{+}_{s}

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

1. 入池资产质量情况

本期票据入池资产全部为融和租赁五级分类标准中的正常类资产。

2. 入池资产担保类型分布

本期票据入池资产以信用类为主，信用类资产未偿本金余额占比为42.28%。

图表 9. 资产池资产的担保性质分布情况

类型	资产笔数（笔）	资产笔数占比	本金金额(万元)	余额占比
信用	6	40.00%	81141.27	42.28%
代偿	5	33.33%	64120.16	33.41%
保证	3	20.00%	34251.72	17.85%
保证+质押	1	6.67%	12400.00	6.46%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

注：占比统计数据可能由于四舍五入导致尾数偏差，下同。

[2]占比统计数据可能由于四舍五入导致尾数偏差，下同。

[3]若入池资产所涉及的承租人或保证人不是新世纪评级的受托评级客户，新世纪评级会根据原始权益人所提供的相关资料及公开信息对其进行影子评级。

3. 入池资产信用等级分布

新世纪评级根据融和租赁提供的入池资产承租人和保证人的经营和财务情况，逐一对其进行信用风险评估。根据上述信用评级结果，结合承租人未偿本金余额在资产池未偿本金余额的占比情况，新世纪评级给予本期入池资产承租人的加权信用等级介于 BB^{+}_{s} 级至 BBB^{-}_{s} 级之间，记为 BBB^{-}_{s}/BB^{+}_{s} 级。

图表 10. 入池资产的承租人信用评级分布情况

承租人信用等级	承租人户数（户）	承租人户数占比	本金余额(万元)	余额占比
AA^{+}_{s}	1	7.69%	15000.00	7.82%
BBB^{+}_{s}	2	15.38%	32000.00	16.67%
BBB_{s}	4	30.77%	46300.00	24.13%
BBB^{-}_{s}	2	15.38%	31735.40	16.54%
BB^{+}_{s}	1	7.69%	5657.60	2.95%
BB_{s}	1	7.69%	12400.00	6.46%
BB^{-}_{s}	1	7.69%	23820.16	12.41%
B^{-}_{s}	1	7.69%	25000.00	13.03%
合计	**13**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

根据入池资产的信用等级以及各笔资产未偿本金余额在资产池未偿本金余额的占比情况，新世纪评级给予入池资产的加权信用等级介于 BBB^{+}_{s} 级至 A^{-}_{s} 级之间，记为 A^{-}_{s}/BBB^{+}_{s} 级，基础资产整体信用质量一般。

图表 11. 入池资产的信用等级分布情况

入池资产信用等级	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
AA^{+}_{s}	7	46.67%	82300.00	42.88%
A^{+}_{s}	1	6.67%	23820.16	12.41%
A^{-}_{s}	1	6.67%	12400.00	6.46%
BBB^{+}_{s}	1	6.67%	15000.00	7.82%
BBB_{s}	2	13.33%	21000.00	10.94%
BBB^{-}_{s}	2	13.33%	31735.40	16.54%
BB^{+}_{s}	1	6.67%	5657.60	2.95%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

4. 入池资产租赁类别

本期票据入池资产租赁类别主要以售后回租为主，其未偿本金余额占比为 64.59%。

图表 12. 入池资产的租赁类型分布情况

租赁类型	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
售后回租	11	73.33%	123957.60	64.59%
直租	4	26.67%	67955.55	35.41%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

5. 入池资产利率类型及利率分布

本期票据入池资产利率类型以浮动利率为主，其未偿本金余额占比为92.18%。

图表 13. 入池资产的利率类型分布情况

利率类型	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
浮动	14	93.34%	176913.2	92.18%
固定	1	6.67%	15000.00	7.82%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

本期票据入池资产的加权平均利率为 4.92%，最高利率和最低利率分别为 6.00%和 4.01%。

图表 14. 入池资产的利率分布区间

利率分布	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
(4%,5%]	9	60.00%	90693.00	47.26%
(5%,6%]	6	40.00%	101220.15	52.74%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

6. 入池资产租金支付频率

本期票据入池资产本金支付方频率包括到期一次性还本和等额本金[4]，其中偿付方式为到期一次性还本的未偿本金余额占比为 85.25%。

图表 15. 入池资产本金支付频率分布

本金支付频率	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
到期还本	11	73.33%	163613.15	85.25%
等额本金	4	26.67%	28300.00	14.75%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

[4]等额本金包括第二年开始等额本金和第三年开始等额本金。

本期票据入池资产的利息支付频率均为按季付息。

图表 16. 入池资产利息支付频率分布

本金支付频率	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
按季付息	15	100.00%	191913.15	100.00%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

7. 入池资产账龄情况

本期票据入池资产加权平均账龄为 0.95 年，最短、最长账龄分别为 0.01 年和 2.55 年。

图表 17. 入池资产账龄情况

账龄（年）	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
2 至 3 年（含 3 年）	2	13.33%	30000.00	15.63%
1 至 2 年（含 2 年）	6	40.00%	70535.40	36.75%
1 年及以内	7	46.67%	91377.76	47.61%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

8. 入池资产剩余期限情况

本期票据入池资产加权剩余期限为 2.72 年，最短、最长剩余期限分别为 0.45 年和 4.08 年。

图表 18. 入池资产剩余期限分布情况

资产剩余期限（年）	资产笔数（笔）	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
4 至 5 年（含 5 年）	1	6.67%	1900.00	0.99%
3 至 4 年（含 4 年）	7	46.67%	85535.40	44.57%
2 至 3 年（含 3 年）	3	20.00%	58820.16	30.65%
1 年及以内	4	26.67%	45657.60	23.79%
合计	**15**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

9. 入池资产保证金情况

本期票据入池资产未设置保证金。

10. 入池资产未偿本金余额分布情况

本期票据入池资产中，未偿本金余额以 1.0 至 2.0 亿元的资产为主，其未偿本金余额合计占比为 48.15%。

图表 19. 入池资产未偿本金金额分布情况

未偿本金余额	承租人户数（户）	户数占比	本金余额（万元）	余额占比
2.0-3.0 亿元（含 3.0 亿元）	3	23.08%	73303.83	38.20%
1.0-2.0 亿元（含 2.0 亿元）	6	46.15%	92400.00	48.15%
0.5-1.0 亿元（含 1.0 亿元）	4	30.77%	26209.32	13.66%
合计	**13**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理。

11. 入池资产承租人集中度情况

本期票据入池资产的承租人共 13 户，未偿本金余额前五位承租人的未偿本金余额合计占比为 56.43%，集中度较高，具体分布情况如下。

图表 20. 入池资产未偿本金余额排名前五的承租人情况

排名	本金余额（万元）	余额占比	承租人信用等级	资产信用等级	所属行业	地区
1	25000.00	13.03%	B^{-}_{s}	AA^{+}_{s}	电力、热力生产和供应业	重庆
2	24483.67	12.76%	BBB^{-}_{s}	BBB^{-}_{s}	电力、热力生产和供应业	山东
3	23820.16	12.41%	BB^{-}_{s}	A^{+}_{s}	电力、热力生产和供应业	贵州
4	18000.00	9.38%	BBB_{s}	AA^{+}_{s}	电力、热力生产和供应业	云南
5	17000.00	8.86%	BBB^{+}_{s}	AA^{+}_{s}	电力、热力生产和供应业	宁夏
合计	**108303.83**	**56.43%**	---	---	---	---

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

未偿本金余额排名第一的承租人为重庆市一家发电有限公司，成立于 2006 年 1 月，控股股东为国家某大型电力投资集团下设二级子公司，截至 2018 年 3 月末，该承租人实收资本为 20.10 亿元。该承租人的主要收入来源电力、热力生产和销售以及电厂粉煤灰、石膏、碳渣销售。截至 2017 年末，该承租人资产总额为 9.72 亿元，净资产为 1.79 亿元；2017 年度，该承租人实现营业收入 0.80 亿元，净利润-0.78 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.80 亿元。截至 2018 年 3 月末，该承租人资产总额为 8.73 亿元，净资产为 1.37 亿元；2018 年第一季度，该承租人实现营业收入 1.02 亿元，净利润-0.42 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.36 亿元。新世纪评级综合该承租人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 B^{-}_{s} 级。

该笔租赁资产的保证人是重庆市一家电力有限公司，成立于 2016 年 5 月，实际控制股东为国家某大型电力投资集团，截至 2018 年 3 月末，该保证人实收资本为 38.87 亿元。该保证人主营电源的开发与管理、组织电力（热

力）生产及销售、铝业。截至 2017 年末，该保证人资产总额为 149.39 亿元，净资产为 31.59 亿元。2017 年度，该保证人实现营业收入 43.22 亿元，净利润-2.68 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 2.29 亿元。新世纪评级综合该保证人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 AA^{+}_{s} 级。

未偿本金余额排名第二的承租人为山东省一家新能源有限公司，成立于 2016 年 7 月，控股股东为某省能源交通总公司，截至 2018 年 3 月末，该承租人实收资本为 0.80 亿元。该承租人的主要收入来源新能源技术的研发、推广服务、太阳能发电和太阳能光伏系统施工等。截至 2017 年末，该承租人资产总额为 3.49 亿元，净资产为 0.80 亿元；2017 年度，该承租人实现营业收入 0.02 亿元，净利润-0.002 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.02 亿元。截至 2018 年 3 月末，该承租人资产总额为 3.32 亿元，净资产为 0.78 亿元；2018 年第一季度，该承租人实现营业收入 0.05 亿元，净利润-0.02 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.03 亿元。新世纪评级综合该承租人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 BBB^{-}_{s} 级。

未偿本金余额排名第三的承租人是贵州省一家能源有限公司，成立于 2015 年 11 月，控股股东为国家某大型电力投资集团下设一级子公司，截至 2018 年 3 月末，该承租人实收资本为 0.71 亿元。该承租人主营电力设备销售、新能源技术开发及经营管理、太阳能和风能技术开发等业务。截至 2017 年末，该承租人资产总额为 3.66 亿元、净资产为 0.74 亿元；2017 年，该承租人实现营业收入 0.09 亿元，净利润 0.03 亿元。截至 2018 年 3 月末，该承租人资产总额为 3.87 亿元，净资产为 0.74 亿元；2018 年第一季度，该承租人实现营业收入 0.10 亿元，净利润 1.18 万元。新世纪评级综合该承租人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定主体信用等级为 BB^{-}_{s} 级。

该笔租赁资产的保证人是云南省一家新能源有限公司，成立于 2008 年 7 月，实际控股股东为国家某大型电力投资集团下设一级子公司，截至 2018 年 3 月末，该保证人实收资本为为 23.99 亿元。该保证人主营电站、电力及上下游相关产业投资和风电、太阳能发电等新能源开发业务。截至 2017 年末，该保证人资产总额为 102.61 亿元，净资产为 25.87 亿元；2017 年度，该保证人实现营业收入 8.03 亿元，净利润 0.16 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 2.33 亿元。截至 2018 年 3 月末，该保证人资产总额为 104.18 亿元，净资产为 27.35 亿元；2018 年第一季度，该保证人实现营业收入 3.61 亿元，净利润

1.48 亿元。新世纪评级综合该保证人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 A^{+}_{s} 级。

未偿本金余额排名第四的承租人为云南省一家水电开发有限公司，成立于 2003 年 12 月，实际控股股东为国家某大型电力投资集团下设一级子公司，截至 2018 年 4 月末，该承租人实收资本为 1.64 亿元。该承租人主营电力开发投资；电力生产及销售；电力工程管理及施工技术服务；电力设备及产品的开发销售等业务。截至 2017 年末，该承租人资产总额为 8.20 亿元，净资产为 0.09 亿元；2017 年度，该承租人实现营业收入 0.70 亿元，净利润 0.02 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 1.27 亿元。截至 2018 年 3 月末，该承租人资产总额为 14.62 亿元，净资产为-1.26 亿元；2018 年一季度，该承租人实现营业收入 0.17 亿元，净利润-0.18 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.26 亿元。新世纪评级综合该承租人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 BBB_{s} 级。

该笔租赁资产的保证人是一家主营东南亚及国内西南地区电力项目和其它能源项目的投资建设与经营管理等业务的电力投资有限公司，成立于 2008 年，控股股东为国家某大型发电集团，截至 2018 年 4 月末，该保证人实收资本为 32.77 亿元。该保证人主要收入来源为电站 EPC 收入。截至 2017 年末，该保证人资产总额为 294.42 亿元，净资产为 47.27 亿元；2017 年度，该保证人实现营业收入 20.42 亿元，净利润-2.87 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 8.15 亿元。新世纪评级综合该保证人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 AA^{+}_{s} 级。

未偿本金余额排名第五的承租人是宁夏自治区某市级一家新能源有限公司，成立于 2013 年 4 月，实际控股股东为某国有铝电投资有限公司，截至 2018 年 3 月末，该承租人实收资本为 1.21 亿元。该承租人主营光伏发电、风力发电项目的建设及运营等电力产品业务。截至 2017 年末，该承租人资产总额为 6.50 亿元，净资产为 1.85 亿元；2017 年度，该承租人实现营业收入 0.80 亿元，净利润 0.24 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.13 亿元。截至 2018 年 3 月末，该承租人资产总额为 6.18 亿元，净资产为 1.90 亿元；2018 年第一季度，该承租人实现营业收入 0.19 亿元，净利润 0.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.10 亿元。新世纪评级综合该承租人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 BBB^{+}_{s} 级。

该笔租赁资产的保证人是宁夏自治区一家能源铝业有限公司，成立于

2008 年 12 月，实际控股股东为某国有铝电投资有限公司，截至 2017 年 2 月末，该保证人实收资本为 46.03 亿元。该保证人主营电解铝、阴极炭素、建材、金属材料、机电等系列产品的投资与管理。截至 2017 年末，该保证人资产总额为 219.59 亿元，净资产为 39.62 亿元；2017 年实现营业收入 137.97 亿元，净利润 2.09 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 11.83 亿元。新世纪评级综合该保证人的背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，评定其主体信用等级为 AA^{+}_{s} 级。

12. 入池资产承租人地域分布情况

从地域分布情况来看，入池资产的承租人分布于贵州、云南省、河北等 10 个省，其中贵州省入池资产未偿本金余额占比最高，为 20.23%。

图表 21. 承租人地域分布情况

地域分布	承租人户数（户）	承租人户数占比	本金余额(万元)	余额占比
贵州	2	15.38%	38820.16	20.23%
山东	2	15.38%	30483.67	15.88%
云南	2	15.38%	25300.00	13.18%
重庆	1	7.69%	25000.00	13.03%
宁夏	1	7.69%	17000.00	8.86%
内蒙古	1	7.69%	15000.00	7.82%
上海	1	7.69%	15000.00	7.82%
海南	1	7.69%	12400.00	6.46%
安徽	1	7.69%	7251.72	3.78%
江苏	1	7.69%	5657.60	2.95%
合计	**13**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

2017 年，贵州省实现地区生产总值 13540.83 万亿元，同比增长 10.2%。三次产业结构为 15.8:39.5:44.7，较上年基本保持稳定；按产业分，第一产业增加值 2020.78 亿元，同比增长 6.7%；第二产业增加值 5439.63 亿元，同比增长 10.1%；第三产业增加值 6080.42 亿元，同比增长 11.5%。第一产业增加值占地区生产总值比重为 14.9%；第二产业增加值比重为 40.2%；第三产业增加值比重为 44.9%。人均地区生产总值 37956 元，比上年增加 4710 元。2017 年，贵州省完成固定资产投资 1.55 万亿元，同比 20.1%，近五年来增速逐年下滑。2017 年，贵州省全省实现一般公共预算收入 1613.64 亿元，同比增长 7.2%；一般公共预算支出 4604.57 亿元，同比增长 8.0%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，贵州省保持稳定增长态势，但较依赖上级补助和债务收入。

2017 年，山东省实现地区生产总值 72678.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。其中，其中，第一产业增加值 4876.7 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 32925.1 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 34876.3 亿元，增长 9.1%，三次产业构成为 6.7：45.3：48.0。人均地区生产总值为 72851 元。山东省 2017 年全年完成固定资产投资（不含农户）54236.0 亿元，同比增长 7.3%。2017 年，山东省全省实现一般公共预算收入 6098.5 亿元，比上年同口径增长 6.6%；一般公共预算支出 9257.7 亿元，同口径增长 5.2%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，山东省经济增长稳中趋缓，经济发展逐步进入新常态。

13. 入池资产承租人行业分布情况

按照国家标准行业二级分类，入池资产均分布于电力、热力生产和供应业，行业集中度很高。

图表 22. 承租人所处行业分布情况

行业	承租人户数（户）	承租人占比	本金余额(万元)	余额占比
电力、热力生产和供应业	13	100.00%	191913.15	100.00%
合计	**13**	**100.00%**	**191913.15**	**100.00%**

资料来源：根据融和租赁提供的基础资产池资产相关信息整理

电力行业是国民经济发展中基础能源行业，该行业与宏观经济增长情况息息相关，且其需求增速和宏观经济增速具有较强的同向性。随着近几年我国宏观经济增速逐步放缓，产业结构调整力度逐步加大，全国用电需求呈现缓慢增长趋势，总体上我国电力供应较为宽松。

2017 年度我国全社会用电量 6.31 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速较 2016 年提升 1.6 个百分点。用电需求结构进一步完善，第三产业和城乡居民用电占比提升，第二产业用电占比下降。其中，第一、二、三产业及城乡居民生活用电量分别为 1155 亿千瓦时、44413 亿千瓦时、8814 亿千瓦时和 8695 亿千瓦时，同比分别增长 7.3%、5.5%、10.7%和 7.8%。

2017 年，我国装机容量增速受火电供给侧改革的影响持续趋缓。2017 年，我国规模以上电厂装机容量达到 17.71 亿千瓦，同比增长 7.6%，增速较上年下降 0.6 个百分点。其中，火电装机增速仅为 4.3%，较 2016 年下降 1 个百分点。

2017 年，全国全口径发电量达到 6.42 万亿千瓦时，同比增长 6.5%。其

中，火力发电量累计 4.55 万亿千瓦时，同比增长 5.2%；水力发电量累计 1.19 万亿千瓦时，同比增长 1.7%；核能发电量累计 2483 亿千瓦时，同比增长 16.5%；风力发电量累计 3057 亿千瓦时，同比增长 26.3%；太阳能发电量累计 1182 亿千瓦时，同比增长 75.4%。我国各电源发电结构改善，近年来随着风电与太阳能发电装机的快速增长，我国非水可再生能源发电占比逐年提高，火电发电占比下降。水电由于开发渐入后期，新增装机容量不高，水电占比保持在相对稳定的水平。

2017 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3786 小时，同比减少 11 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3579 小时，同比减少 40 小时；火电设备平均利用小时为 4209 小时，同比增加 23 小时。受火电供给侧改革影响，2017 年火电新增装机容量减少，全年火电新增装机容量较 2016 年同比减少 5.34%，火电发电量增速提升而新增装机增长受限。

从行业竞争来看，电力行业属于公共事业，具有一定的公益性质，目前为止我国电力行业属于垄断行业。但是随着 2015 年 11 月中央政府《关于印发电力体制改革配套文件的通知》，也就是业内所说的“六大配套文件”的推出，我国电力行业将很可能一改目前的竞争格局，电力市场将进一步放开，电力企业的竞争将加剧；在响应中央积极推行清洁能源的号召前提下，成本控制等因素将成为影响企业竞争力的核心因素。

目前，电力体制改革试点已覆盖除西藏以外的所有省份，以综合试点为主、多模式探索的改革格局已初步形成，全国在电力交易机构注册的售电公司已达 1859 家，启动了 106 个试点项目。另一方面，电力体制改革也面临一些突出问题，如市场化交易面临区域壁垒外，行政干预市场化定价等。根据中电联 2018 年 2 月 7 日披露的电力市场交易数据来看，2017 年，市场化交易电量合计为 16324 亿千瓦时，其中，各省内市场交易电量 13400 亿千瓦时（含发电权交易电量），省间（含跨区）市场交易电量合计 2924 亿千瓦时，交易电量占电网销售电量比重（即销售电量市场化率）达到 33.5%。分区域来看，南方、西北、华北三个区域销售电量市场化率较高，均超过了 35%，华中区域、东北区域低于全国水平。未来预计我国市场化交易电量会有进一步增长空间。

四、 资产池组合信用风险及现金流分析

（一） 资产池组合信用风险分析

新世纪评级采用蒙特卡洛模拟方法量化分析资产池组合信用风险，以确定优先级资产支持票据能够达到目标评级所需要承受的信用支持水平。

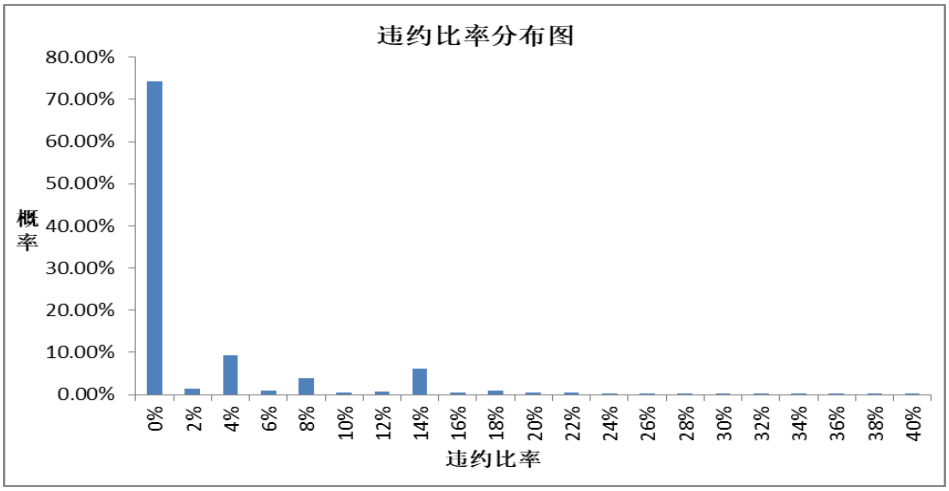
考虑到集中违约风险对资产池整体信用带来影响，新世纪评级对未偿本金余额占比较大、行业和地区集中度较高的承租人的违约概率假设给于适当的调整；在作回收率假设时，考虑的因素主要有资产担保方式、担保性质、保证金情况（若有）以及抵质押物情况及其评估价值（若有）等；相关性假设的主要依据是行业、地区以及股东关联等情况。通过数百万次的蒙特卡洛模拟，可以得出资产池违约时间分布以及违约比率分布，进一步可计算出目标信用级别下的情景违约比率[5]。

图表 23. 违约时间分布

时间	违约分布
第一年	17.70%
第二年	32.72%
第三年	28.61%
第四年	20.89%
第五年	0.07%
合计	**100.00%**

资料来源：新世纪评级蒙特卡洛模拟结果

图表 24. 资产池违约比率分布



资料来源：新世纪评级蒙特卡洛模拟结果

[5]目标信用级别下的情景违约比率是指在该目标级别下资产池需要承受的违约比率。

图表 25. 情景违约比率

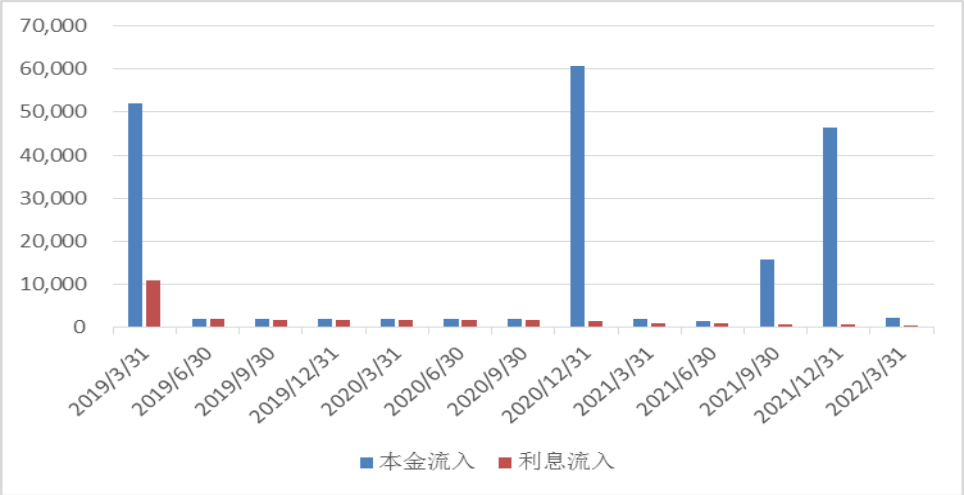
信用级别	情景违约比率(SDR)
AAA_{sf}	29.25%
AA_{sf}	25.17%

资料来源：新世纪评级蒙特卡洛模拟结果

（二） 现金流分析

在假定承租人均按照租赁合同约定支付租赁款的基础上，资产池按照回收款计算期间的现金流入如下图所示。

图表 26. 正常情况下资产池本息流入情况（单位：万元）



资料来源：根据融和租赁提供的现金流情况整理、绘制。

新世纪评级根据本期交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本期票据的现金流分析模型，并对该模型进行压力测试，目的是评估资产池产生的现金流在压力情景下对优先级资产支持票据利息和本金的覆盖程度。根据目前经济运行情况，新世纪评级压力测试的情景包括提前还款比例增加、违约时间调整、回收率降低以及利差缩小等。结果表明，优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据均能够通过压力测试，新世纪评级评定优先 A 级资产支持票据的信用等级上限为 AAA_{sf} 级，优先 B 级资产支持票据的信用等级上限为级 AA_{sf}。

图表 27. 压力测试基准条件和加压幅度

压力条件	基准条件	加压幅度
回收率	11.87%	根据目标级别调整
回收周期	12 个月	12 个月
违约时间分布	20%/40%/40%	40%/60%
优先 A 级测算利率	A1:5.30%/A2:5.60%	利差减小 50 个 BP
优先 B 级测算利率	6.50%	利差减小 50 个 BP
提前还款率	5%	10%

注：新世纪评级现金流压力测试假设条件。

图表 28. 优先 A 级资产支持票据压力测试结果[6]

压力测试条件	优先 A 级资产支持票据 BDR[7]	AAA_{sf} 级情景 SDR	安全缓冲[8]
基准条件	41.20%	29.25%	11.95%
提前还款率为 10%，其他为基准	39.50%	29.25%	10.25%
利差缩减 50 个 BP，其他为基准	40.50%	29.25%	11.25%
回收率为 5.93%，其他为基准	38.90%	29.25%	9.65%
回收率为 5.93%；提前还款率为 10%；利差缩减 50 个 BP；回收时间为 12 个月；违约时间分布：40%/60%	36.80%	29.25%	7.55%

注：新世纪评级现金流模型测算结果。

图表 29. 优先 B 级资产支持票据压力测试结果

压力测试条件	优先 B 级资产支持票据 BDR	AA_{sf} 级情景 SDR	安全缓冲
基准条件	34.70%	25.17%	9.53%
提前还款率为 10%，其他为基准	34.60%	25.17%	9.43%
利差缩减 50 个 BP，其他为基准	34.10%	25.17%	8.93%
回收率为 9.49%，其他为基准	33.80%	25.17%	8.63%
回收率为 9.49%；提前还款率 10%；利差缩减 50 个 BP；回收时间为 12 个月；违约时间分布：40%/60%	31.90%	25.17%	6.73%

注：新世纪评级现金流模型测算结果。

（三） 集中违约测试分析

考虑到数个额度较大的承租人违约会对资产池产生较大的影响，新世纪评级对资产池进行集中违约测试分析。本期票据优先 A 级资产支持票据获得

[6]本期票据的预期设立日为 2019 年 1 月 23 日。
[7]临界违约率指的是给定的交易结构、资产特性、支付机制以及信用增信水平等条件下，该级票据所能承受的最高资产违约比率，即在此违约水平下，该级票据仍然能够顺利偿付。
[8]安全缓冲是临界违约率对情景违约率的保护距离，安全缓冲越大，票据得到的保护效果越好。

目标等级所需信用支持水平为 26.97%，低于实际信用支持比例 32.78%；本期票据优先 B 级资产支持票据获得目标等级所需信用支持水平为 23.13%，低于实际信用支持比例 26.06%。

图表 30. 集中违约测试结果

信用级别	所需信用支持
AAA_{sf}	26.97%
AA_{sf}	23.13%

资料来源：新世纪评级大额集中违约测试结果

五、重要参与方

（一） 委托人/资产服务机构（融和租赁）

1. 概况

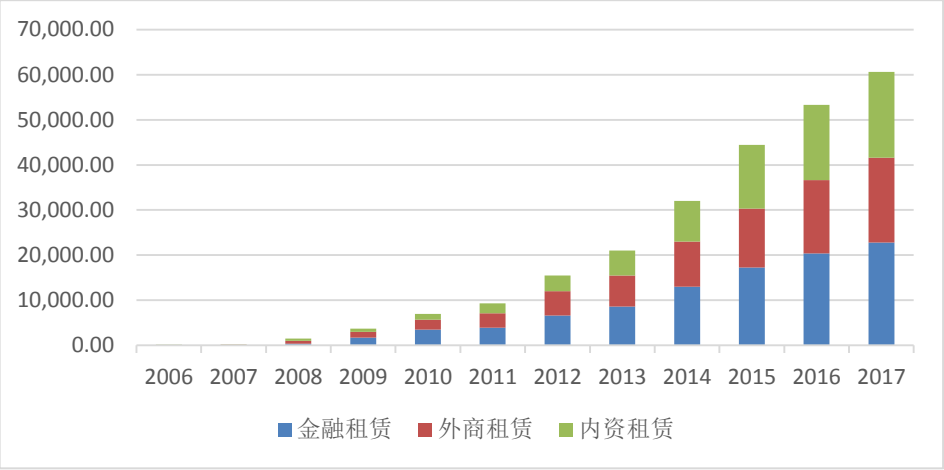
中电投融和融资租赁有限公司成立于 2014 年 3 月 13 日，注册地为中国（上海）自贸试验区，成立时注册资本为 5000 万美元，股东为中电投融和控股投资有限公司（下称“融和控股”）和上海电力能源发展（香港）有限公司（下称“上海电力香港”），持股比例分别为 65%和 35%。成立之初，融和租赁间接控股股东为中国电力投资集团（下称“中电投集团”）。2015 年 5 月，经国务院批准，中电投集团与国家核电技术有限公司（下简称“国家核电”）实施联合重组，国务院将其持有的国家核电 66%的股权无偿转让给中电投集团。重组后中电投集团更名为国家电力投资集团公司（下称“国家电投”），间接控股股东也因此变更为国家电投。根据国家电投业务规划，2016 年融和控股更名为国家电投集团资本控股有限公司（下称“国电控股”），间接控股股东仍为国家电投。自成立以来，为满足融和租赁不断发展的业务需求，股东先后增资，并且将经营所得利润转增股本。截至 2018 年 9 月末，融和租赁注册资本与实收资本均为 7.3 亿美元，合计人民币 46.40 亿元，国电控股持有 65%的股份。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司 1 家，即国家电投融和国际租赁有限公司。

2. 行业分析

融资租赁行业在发达国家是与“银行信贷”、“资本市场”并驾齐驱的三大金融工具之一，在国家经济和金融体系发展中扮演着重要的角色。我国现代租赁业始于二十世纪八十年代初，主要为进口先进设备及技术提供资金。由于行业及监管结构重整，租赁业于九十年代经历了一段停滞时期。顺应中

国加入世界贸易组织的开放承诺，随着中国政府多项法律及法规政策的颁布，2004 年以来，我国融资租赁行业开始步入发展正轨，并于 2009 年起进入快速发展阶段。2015 年以来，随着国家各项扶持、鼓励融资租赁行业发展政策的出台，融资租赁行业进一步呈现爆发式增长。

图表 31. 2006-2017 年末全国融资租赁业合同余额（单位：亿元）



资料来源：WIND，中国租赁联盟

融资租赁有融资和融物相结合的特点。根据发达国家的发展经验，融资租赁在拉动内需、推动区域和产业结构调整中具备明显的优势，在解决中小微企业融资难、促进技术进步、分摊财务成本等方面有着不可替代的作用。目前，我国租赁渗透率不足 5%，与发达国家 15%~30%的租赁渗透率相比，仍有较大发展空间。

近年来，融资租赁行业注册公司数量呈爆发式增长。2014-2017 年，各类融资租赁公司数量年均复合增长率达 60.42%。但 2017 年以来，随着基数增长，加之金融监管和去杠杆压力，融资租赁公司数量增速有所放缓。截至 2017 年末，全国注册的各类租赁公司（不含单一项目融资租赁公司）共 9090 家，同比增长 27.38%，增速下降 30.91 个百分点。此外，融资租赁行业规模增速也趋于放缓。其中，新增融资租赁合同金额规模在 2015 年达到顶点后，已连续两年下降。根据中国租赁联盟的统计，2017 年全国融资租赁行业净新增合同金额为 7300 亿元，净新增合同金额下降 1600 亿元。整体来看，国内融资租赁行业已结束了爆发式增长阶段，未来行业发展或趋于稳定。

图表 32. 2015-2017 年末全国融资租赁企业家数（单位：家，%）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
金融租赁	47	1.04	59	0.83	69	0.76
内资租赁	190	4.21	205	2.87	276	3.04
外资租赁	4271	94.74	6872	96.30	8745	96.20
总计	4508	100.00	7136	100.00	9090	100.00

资料来源：WIND，中国租赁联盟

从行业集中度与行业竞争程度来看，据中国联盟数据统计，截至 2017 年末全国融资租赁企业注册资金达到 32031.00 亿元人民币，同比增长 25.27%；同期末，前十大租赁公司注册资本占比仍低于 5%，行业集中度仍然较低，行业竞争较为激烈。

根据监管主体和监管标准的不同，我国融资租赁公司可分为三种类型：一是由中国银监会批准，属于非银行金融机构的金融租赁公司；二是由商务部批准的外商投资融资租赁公司及内资试点融资租赁公司；三是由商务部、国家税务总局联合审批的附属于制造厂商、以产品促销为目的的非金融机构内资试点租赁公司。总体来看，由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但其中部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢；但得益于股东背景和资金优势，业务体量占比较大。内资试点租赁公司增资较为平稳，2017 年随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。截至 2017 年末，金融租赁公司数量占比为 0.76%，业务规模占 37.62%；内资公司家数占行业 3.04%，业务规模占 31.02%；外资公司家数占行业 96.20%，业务规模占 31.35%。

2017 年以来，在金融强监管的背景之下，融资租赁行业多头监管格局面临较大的调整。从监管格局看，根据 2017 年 7 月中央金融工作会议精神，在突出功能监管的大背景下，未来商务部管辖范围内的外商租赁和内资租赁公司或将纳入中央金融监管部门统一监管之下，执行统一的监管规则。但基于监管效率和成本上的考量，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。此外，在监管方式上，未来在统一监管规则下，融资租赁行业或将进一步落实机构监管，并逐步强化行为监管。监管环境的变化或将对融资租赁行业的发展生态产生深远影响。

图表 33. 现阶段三类租赁公司设立门槛

类别	监管机构	法律依据	注册资本要求	杠杆上限	获批难度
金融租赁	银监会	《金融租赁公司》	1.00 亿元	12.50	较大
内资租赁	商务部	《商务部国税总局关于从事融租赁业务有关问题的通知》	1.70 亿元	10.00	较大
外资租赁	商务部	《外商投资租赁业管理办法》	1000 万美元	10.00	较小

资料来源：根据公开信息整理

按股东背景及国际惯例，融资租赁公司又分为金融租赁公司、厂商系租赁公司和独立第三方租赁公司。根据融资租赁行业理论及国外的发展实践，各类租赁公司的特点及重点发展领域存在一定差异，并在各自细分市场中进行差异化竞争。然而，近年来受国内宏观经济及金融环境的影响，国内各类背景的融资租赁公司业务差异化程度相对较低。一方面，各类融资租赁公司的业务均呈现较为明显的类信贷特征。售后回租业务在各类融资租赁公司中均占据绝对优势地位，融资租赁业务收入主要来自于息差收益，融资租赁业务的融物特性较弱。另一方面，各类融资租赁公司目标客户特征趋同。近年来，为控制业务风险、做大规模，各类融资租赁公司普遍将客户瞄准基础设施、公用事业、医疗以及教育等与区域经济、地方财政状况密切相关的行业领域，或是其他行业中的大中型民营企业或国有企业，融资租赁在服务中小企业助推经济转型的功能没有得到充分发挥。随着行业进入稳步发展阶段，特别是在金融去杠杆、地方债务控制进一步趋严的背景之下，各类融资租赁公司在业务发展上面临较大的转型压力。

图表 34. 融资租赁公司按股东背景分类

类别	公司情况
金融租赁公司	多具有较强的资本实力，并能依赖其股东的营销网络拓展业务，能通过母行投入资本金、同业拆借、发行金融债券和租赁项目专项贷款等多种渠道获得资金，目前是国内融资租赁行业规模最大的参与者，其业务往往集中于大型设备租赁，如飞机、船舶、电力、医疗等，单笔金额多在亿元以上。
厂商系租赁公司	受限于母公司的产品及客户，租赁标的及服务对象较为单一，产品灵活性不足，但借助制造商对设备的熟悉度及其营销和售后网络，在租赁物的回收和再出售方面有一定优势，对风险能起到一定缓冲作用。
独立第三方租赁公司	在选择客户及经营策略等方面更独立，在利用自身行业经营积累及客户资源基础上，能为客户提供更多的综合增值服务。

资料来源：根据公开信息整理

资金融通是融资租赁行业普遍关注的问题。长期以来，国内融资租赁公司的资金来源仍主要来源于银行贷款等传统融资方式。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司的融资渠道逐步多元化：2009 年 8 月，中国人民银行和银监会共同发布公告，允许合格的金融租赁公司在银行间债券

市场发行金融债券；而其他融资租赁公司纷纷通过公开发行股份并上市、国内发行债券、赴香港发行人民币点心债、发行资产管理计划、进行境外借款以及与信托公司合作等多种方式获取资金，支持业务高速发展。其中，2014年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式。据 Wind 统计，2015-2017 年国内融资租赁公司（含金融租赁公司）债券发行规模分别为 540.5 亿元、1071.3 亿元和 2130.1 亿元（其中金融租赁公司债券发行规模分别为 197 亿元、280 亿元和 519 亿元）。此外，以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态，2015-2017 年，发行规模分别为 591.93 亿元、1035.23 亿元和 793.21 亿元，分别占同期企业资产证券化规模的 29.17%、22.13%和 9.99%。整体来看，随着融资渠道的扩宽，融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是，也需关注到与传统的银行贷款相比，债券、ABS 等融资方式的可得性和成本受监管政策及金融市场波动的影响较大，在金融强监管和金融去杠杆的背景之下，融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

此外，财政部和国家税务总局于 2016 年 3 月 23 日正式出台了《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36 号文），其将融资租赁业务的融资属性和融物属性区分，售后回租业务和直租业务分别纳税。售后回租更多的体现了融资租赁业务的融资属性，按照金融服务—贷款服务计提，税率为 6%，但是租赁利息进项税不得抵扣；而直租是融资和融物的结合，税率区分不动产和动产，不动产租赁税率为 11%，动产租赁税率为 17%。财税[2016]36 号文对于融资租赁交易的分类征税将更加科学合理，有利于融资租赁行业的长期良性发展。

3. 公司自身素质

1）公司产权情况

截至 2018 年 9 月末，融和租赁直接控股股东为国家电投集团资本控股有限公司，持股比例为 65%；第二大股东为上海电力能源发展（香港）有限公司[9]，持股比例为 35%；间接控股股东为国家电投。融和租赁是国家电投下属仅有的两家拥有租赁资质的金融平台之一，目前国家电投鼓励旗下成员单位通过融资租赁非银融资渠道进行融资，相关需求不断增加，这为融和租赁业务开展创造了良好的条件。截至 2018 年 9 月末，融和租赁纳入合并范围的子公司 1 家，即国家电投融和国际租赁有限公司。

[9] 上海电力能源发展（香港）有限公司，为上海电力有限公司全资子公司。上海电力有限公司实际控制人为国家电投。

2）公司法人治理结构

融和租赁设有董事会、监事会，《公司章程》中就董事会和监事会的职权、选聘程序、人员构成、议事规则等作出了明确的规定。融和租赁董事会由 5 名董事组成，均由股东委派，董事任期 3 年。融和租赁设监事 3 人，股东代表两名，职工代表一名。监事每届任期 3 年，届满可以连任。融和租赁设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责。

成立之初融和租赁客户以国家电投体系内成员单位为主，近年来融和租赁集团外市场化业务占比有所提升，但集团内存量业务依然维持较高比例，因而其关联交易规模相对较大。截至 2017 年末，融和租赁因关联交易形成的表内长期应收款合计 183.86 亿元，占期末应收融资租赁款的 53.11%；因关联交易形成的其他应收款合计 33.60 亿元，占期末其他应收款的 99.70%；因关联交易实现的表内利息收入合计 9.39 亿元，占当期营业收入的 44.92%。

3）融和租赁管理水平

融和租赁根据自身经营特点，建立了现有的组织结构，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。

在财务制度方面，融和租赁根据《会计法》、《企业会计准则》、《会计基础工作规范》等法律法规和融和租赁实际情况，制定了《财务管理制度》、《会计基本规范》等规章制度，以规范融和租赁财务、会计行为，加强财务管理和内部控制。在财务管理组织框架上，融和租赁形成了以总经理办公会为领导、计划财务部为核心的财务管理体系，明确了总经理办公会是财务预算和财务计划制定的责任单位，计划财务部负责制定、组织落实融和租赁有关财务管理政策、规定和方法。在费用管理方面，融和租赁对成本费用实行预算管理，建立了严格的预算审批管理制度，同时制定了《费用报销管理办法（试行）》等规章制度，以规范融和租赁费用开支办理程序、范围和内容。

在资金运营与资产管理方面。融和租赁按照货币资金、租赁保理应收资产等对资产分门别类进行管理。在货币资金管理上，融和租赁与银行等金融机构建立了良好的合作关系，并积极拓宽其他融资渠，以保障融资畅通；同时规范资金计划编制，以提升资金计划管理能力，保证资金运转高效有序，防范可能的流动性风险；针对资金结算支付可能存在的操作风险，融和租赁制定了相应制度，以规范资金支付流程和账户管理。在租赁保理应收资产管理上，融和租赁制定了《业务台账实施办法》，《结息工作实施办法》等制度，以保障应收资产管理科学有效。融和租赁明确业务管理部为融和租赁应

收类资产的归口管理部门，负责对租赁、保理业务形成的应收租金、利息和本金实施催收和管理工作；同时市场营销部和计划财务部也指定专人配合管理工作。

在风险管理方面，融和租赁从风险管理组织体系、风险控制体系、制度流程体系和监督评价体系四个方面入手初步构建了融和租赁风险管理内部控制体系。2017 年，融和租赁主要从风险控制、制度流程、监督评价三大体系方面持续优化、完善了融和租赁的风险管理内部控制体系。融和租赁完成了内控合规体系建设，完成了制度更新升级、合规流程改造工作，并通过信息系统进行固化。从组织架构看，融和租赁已经建立了由董事会、董事会下属风险与审计委员会和各个职能部门组成的风险管理组织框架。其中董事会是融和租赁的最高风险管理/决策机构，董事会下设的风险与审计委员会负责监督高级管理层对风险管理政策和程序的贯彻落实情况，确保风险管理政策与程序在融和租赁内部得到统一遵守。以总经理为主的高级管理层负责执行融和租赁风险管理的政策，定期审查监督风险管理的程序以及具体的操作规程，及时向董事会或其下设委员会报告风险管理情况。融和租赁设立有风险合规部，是风险管理的归口部门。2017 年，融和租赁对风险合规部的人员结构和职能分工进一步细分和调整，将部门拆分为风险合规组(主要负责项目贷前风险管理等)、法律合规组（主要负责法务合同审核、合规检查等）和资产管理组（主要负责贷后资产分级管理及贷后风险管理等）。此外融和租赁按照组织架构分成若干风险单位，各部门负责人在各自职责范围内承担相应的风险管理职责，负责部门内部基础风险管理工作，将本部门相关风险信息向融和租赁高级管理层和风险合规部报告。

融和租赁注重信息化管控的创新风险管理模式。2017 年，融和租赁优化了内部业务管理系统，对立项、议案、合同等进行一体化管理，健全了项目管理体系。同时，融和租赁不断开发资产管理信息平台，完善系统功能，细化工程管控，为资金投放的进度提供依据。与此同时，PM 平台强化资产的在运管控、在线监控，在电站电量和汽车里程数的采集中，信息统计准确度、反馈及时性得到提升，项目生命周期内的风险确保在控。

从风险管理的具体措施看，融和租赁将风险管理分为信用风险管理、流动性/市场风险管理、操作风险管理等环节，针对各个不同的风险特征，融和租赁制定了相应的风险管理措施。

4. 经营分析

融和租赁成立时间较晚，但得益于近年来融资租赁行业良好的发展环境、国家电投资源渠道优势以及自身经验丰富的运营团队，成立以来融和租赁租赁业务取得了较快的发展。2015-2017 年及 2018 年前三季度，融和租赁分别完成项目投放 220 笔、249 笔、413 笔和 810 笔，投放金额合计分别为 210.13 亿元，239.59 亿元、176.55 亿元和 120.68 亿元。

从业务模式上看，成立之初，融和租赁投放项目中集团内售后回租业务占比相对较高。2015 年以来，随着集团外业务规模逐步拓展，融和租赁开始通过直接租赁的方式参与各类市场化的新建发电项目建设，特别是新建风力、光伏发电项目建设。受此影响，融和租赁直租业务资金投放金额和占比持续上升。2015-2017 年及 2018 年前三季度，融和租赁直租业务投放资金金额分别为 47.65 亿元、61.56 亿元、111.89 亿元和 46.07 亿元，占比当期租赁业务投放金额比例分别为 22.67%、25.69%、63.38%和 38.18%。相较于集团内售后回租业务，融和租赁市场化直租项目盈利空间相对较大。然而由于该类项目投资金额较大、建设周期相对较长且未来运营效益存在一定不确定性，融和租赁风险管理压力也有所上升。针对这一情况，融和租赁除进一步严格项目前期尽调和评审环节外，在项目投放过程中也充分利用自身在电力行业的专业优势，协助客户把控项目成本，并聘请专业工程监理机构监督项目进度，保证项目按期建成投产，防范项目风险。

图表 35. 融和租赁业务类型投放金额及占比情况(单位：亿元、%)

业务模式	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比
售后回租业务	144.22	68.63	152.68	63.73	59.91	33.93	73.82	61.17
直租业务	47.65	22.67	61.56	25.69	111.89	63.38	46.07	38.18
保理业务	18.28	8.70	25.35	10.58	4.75	2.69	0.59	0.49
其他	--	--	--	--	--	--	0.20	0.17
合计	**210.13**	**100.00**	**239.59**	**100.00**	**176.55**	**100.00**	**120.68**	**100.00**

资料来源：根据融和租赁提供的相关主体资料信息整理

融和租赁将客户分为国家电投集团内客户和国家电投集团外客户，分别进行管理。成立之初，融和租赁项目投放以集团内成员单位为主。2015 年以来，随着市场化业务的逐步开展，融和租赁集团外租赁项目笔数及资金投放规模持续增长。2017 年，融和租赁市场化业务取得快速发展，市场化业务投放金额为 100.00 亿元，集团外客户投放金额占比首次超过集团内客户，达到 58.21%。

图表 36. 融和租赁集团内/外客户投放金额及占比情况(单位：亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比
集团内客户	142.73	74.39	151.70	70.81	71.80	41.79	64.60	53.53
集团外客户	49.13	25.61	62.54	29.19	100.00	58.21	56.08	46.47
合计	**191.86**	**100.00**	**214.24**	**100.00**	**171.80**	**100.00**	**120.68**	**100.00**

资料来源：根据融和租赁提供的相关主体资料信息整理

从业务行业分布看，融和租赁业务定位明确，租赁项目投放始终紧紧围绕着电力行业。近年来，随着国家对清洁能源重视程度进一步加强，国家电投下属企业清洁能源建设也有所增多，受此影响融和租赁项目投放也向新能源电力倾斜。2015-2017 年及 2018 年前三季度，融和租赁电力行业租赁资金投放分别为 173.01 亿元、192.78 亿元、155.49 亿元和 85.73 亿元，占租赁资金投放总额的比例分别为 90.18%、89.98%、90.51%和 71.04%；同期清洁能源电力租赁资金投放金额分别为 85.43 亿元、94.35 亿元、142.01 亿元和 82.53 亿元，分别占当期项目投放总额的 44.53%、44.04%、82.66%和 68.38%。依托国家电投大力发展清洁能源的战略规划，近年来，分布式光伏、新能源汽车等公司战略业务不断扩展。

图表 37. 融和租赁行业投放金额及占比（单位：亿元、%）

行业	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比
清洁能源	85.43	44.53	94.35	44.04	142.01	82.66	82.53	68.38
其中：光伏	30.10	15.69	52.15	24.34	108.21	62.99	42.69	35.37
风力	38.91	20.28	30.70	14.33	21.32	12.41	25.37	21.02
水电	16.42	8.56	11.50	5.37	12.48	7.26	14.47	11.99
火电	87.58	45.65	98.43	45.94	13.48	7.85	3.20	2.65
非电力行业	17.85	9.30	21.46	10.02	16.31	9.49	34.95	28.97
合计	**191.86**	**100.00**	**214.24**	**100.00**	**171.80**	**100.00**	**120.68**	**100.00**

资料来源：根据融和租赁提供的相关主体资料信息整理

从租赁业务投放区域分布情况看，近年来，融和租赁从依靠国家电投集团逐步转向服务其集团公司成员单位与开拓市场化业务贡献利润并重；发行机构有效拓展市场覆盖面，并降低租赁业务投放集中度以防范区域性风险。2017 年度，融和租赁资金投放区域主要集中在山东、湖北、贵州等省份，占比分别为 11.98%、10.88%和 7.93%。2018 年前三季度，融和租赁资金投放区域主要集中在山东、宁夏等省份，占比分别为 14.43%和 10.87%。

图表 38. 融和租赁地域投放金额及占比情况（亿元、%）

地域	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比	投放金额	占比
山东	2.50	1.30	8.66	4.04	20.58	11.98	17.41	14.43
宁夏	23.02	12.00	10.60	4.95	10.78	6.27	13.11	10.87
云南	22.26	11.60	3.80	1.77	12.51	7.28	11.83	9.80
四川	1.39	0.72	7.93	3.70	8.21	4.78	7.49	6.21
新疆	19.60	10.22	2.70	1.26	1.08	0.63	6.87	5.70
内蒙古	69.92	36.44	51.75	24.16	9.85	5.74	6.25	5.18
广东	-	-	0.47	0.22	7.59	4.42	5.78	4.79
江苏	1.36	0.71	7.06	3.29	8.53	4.97	5.28	4.37
贵州	11.50	5.99	18.05	8.43	13.63	7.93	4.47	3.71
陕西	5.55	2.89	6.03	2.81	-	-	4.03	3.34
河北	3.00	1.56	2.42	1.13	10.04	5.84	4.01	3.33
浙江	0.12	0.06	3.23	1.51	6.57	3.83	3.44	2.85
辽宁	7.00	3.65	7.60	3.55	3.41	1.98	3.24	2.69
广西	2.94	1.53	0.71	0.33	2.91	1.70	3.14	2.60
湖北	2.32	1.21	3.23	1.51	18.69	10.88	3.12	2.58
河南	5.52	2.88	34.70	16.19	2.15	1.25	2.95	2.45
山西	6.36	3.31	6.45	3.01	2.31	1.34	2.80	2.32
湖南	-	-	2.91	1.36	2.54	1.48	2.61	2.16
黑龙江	-	-	6.63	3.10	2.27	1.32	2.59	2.15
安徽	-	-	7.43	3.47	6.13	3.57	2.02	1.68
江西	-	-	-	-	0.80	0.47	1.83	1.52
重庆	1.70	0.89	-	-	1.00	0.58	1.50	1.24
海南	-	-	-	-	0.27	0.16	1.28	1.06
甘肃	0.80	0.42	2.60	1.21	4.23	2.46	0.80	0.66
福建	-	-	-	-	3.70	2.15	0.79	0.66
天津	-	-	-	-	0.86	0.50	0.60	0.50
吉林	-	-	8.89	4.15	3.92	2.28	0.46	0.38
青海	5.00	2.61	10.40	4.85	1.76	1.02	0.41	0.34
上海	-	-	-	-	3.71	2.16	0.33	0.27
北京	-	-	-	-	1.76	1.03	0.23	0.19
合计	**191.86**	**100.00**	**214.24**	**100.00**	**171.81**	**100.00**	**120.68**	**100.00**

资料来源：根据融和租赁提供的相关主体资料信息整理

5. 财务分析

瑞华会计师事务所有限公司及大信会计师事务所（特殊普通合伙人）分别对融和租赁 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。融和租赁执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2018 年

三季度财报未经审计。

截至 2017 年末，融和租赁经审计合并口径资产总额为 403.64 亿元，所有者权益总额为 47.02 亿元；2017 年实现营业收入 20.90 亿元，实现净利润 6.06 亿元。截至 2017 年末融和租赁应收融资租赁款净值为 346.17 亿元，应收保理类资产净值为 5.53 亿元，无不良应收融资租赁款和保理资产。

截至 2018 年 9 月末，融和租赁未经审计合并口径资产总额为 455.15 亿元，所有者权益总额为 50.46 亿元；2018 年前三季度实现营业收入 20.25 亿元，实现净利润 4.15 亿元。截至 2018 年 9 月末融和租赁应收融资租赁款净值为 408.00 亿元，应收保理类资产净值为 9.40 亿元。

1）盈利能力

得益于业务规模的扩张，特别是集团外市场化业务的开展，融和租赁营收规模增长较快，2015-2017 年及 2018 年前三季度，分别实现营业收入 10.38 亿元、16.13 亿元、20.90 亿元和 20.25 亿元；分别实现净利润 2.01 亿元、4.38 亿元、6.06 亿元和 4.15 亿元。融和租赁盈利主要集中于融资租赁利息收入。

由于融和租赁客户中集团内部成员占比相对较高，融和租赁整体营销费用较低，成本收入比处于行业中较好水平。但受客户结构影响，融和租赁租赁业务收益率水平也相对较低，2014 年融和租赁融资租赁业务收益率水平仅约为 6%-7%。2015 年以来，随着集团外市场化业务规模不断增加，融和租赁租赁业务盈利空间逐步扩大，但由于存量集团内项目占比仍然较多，新增项目的盈利释放仍有待时间积累。

图表 39. 融和租赁盈利能力指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
营业收入	10.38	16.13	20.90	20.25
其中：租赁业务收入	9.30	14.25	18.37	19.23
保理业务收入	0.48	0.91	1.02	0.37
营业成本	7.81	12.45	11.95	16.81
其中：融资租赁利息支出	7.73	12.34	11.61	--
利润总额	2.69	5.84	8.08	5.52
净利润	2.01	4.38	6.06	4.15
拨备前利润	2.69	5.30	8.04	5.28
成本收入比	2.48	1.99	1.61	1.45

资料来源：融和租赁

注：拨备前利润=报告期营业利润+资产减值损失

成本收入比=（销售成本+管理成本）/营业收入×100%

除租赁及保理等主业外，近年来融和租赁也利用富余资金购买信托产品，并持有自身发行的租赁资产证券化产品劣后级份额，获得了可观的投资收益。其中，2015-2017 年及 2018 年前三季度，融和租赁分别实现投资收益 0.24 亿元、1.00 亿元、0.86 亿元和 0.11 亿元，分别占当期营业利润的 8.86%、18.84%、11.95%和 2.12%。此外，为对冲外汇借款汇率风险，2016 年融和租赁与银行签订了锁汇合同。2017 年，在人民币升值的背景下，锁汇合同公允价值减少，当期发生公允价值变动损失-1.16 亿元；2018 年以来人民币相对美元贬值，导致融和租赁持有的人民币远期结售汇合约公允价值发生有利变动，从而带来收益，2018 年前三季度，实现公允价值变动收益 2.16 亿元。

营业外收入方面，得益于融和租赁较强的自身素质以及对地方税收的积极贡献，2017 年融和租赁获得了上海自贸区金融企业落户补贴 7501.80 万元。加上各项税收返还，2017 年融和租赁合计实现营业外收入 0.88 亿元，占期末利润总额的 10.93%。2018 年前三季度，融合租赁合计实现营业外收入 0.46 亿元，占期末利润总额的 8.27%。

拨备计提方面，2017 年，由于融和租赁集团外租赁资金投放首次超过集团内客户，融和租赁将正常未逾期的集团外客户分为三级[10]，并按照余额百分比法对正常二级和正常三级客户分别计提 0.50%和 1.00%应收融资租赁款减值准备，2017 年，融和租赁共计提资产减值准备 0.85 亿元。2018 年前三季度，融和租赁共计提资产减值准备 1.02 亿元。

2) 偿债能力

（1）债务分析

融和租赁成立以来，经多次增资，其股东权益大幅增长。在外部资本补充方面，作为国家电投下属重要金融平台企业，融和租赁股东先后多次对融和租赁进行增资，截至 2018 年 9 月末，融和租赁注册资本由成立之初的 5000 万美元增至 7.30 亿美元，资本实力得到显著增强。未来，融和租赁考虑通过发行永续债及引入战投注资等方式进一步扩大资本。

随着租赁项目投放规模的上升，融和租赁负债规模和杠杆水平也相应上升。2016 年融和租赁实现增资后，资本实力得到较大增强，但由于业务增速依然较快，杠杆水平仍小幅上升。截至 2017 年末，融和租赁负债合计 356.62 亿元，较年初增长 37.58%；资产负债率和风险放大倍数分别为 88.35%和 8.46

[10] 公司对关联方资产不计提减值准备，正常未逾期项目中非关联方电力行业电站资产为正常一级，非关联方电力行业非电站资产为正常二级，非关联方非电力行业资产为正常三级。

倍，较年初分别上升 3.03 个百分点和 1.70 倍。

图表 40. 融和租赁资本与杠杆情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月末
所有者权益（亿元）	21.66	44.60	47.02	50.46
资产负债率（%）	87.74	85.32	88.35	88.91
风险资产放大倍数（倍）	7.99	6.76	8.46	8.78

资料来源：融和租赁

注：风险放大倍数=(总资产-货币资金)/所有者权益

从负债结构看，融和租赁主要通过外部借款募集资金，2015-2017 年末，融和租赁外部借款金额分别为 134.60 亿元、203.35 亿元和 265.40 亿元，分别占负债总额的 86.81%、78.45%和 74.42%。从期限上来看，融和租赁借款以长期借款为主，2017 年末短期借款（包括短期借款和一年内到期的非流动负债，下同）和长期借款（包括长期借款和应付债券，下同）分别为 106.60 亿元和 158.80 亿元，分别占负债总额的 29.89%和 44.53%。目前融和租赁大部分借款均为人民币借款，但也有部分外币借款。截至 2017 年末，外币借款余额为 1.85 亿美元，折合人民币 15.03 亿元。为控制汇率风险，融和租赁对美元借款全部进行了锁汇操作。

得益于股东支持，融和租赁银行授信规模充足，融资成本相对较低，融和租赁银行借款加权融资成本在基准利率左右，且一般有应收融资租赁资产作为抵质押。截至 2018 年 9 月末，融和租赁获得银行授信额度为 411.97 亿元，尚未使用的授信额度为 220.44 亿元，充足的授信能够为融和租赁业务扩张提供一定资金基础。除银行借款外，2015 年以来融和租赁也开始通过发行债券及租赁资产证券化产品等方式，筹集业务所需资金并调整资产负债结构。2015 年下半年以来，融和租赁先后发行四期出表型租赁资产证券化产品，合计募集资金 73.09 亿元；两期未出表型租赁资产证券化产品，合计募集资金 21.62 亿元。2016 年 2-3 月，融和租赁先后发行三期 PPN，合计募集资金 20.00 亿元。2017 年，融和租赁发行四期超短期融资券，合计募集资金 40 亿元，发行一期绿色 PPN，募集金额 10.00 亿元。截至 2018 年 9 月末，融和租赁存续三期 PPN（5 亿元、8 亿元、7 亿元，均三年期），二期绿色 PPN（10 亿元、10 亿元，三年期）、三期私募公司债（7 亿元、3 亿元、20 亿元，均三年期）以及七期超短期融资券（合计 55 亿元），存续债券金额合计为 125 亿元；另外，同期末，融和租赁 ABS 和 ABN 的剩余本金为 50.34 亿元。

（2）现金流分析

2015-2017 年，融和租赁经营活动产生的现金流量净额分别为-4.90、4.62 亿元和 6.40 亿元；投资活动产生的现金流量净额分别为-6.51 亿元、-145.09 亿元和-142.07 亿元，该金额主要为融和租赁租赁业务投放款产生的本金，筹资活动产生的现金净额分别为 9.43 亿元、139.10 亿元和 138.98 亿元。2018 年前三季度，融和租赁经营活动产生的现金流量净额为-3.32 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-38.48 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 48.76 亿元。融和租赁 2015 年和 2016 年各项现金净流量净额均出现较大波动，主要是受现金流分类调整的影响所致。

总体来看，由于融和租赁仍处于业务快速扩张期，对外资金投放规模较大，融和租赁不断通过向银行借款、发行资产证券化产品和多品种债券筹集资金，融和租赁投资活动与筹资活动产生的现金净额均较大，符合融和租赁现阶段业务发展特点。

（3）资产质量分析

融和租赁自成立以来，业务规模快速扩张，融和租赁资产总额增速较快。2015-2017 年及 2018 年 9 月末，融和租赁资产总额分别为 176.71 亿元、303.82 亿元、403.64 亿元和 455.15 亿元，近三年平均增速为 51.14%。融和租赁表内资产主要为应收融资租赁款（含一年以内到期应收融资租赁款）及应收保理款，截至 2017 末，融和租赁上述资产净额分别为 346.17 亿元和 5.53 亿元，分别占总资产的 85.76%和 1.37%；截至 2018 年 9 月末，融和租赁上述资产净额分别为 408.00 亿元和 9.40 亿元，分别占总资产的 89.64%和 2.07%。2017 年以前，由于融和租赁客户中集团内成员单位占比相对较高，且对市场化项目审核较严格，因此未产生与租赁和保理业务相关的无不良资产和逾期应收款。2018 年以来，仅有一笔资产逾期并列入次级资产，截至 2018 年 9 月末，不良率为 0.02%.

除应收融资租赁款及应收保理款外，截至 2018 年 9 末，融和租赁剩余资产主要集中于货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产及其他应收款，分别占总资产的 2.70%、0.44%、0.07%和 4.48%。其中，融和租赁预付账款主要为直租项下的付给供应商的设备预付款。

图表 41. 融和租赁资产结构（单位：亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收融资租赁款	124.62	70.52	210.49	69.28	346.17	85.76	408.00	89.64
应收账款	12.79	7.24	24.71	8.13	5.53	1.37	9.40	2.07
小计	**137.41**	**77.76**	**235.20**	**77.41**	**351.70**	**87.13**	**417.40**	**91.71**
货币资金	3.56	2.01	2.31	0.76	5.85	1.45	12.31	2.70
预付账款	19.58	11.08	31.15	10.25	0.22	0.05	0.20	0.04
其他应收款	9.32	5.27	14.58	4.80	33.70	8.35	20.39	4.48
可供出售金融资产	6.72	3.80	17.87	5.88	5.17	1.28	0.30	0.07
小计	**35.62**	**20.16**	**63.59**	**20.93**	**44.93**	**11.13**	**33.20**	**7.29**
合计	**173.03**	**97.92**	**298.79**	**98.35**	**396.63**	**98.26**	**450.60**	**99.00**

资料来源：融和租赁

2015 年以来，随着集团外市场化业务规模的逐步扩大，融和租赁资产久期有所拉长。截至 2017 年末融和租赁主要金融资产及负债的负流动性缺口集中于一年以内，其中一年以内金融资产负债缺口为-78.15 亿元，存在一定的到期偿付压力。但融和租赁持有一定规模的短期信托产品，可为融和租赁短期债务偿付提供一定支撑。中长期来看，由于新增直租业务期限一般较借款期限长，随着借款陆续到期，融和租赁或存在一定的债务滚动压力。

图表 42. 截至 2017 年末融和租赁流动性缺口概况（单位：亿元）

到期期限	3 个月以内	3 个月至 1 年	1-3 年	3-5 年	5 年以上
应收融资租赁款	18.04	36.63	90.80	61.19	139.51
应收账款	-	1.52	4.01	-	-
主要金融资产小计	**18.04**	**38.15**	**94.81**	**61.19**	**139.51**
短期借款	19.20	13.00	-	-	-
长期借款	8.52	37.89	92.56	19.36	5.58
应付票据	0.58	15.15	-	-	-
应付债券	-	40.00	50.00	-	-
主要金融负债小计	**28.30**	**106.04**	**142.56**	**19.36**	**5.58**
金融资产、负债缺口	**-10.26**	**-67.89**	**-47.75**	**41.83**	**133.94**

资料来源：融和租赁

受限制性资产方面，截至 2018 年 9 月末，融和租赁所有权受限的资产合计 228.81 亿元，其中受限的长期应收款为 228.79 亿元，主要为质押给银行的应收融资租赁款和未出表的 ABS 资产；受限货币资金 0.02 亿元，主要为票据信用证保证金。

图表 43. 截至 2018 年 9 月末融和租赁资产受限概况（单位：亿元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	0.02	信用证保证金
长期应收款（含一年内到期）	228.79	银行质押借款及 ABS 资产
合计	**228.81**	---

资料来源：融和租赁

除表内资产外，融和租赁通过委托租赁、无追索保理和发行出表资产证券化产品等方式形成了一定金额的表外资产。截至 2017 年末，融和租赁管理的表外资产金额合计 79.85 亿元，较 2015 年末增长 14.28 亿元；其中委托租赁资产、无追索保理资产和 ABS 资产分别为 0.30 亿元、17.00 亿元和 62.55 亿元。

（4）过往债务履约情况

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、融和租赁提供的信息，公司不存在违约记录。

根据融和租赁 2018 年 10 月 22 日的《企业信用报告》及相关补充说明，公司经营正常，无债务违约情况发生。

总体而言，融和租赁作为国家电投旗下重要金融平台，近年来积极探索通过融资租赁方式，拓宽集团成员单位融资渠道，降低融资成本，对集团实现其战略规划具有重大意义。未来国家电投将在资本补充、融资渠道及流动性支持等方面为融和租赁提供有力支持。

（二） 受托人/发行载体管理机构（上海信托）

上海信托原名上海市投资信托公司，由上海市财政局于 1981 年出资发起成立，公司于 1983 年取得经营金融业务许可证，1992 年实行股权结构多元化改制，此后历经四次增资扩股至股东共计 13 家。2007 年 7 月，按照信托新规的要求，经中国银监会批准由上海国际信托投资有限公司更名为上海国际信托有限公司，并换发了新的金融许可证。2016 年 10 月，经中国银监会上海监管局批准，上海信托完成新一轮增资，注册资本增至 50.00 亿元。第一大股东为上海浦东发展银行股份有限公司，持股比例 99.73%。

自成立以来，上海信托业务范围涉及资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、其他财产或财产权信托、作为投资基金或者基金管理公司发起人从事投资基金业务、经营企业资产重组、并购及项目融资、公司理财、财务顾问等业务等。同时，上海信托长期致力于推进产品创新，较早获得资

产证券化业务、代客境外理财(QDII)、企业年金业务受托机构资格，并在全国率先推出优先劣后受益权的结构性信托产品，在证券投资、不动产和股权投资等领域逐渐形成产品特色。

截至 2017 年末，上海信托经审计的合并口径总资产为 250.47 亿元，所有者权益为 143.82 亿元；2017 年全年实现营业收入 43.45 亿元，利润总额 26.78 亿元，实现净利润 20.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 18.28 亿元；2017 年末上海信托管理的信托总资产为 9123.91 亿元，主要投向基础产业、金融机构和实业，分别占信托总资产比例的 38.65%、27.48%和 19.17%，当年新增信托规模 865.98 亿元。

在针对资产证券化业务的风险管理方面，上海信托为开展资产证券化信托业务制定了资产证券化信托业务运营管理办法，进一步规范了公司资产证券业务开展的操作流程。在期间管理方面，上海信托按照信托合同约定管理信托财产，并依照信托合同约定分配信托利益，办法同时还规定在收到贷款服务机构报告后的内部操作流程以及应关注现金流变动等异常情况，并按照规定履行信息报告和披露、措施拟定和落实等相关职责。截至 2016 年末，上海信托已经担任三十多个资产支持证券项目的受托机构和发行人，目前项目运行情况正常。

总体来看，上海信托拥有稳健的财务实力、健全的风控制度和信托业务经验，能够很好地履行本期票据受托人的职能。

（三） 资金保管机构（邮储银行）

邮储银行成立于 2007 年 3 月，是根据国务院金融体制改革的总体安排，在改革原有邮政储蓄管理体制基础上成立的商业银行；2012 年 1 月，经国务院同意并经中国银行业监督管理委员会批准，依法整体变更为中国邮政储蓄银行股份有限公司，并于 2016 年 9 月在香港联交所主板上市。经多次增资，截至 2017 年末，邮储银行注册资本 810.31 亿元，中国邮政集团为其全资控股股东。

自成立以来，邮储银行就采取与邮政网络资源共享共赢的经营模型组建分支机构，目前已经成为我国网点规模最大、覆盖面最广、服务客户数量最多的商业银行。截至 2017 年末，邮储银行在境内共有 8347 个机构，其中设有 36 个一级分行、322 个二级分行。

截至 2017 年末，邮储银行资产总额 90125.51 亿元，所有者权益 4313.57

亿元；2017 年度，该行实现营业收入 2248.64 亿元，净利润为 477.09 亿元；不良贷款率为 0.75%，较 2016 年末下降 0.12 个百分点；拨备覆盖率为 324.77%，较 2016 年末下降 17.60 个百分点；资本充足率为 12.51%，较 2016 年末上升 1.38 个百分点。

在托管业务方面，邮储银行中已经形成了涵盖证券投资基金、基金公司客户资产管理、证券公司客户资产管理、银行理财、信托计划、股权投资基金、保险资金等多类型资产的托管产品体系，并与多家基金公司、商业银行、信托公司、证券公司及保险公司开展了紧密合作。

在风险管理方面，邮储银行近年来持续完善其风险管理组织架构，构建了由董事会及其下设的风险管理委员会、高级管理层及其下设风险管理委员会、风险管理相关部门、审计部门和分支机构等协调统一的立体化风险管理组织体系。邮储银行由高级管理层下设的风险管理委员会负责审议全行的风险管理、各类专业风险及内控的基本政策和制度；在总行层面建立了由风险管理部、授信管理部、资产负债部、会计和运营部、法律和合规部、资产保全部和审计部等构成的风险管理板块，加强了风险管理部门的独立性和问责制；此外，邮储银行还在总行、一级分行、二级分行各级机构和各部门设置了风险联络员，负责各业务线上下级之间、同层级之间风险信息的传递和沟通。

总体而言，邮储银行股东背景良好，资本实力较强，风控体系较完善，整体信用质量较高，能够很好地履行其作为本期票据保管机构的职能。

六、评级结论

本期票据以委托人融和租赁依据融资租赁合同对承租人享有的租金请求权和其他权利及其附属担保权益为基础资产，基于基础资产产生的现金流发行资产支持票据，通过引入优先/次级内部分层的信用支持措施，并在资金管理、收益分配、信用触发机制等方面设置了较为完善的交易安排，以保障优先级资产支持票据的安全性。基于上述因素，通过对本期票据资产池信用质量分析及现金流分析，本评级机构认为优先 A 级资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得支付的能力极强，违约风险和违约损失风险极低；认为优先 B 级资产支持票据在利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得支付的能力很强，违约风险和违约损失风险很低。

附录一

结构融资产品信用评级结果释义

本评级机构对结构融资产品的信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA_{sf}级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA_{sf}级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A_{sf}级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB_{sf}级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB_{sf}级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B_{sf}级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC_{sf}级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC_{sf}级	基本不能保证偿付。
	C_{sf}级	不能得到偿付。

注：除 AAA_{sf}级，CCC_{sf}级及以下等级外，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。

附录二

关于影子评级的说明

基础资产的评级是结构融资产品评级的重要部分，基础资产的信用质量通常决定着产品最终的信用评级结果。因此在融资租赁资产证券化产品的评级过程中，新世纪评级会对入池资产所涉及的主体，包括承租人及保证人（若有）进行信用评级，此类对基础资产所涉及的承租人与保证人（若有）的信用评级称为影子评级。

通常情况下，若基础资产所涉及的承租人与保证人（若有）是新世纪评级以往已评的主体，且主体信用等级依然有效，则新世纪评级将已有的主体信用等级作为基础资产所涉及的承租人与保证人（若有）的信用等级。否则新世纪评级将需要逐一评定入池资产所涉及的承租人与保证人（若有）的影子评级信用等级。

影子评级不完全等同于常规的主体信用评级，影子评级通常不涉及现场访谈与尽调，其相关信息的来源主要依赖发起机构所提供的资料，包括授信调查报告、财务报表、贷后检查报告以及相关合同等。若承租人与保证人（若有）仍有存续期间的债券，新世纪评级也会参考其公开资料与结果。影子评级结果一般用于结构融资产品评级过程中对基础资产所涉及主体信用质量的大致判断，通常亦不对外公布。

区别于一般公司主体信用评级符号标识，新世纪评级将影子评级的级别符号后加上后缀 s”，同时采用三等九级的影子评级级别划分，包括 AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s，除 AAA_s 级、CCC_s 级及以下等级外，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。

附录三

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本期票据优先级资产支持票据等级的有效期内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，并至少每年出具一次定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注交易结构稳定性、本期票据资产池资产质量变动情况、资产服务机构和受托人等参与方的实际履约能力，以及其他可能影响本期票据信用质量的相关信息，并出具跟踪评级报告，反映本期票据的信用状况。

本评级机构及评级人员将密切关注与本期票据交易有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。如相关信息提供方未能及时或拒绝提供相关信息，以及本评级机构未能获取与本期票据信用评级有关的有效信息时，本评级机构将根据有关情况进行分析，有可能暂时撤销信用等级。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、信用评级委员会评审、出具评级报告等程序进行。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2019 年 1 月 2 日