

国药控股（中国）融资租赁有限公司

2018 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）010082】

评级对象：国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据

评级时间：2018 年 4 月 27 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 A 级	AAA _{sf}	17.00	82.97%	固定
优先 B 级	AA _{sf}	1.80	8.78%	固定
次级	NR	1.69	8.25%	---
合计	---	20.49	100.00%	---

NR：无评级

注：占比统计数据可能由于四舍五入导致尾数偏差，下同

交易要素：

初始起算日	2017年12月24日
法定到期日	2026年2月27日
预期发行规模	204900.00万元
资产池类型	静态池
主要增信措施	优先/次级偿付结构 国药控股租赁流动性支持
发起机构/委托人/ 资产服务机构/ 流动性支持承诺人	国药控股（中国）融资租赁有限公司
受托人/ 发行载体管理机构	平安信托有限责任公司
资金保管机构	招商银行股份有限公司上海分行
主承销商	招商银行股份有限公司 华泰证券股份有限公司
法律顾问	上海市锦天城律师事务所

发起机构主要财务数据：（单位：亿元、%）

国药控股租赁	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	18.87	56.99	135.72
所有者权益	5.02	9.73	33.69
营业收入	0.54	2.93	7.16
净利润	0.02	0.71	1.81
不良率	0.00	0.00	0.00

注 1：根据国药控股租赁经审计的 2015-2017 年度财务数据整理

注 2：其中，国药控股租赁 2015 年度相关数据采用安永会所出具的 2016 年审计报告中的年初数和上年数

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“国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”（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：

- 本期票据入池资产均为国药控股租赁持有的租赁债权，新世纪评级评定入池资产加权平均信用等级为 AA₊/A₊ 级，基础资产整体信用质量较好。
- 本期优先 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合计 17.03% 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 8.25% 的信用支持。
- 国药控股租赁不可撤销及无条件地承诺，对信托账户内可供分配资金不足以支付优先级资产支持票据的预期收益和应付本金的差额部分提供上限为 3000.00 万元的流动性支持，能够在一定程度上缓解优先级资产支持票据的流动性风险。
- 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票据本息的安全偿付。

➤ 主要关注：

- 本期票据入池资产共计 35 笔，涉及 34 户承租人，承租人主要来自卫生和商务服务业等行业，地区分布以河南、四川、湖南和云南等地为主，前五大承租人未偿本金余额占比合计 31.27%，基础资产存在一定行业、地域及金额集中度风险。

卫生行业关系到国计民生，国家政策支持力度较大，且该行业承租人均均为公立医院，一定程度上缓解了行业集中度风险。此外，新世纪评级在模型中对相关的承租人违约概率做了放大调整。

- 信托成立时，并未将租赁合同约定的保证金全部转入信托账户，若委托人无法按约定转付保证金，基础资产将面临一定损失。

本期交易文件约定，国药控股租赁在其主体信用等级低于 A 级后 5 个工作日内，应将其届时持有的承租人依据租赁合同交付的全部保证金转付至

信托账户，并由资金保管机构记入保证金账。上述安排一定程度上缓解了该风险。

- 信托成立时，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，租赁物件可能属于破产财产。

本期交易文件约定，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，届时受托人也有权要求委托人将资产对应的租赁物件的所有权转移给受托人，相应租赁物件亦将成为信托财产。上述安排有助于缓解上述风险。

分析师

胡晓宁 hxn@shxsj.com

沙曼 shaman@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

本评级机构对国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 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。

国药控股（中国）融资租赁有限公司

2018 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/ 流动性支持承诺人/ 资产服务机构	国药控股（中国）融资租赁有限公司	国药控股租赁
受托人/发行载体管理机构	平安信托有限责任公司	平安信托
牵头主承销商	招商银行股份有限公司	招商银行
联席主承销商	华泰证券股份有限公司	华泰证券
资金保管机构	招商银行股份有限公司上海分行	招商银行
登记托管机构/支付代理机构	银行间市场清算所股份有限公司	上海清算所
法律顾问	上海市锦天城律师事务所	锦天城律所
会计顾问	安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）	安永会所

资料来源：本期信托交易文件

（二）基本结构

“国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托”（简称“本期信托”）是根据《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》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》及其他应适用的中国法律的规定而设立的。

本期信托项下资产及资产池是由委托人设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益。其中，融资租赁债权是由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、利息、相当于税金部分的款项以及其他款项，但不包括租赁服务费、相当于利息税金部分的款项）。附属担保权益是与融资租赁债权有关的、为委托人的利益而设

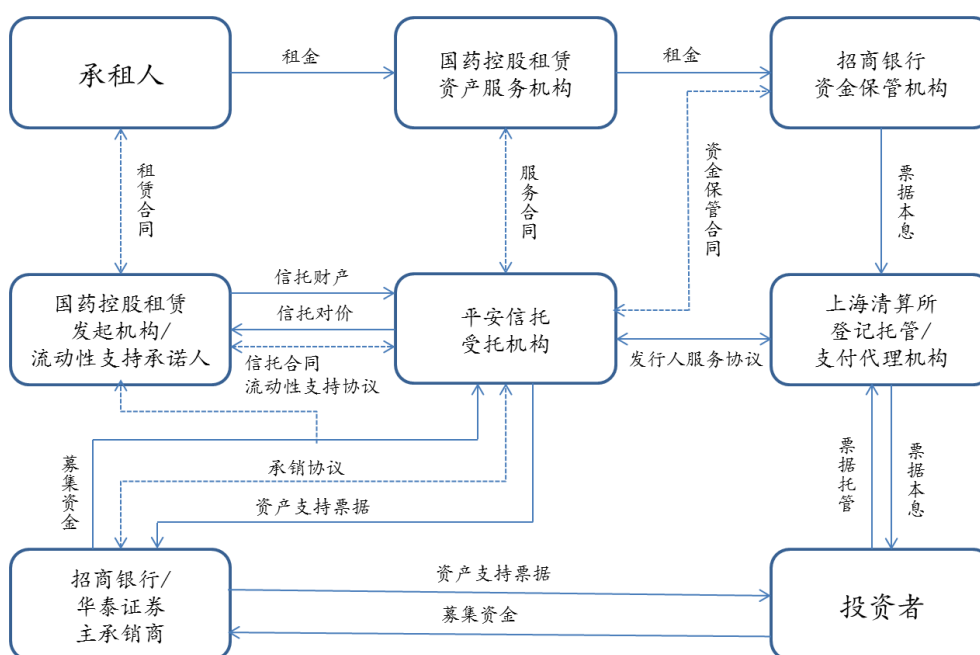
定的任何担保或其他权益，包括但不限于抵押权（如有）、质权（如有）、保证金、保证债权、与租赁物件或融资租赁债权相关的保险单和由此产生的保险金、赔偿金以及其他收益。

在本期交易中，委托人国药控股租赁基于对受托人平安信托的信任，将其合法所有的资产信托予受托人，设立特地目的信托，以信托为发行载体，以平安信托为发行载体管理机构，在中国银行间债券市场以公开发行的方式发行本期票据。受托人平安信托委托国药控股租赁担任本期信托的资产服务机构，负责提供与资产及其回收有关的管理服务及其他服务；受托人平安信托委托招商银行担任资金保管机构，负责本期信托资金保管工作。

此外，根据《流动性支持协议》，国药控股租赁不可撤销及无条件地向受托人平安信托承诺，信托期限内若触发流动性支持启动事件，国药控股租赁对信托账户内可供分配资金不足以支付优先级资产支持票据的预期收益和应付本金的差额部分提供流动性支持，流动性支持资金限额为 3000.00 万元。

本期信托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信托的交易结构绘制

(三) 本期票据概况

本期信托项下的资产支持票据发行规模为人民币 204900.00 万元，分为优先 A 级资产支持票据、优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据，各级

证券占发行规模的比例分别为 82.97%、8.78%和 8.25%。其中，委托人计划根据上海清算所的相关规定持有不少于面值为人民币 1.52 亿元（含本数）的次级资产支持票据。信托期限内，优先级票据按季付息，过手还本；次级票据按不超过 4%/年的期间收益率分配期间收益。本期资产支持票据募集资金全部用于偿还银行贷款、调整公司债务结构、补充营运资金。

图表 3. 本期票据概况

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 A 级	AAA _{sf}	170000.00	82.97%	过手型	2021 年 5 月 26 日
优先 B 级	AA _{sf}	18000.00	8.78%	过手型	2021 年 11 月 26 日
次级	NR	16900.00	8.25%	---	2023 年 2 月 27 日
合计	---	204900.00	100.00%	---	---

资料来源：新世纪评级整理

本期票据初始起算日为 2017 年 12 月 24 日。

本期票据计算日是每年 1 月、4 月、7 月和 10 月的最后一个自然日；其中，第一个计算日为 2018 年 4 月 30 日。收款期间是自一个计算日起（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。

本期票据计息日是每年 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 26 日；其中，第一个计息日为信托生效日后的第 15 个工作日；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。计息期间是自一个计息日（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）开始并于第一个计息日（不含该日）结束。支付日是每年 2 月、5 月、8 月和 11 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；第一个支付日应为信托生效日后的第 15 个工作日。

本期票据法定到期日为 2026 年 2 月 27 日。

二、法律及交易结构分析

（一）交易的法律情况

锦天城律所依据或参照《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业破产法》、《信托公

司管理办法》（中国银行业监督管理委员会令 2007 年第 2 号）、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（人民银行令〔2008〕第 1 号）、《非金融企业资产支持票据指引》、《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》、《非金融企业债务融资工具注册发行规则（2016 版）》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》等法律、行政法规和规范性文件，按照中国银行间市场交易商协会规则指引为本期信托出具法律意见。

锦天城律所认为：

本期信托项下交易安排以及本期票据在中国银行间债券市场的发行，不违反《合同法》、《信托法》、《管理办法》以及其他现行法律、行政法规的规定，符合交易商协会相关规则指引的要求；

本期信托各交易参与方合法设立并有效存续，在法律意见书所述相关批准和授权程序履行完毕后，即具有参与本期信托项下各交易环节的必要授权及批准；

本期信托交易文件不违反中国现行有效的法律、行政法规和部门规章。在交易文件约定的生效条件全部满足后，交易文件构成相关各方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的相关各方可按照交易文件的条款主张权利，除非该等权利主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；

本期信托基础资产属于财产权利，且其形成与取得符合法律规定，基础资产的运营也符合国家法律、法规和国家产业政策。基础资产真实有效，且合法归属于发起机构，并可根据《信托合同》的约定于信托财产交付日委托给受托人，权属明确无争议。截至法律意见书出具之日，基础资产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。基础资产产生的现金流可以对本期票据的还本付息提供有效偿付支持。基础资产不存在法定或约定的禁止或限制转让的情形，本期信托在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后，发起机构可根据《信托合同》的约定于信托财产交付日将资产委托给受托人；

本期信托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。流动性支持的信用增级安排不违反《合同法》及其他中国法律和行政法规的强制性规定。交易文件生效后，该信用增级安排将合法生效，并可构成对相关方有约束力的义务。现金流归集和管理措施符合现行法律法规规定，在相关各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对基础资产产生的现金流

进行有效控制，对本期票据的还本付息提供有效支持；

权利完善措施及回收款转付机制等风险防范措施能够有效缓释国药控股租赁代为收取的回收款与自有财产的混同风险；本期交易关于保证金管理的相关约定能够有效缓释国药控股租赁代为管理的保证金与自有财产的混同风险；

本期信托募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求；

就该项目而言，可能影响本期票据投资者利益的其他重大事项及风险因素已于《募集说明书》进行披露，除该等风险提示中所列示的重大事项外，不存在影响本期票据投资者利益的其他重大事项。

（二） 现金流归集及支付机制

1. 账户的开立与管理

信托期限内，本期信托主要涉及 2 类账户，包括国药控股租赁收款账户和信托账户。

其中，国药控股租赁收款账户是发起机构依据租赁合同、担保合同、保险合同的约定，用于接收资产项下回收款的一个或多个人民币资金账户。

本期信托生效日当日或之前，受托人应依据《资金保管合同》的约定以“平安信托有限责任公司”的名称在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户（即信托账户）。信托生效后的一切货币收支活动，包括但不限于接收回收款及其他应属信托的款项、支付资产购买价款（如有）、进行合格投资、支付信托利益及与信托有关费用，均必须通过该账户进行。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，包括收益账、本金账、保证金账（如有）、流动性支持资金账（如有）。其中，收益账是信托账下设立的用于核算收入回收款及从流动性支持资金账转入的流动性支持资金¹（如有）的子账；本金账是信托账下设立的用于核算本金回收款的子账；保证金账是信托账下设立的用于核算保证金的子账；流动性支持资金账是信托账下设立的用于核算流动性支持资金的子账。

¹ 违约事件发生前若发生流动性支持启动事件的，应于事件发生后第一个支付日前的第 7 个工作日，将流动性支持资金账项下全部资金（如有）转入收益账。

2. 回收款转付机制

信托期限内，资产服务机构应按照《服务合同》的相关约定，在每一个回收款转付日（下午四点（16:00）前）将前一回收款转付期间收到的回收款（不包括该等回收款在国药控股租赁收款账户内产生的利息）划转至信托账户。

其中，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 A⁺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等于 A 级时，回收款转付日为每个自然月结束后的第 5 个工作日；

(c)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A 级或发生权利完善事件之(a)或(b)项时，资产服务机构（或后备资产服务机构）或受托人将根据《信托合同》的约定通知承租人、担保人（如有）、保险人（如有）和其他相关方（如需）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（如有）、保险人（如有）或其他相关方（如有）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。

其中，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 A⁺级时，回收款转付期间是自一个计算日起（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 A 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)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A 级，或发生权利完善事件之(a)或(b)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（如有）、保险人（如有）和其他相关方（如需）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（如有）、保险人（如有）或其他相关方（如有）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日和回收款转付期间时，自发生前述变化的次日起，相关回收款转付日和回收款转付期间按照前述规则进行相应的改变。回收款转付日和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，回收款转付日和回收款转付期间的频率也不再恢复。

3.流动性支持机制

信托期限内，在流动性支持启动事件发生后，受托人有权代表全体资产支持票据持有人于流动性支持通知日向流动性支持承诺人国药控股租赁发出《流动性支持通知书》，督促其履行承诺义务。国药控股租赁在收到《流动性支持通知书》后，应于流动性支持资金净额划付日将流动性支持资金净额支付至信托账户。按《流动性支持协议》，流动性支持资金限额为人民币 3000.00 万元。

其中，流动性支持通知日是信托期限内的每个支付日前的第 7 个工作日；流动性支持资金净额划付日是在每个支付日前的第 7 个工作日。

流动性支持资金净额应等于以下二者中的较低者：（1）该流动性支持资金净额划付日的流动性支持资金应付额；（2）流动性支持资金限额（A）扣除流动性支持资金未偿还额²（B）的差额（即 A-B）。其中，流动性支持资金应付额是（1）截至任何一个支付日的前一个季度回收款转付日³信托账户内可供分配的资金，不足以支付该支付日优先级资产支持票据在发生违约事件前按照图表 4 第（1）至（5）之合计金额的差额部分或不足以支付发生违约事件后按照图表 6 第（1）至（7）项之合计金额的差额部分；（2）截至优先级资产支持票据预期到期日的前一个季度回收款转付日信托账户内可供分配的资金，不足以偿付完毕优先级资产支持票据在发生违约事件前按照图表 4 第（1）至（5）合计金额（A）与优先级资产支持票据未偿付本金余额（C）的合计金额（A+C）的差额部分或不足以偿付完毕发生违约事件后照图表 6 第（1）至（7）项之合计金额（B）的差额部分。

4. 保证金的管理

当评级机构给予发起机构的长期主体信用评级高于或等于 A 级时，资产服务机构无需将承租人交付的保证金转付至保证金账，但应按照租赁合同的

²流动性支持资金未偿还额是流动性支持承诺人已提供的流动性支持资金累计总额中尚未得到偿还的部分。

³季度回收款转付日是每个支付日前的第 10 个工作日。

约定对全部保证金进行管理和运用。如截至任何一个回收款转付日，承租人存在未支付的任何根据租赁合同的约定应于前一个计算日前(含该日)支付的款项，包括但不限于到期应付租金、增加的税金、延迟罚息、违约金、损害赔偿金、名义货价及其他所有应付款项，则保证金款项应当用于冲抵承租人的应付未付款项，资产服务机构应于该计算日后的第一个回收款转付日将相等金额的保证金转付至信托账户，相应记入收益账和本金账。如前述应付未付款项金额高于保证金金额，则资产服务机构应于前述日期将全部保证金转付至信托账户。

当评级机构给予发起机构的长期主体信用评级低于 A 级后 5 个工作日内，资产服务机构应将其届时持有的承租人依据租赁合同交付的全部保证金转付至信托账户，并由资金保管机构记入保证金账。保证金账项下的保证金仅能按照租赁合同及本期信托交易文件约定的方式支付和使用，包括但不限于：**(a)**若资产服务机构或承租人依据租赁合同的约定以保证金冲抵承租人的应付款项的，保证金账项下相当于被冲抵的保证金数额的资金应作为资产回收款于回收款转付日直接划入信托账户的收益账和本金账；**(b)**若承租人在租赁合同项下的全部应付款项付清或与保证金冲抵之后，保证金仍有剩余的，剩余的保证金应于三(3)个工作日内划付至发起机构持有，不应用于弥补承租人在其它租赁合同(无论是否在基础资产清单上所列示)项下应付而未付的款项(但承租人要求用保证金冲抵在资产清单上所列示的其他租赁合同项下应付而未付的款项的，可以将剩余的保证金用于冲抵该等应付而未付的款项并按上述**(a)**项处理)；**(c)**发生需动用保证金的事由时，受托人应在收到资产服务机构根据约定发出的通知后，根据该等通知指令资金保管机构相应地划付保证金账项下的资金。

5. 合格投资

信托期限内，受托人有权将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行定期存款、保本浮动收益型银行理财产品（如有）的任一方式于合格实体进行存放或投资。当资金保管机构属于合格实体⁴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分配日前第 3 个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。

⁴合格实体是主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。

6. 收益分配顺序

在违约事件发生前，受托人应于每一个支付日前的第 1 个工作日向资金保管机构发出划款指令，指令资金保管机构将所有信托可供分配资金（即截至信托利益核算日⁵信托账户内的全部可供分配的资金（包括但不限于信托账户资金产生的收益、合格投资产生的收益）进行相应的运用或分配：

违约事件发生前，收益账项下的资金按照如下顺序进行分配(若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付，且不足部分在下一期支付)：

图表 4. 违约事件发生前，收益账项下资金的分配顺序

1	信托财产管理、运用及处分过程中发生的税收，包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税等。同时，如根据中国法律受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税收的，则相应的增值税及其附加税等税收亦由信托财产承担；
2	支付登记托管机构的当期服务费用等相关费用；
3	支付或留存当期应付的资金保管机构的保管费、跟踪评级费(如有)、审计费(如有)、后备资产服务机构的服务费(如有)、受托人按照规定先行垫付的簿记建档费(如有)，并在 10 万元限额内支付其他应当由信托财产承担的费用；
4	支付当期优先 A 级资产支持票据的预期收益；
5	支付当期优先 B 级资产支持票据的预期收益；
6	支付流动性支持资金未偿还额(如有)及流动性支持资金未偿还额利息 ⁶ (如有)；
7	支付资产服务机构服务费(如有)、受托人的信托报酬；
8	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；
9	转入本金账如下金额，在不重复计算的情况下，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) 在以往其他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约定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；
10	支付超过 10 万元限额的其他应当由信托财产承担的费用；
11	按不超过 4%/年的期间收益率支付当期次级资产支持票据的期间收益；
12	收益账项下剩余资金转入本金账。

资料来源：本期信托交易文件

违约事件发生前，本金账项下资金按照如下顺序进行分配(若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付，且不足部分在下一期支

⁵信托利益核算日是每个支付日前的第 7 个工作日。

⁶流动性支持资金未偿还额利息是任何一个回收款转付日(含该日)的流动性支持资金未偿还额自流动性支持资金净额划付日起至偿付日止，按人民银行公布的金融机构人民币同期贷款利率计算(代扣银行手续费)的利息中应付未付的部分。

付):

图表 5. 违约事件发生前，本金账项下资金的分配顺序

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 中第（1）至（7）项规定的应付款项；
2	支付优先 A 级资产支持票据持有人尚未清偿的本金，直至优先 A 级资产支持票据的全部未偿本金余额清偿完毕；
3	支付优先 B 级资产支持票据持有人尚未清偿的本金，直至优先 B 级资产支持票据的全部未偿本金余额清偿完毕；
4	支付次级资产支持票据持有人尚未清偿的本金，直至次级资产支持票据的全部未偿本金余额清偿完毕；
5	剩余资金全部作为次级资产支持票据的收益。

资料来源：本期信托交易文件

在违约事件发生后，受托人应于每一个支付日前的第 1 个工作日向资金保管机构发出划款指令，指令资金保管机构将所有信托可分配资金（即截至信托利益核算日信托账户内的全部可供分配资金）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，信托财产的分配顺序

1	信托财产管理、运用及处分过程中发生的税收，包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税等。同时，如根据中国法律受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税收的，则相应的增值税及其附加税等税收亦由信托财产承担；
2	支付登记托管机构的当期服务费用等相关费用；
3	支付或留存当期应付的当期应付的资金保管机构的保管费、跟踪评级费(如有)、审计费(如有)、后备资产服务机构的服务费(如有)、受托人的信托报酬、受托人按照规定先行垫付的簿记建档费（如有），及其他应当由信托财产承担的费用；
4	支付当期优先 A 级资产支持票据的预期收益；
5	支付优先 A 级资产支持票据持有人尚未清偿的本金，直至优先 A 级资产支持票据的未偿本金余额清偿完毕；
6	支付当期优先 B 级资产支持票据的预期收益；
7	支付优先 B 级资产支持票据持有人尚未清偿的本金，直至优先 B 级资产支持票据的未偿本金余额清偿完毕；
8	支付当期应付的资产服务机构的服务费（如有）；
9	支付流动性支持资金未偿还额(如有)及流动性支持资金未偿还额利息(如有)；
10	剩余资金分配给次级资产支持票据持有人。

资料来源：本期信托交易文件

在信托终止日后，受托人应将清算所得的信托财产以及信托账户内的其他资金的总和在划款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，信托财产的分配顺序

1	信托财产管理、运用及处分过程中发生的税收，包括但不限于信托运营过程中就增值税应税收入应缴纳的增值税及其附加税等。同时，如根据中国法律受托人需就管理、运用信托财产缴纳增值税及其附加税等税收的，则相应的增值税及其附加税等税收亦由信托财产承担；
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	支付委托法律顾问进行尽职调查并出具专业意见所累计应付未付的报酬（如有）；
4	同顺序支付（a）资金保管机构累计应付未付的报酬；（b）审计机构、会计顾问累计应付未付的报酬；（c）后备资产服务机构（如有）累计应付未付的报酬；（d）受托人累计应付未付的报酬；（e）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）；（f）受托人按照规定以固有财产垫付的费用，含簿记建档费（包括以往各期未付金额，如有）；（g）其他应当由信托财产承担的费用（如有）；
5	支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先 A 级资产支持票据的预期收益（包括累计未付利息）；
6	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；
7	支付该信托利益核算日后第一个支付日应支付的优先 B 级资产支持票据的预期收益（包括累计未付利息）；
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清偿完毕；
9	支付资产服务机构累计应付未付的全部服务费（如有）；
10	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：本期信托交易文件

（三）触发事件

本期信托设置了流动性支持启动事件、加速清偿事件、违约事件和权利完善事件等触发事件。

1. 流动性支持启动事件

流动性支持启动事件是指以下任一事件的发生：

(a)截至任何一个支付日的前一个季度回收款转付日信托账户内可供分配的资金不足以支付该支付日优先级资产支持票据的预期收益；

(b)截至优先级 A 级资产支持票据预期到期日的前一个季度回收款转付日信托账户内可供分配的资金不足以偿付完毕优先级 A 级资产支持票据的未偿本金余额；

(c)截至优先级 B 级资产支持票据预期到期日的前一个季度回收款转付日信托账户内可供分配的资金不足以偿付完毕优先级 B 级资产支持票据的未偿本金余额。

2. 加速清偿事件

加速清偿事件是指以下任一事件的发生：

其中，自动生效的加速清偿事件包括：

(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)(i) 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⁷达到 10%；

(f) 在优先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级资产支持票据的未偿本金余额；

其中，需要宣布生效的加速清偿事件包括：

(g) 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；

(h) 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；

(i) 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；

(j) 《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

⁷某一收款期间而言，该收款期间的累计违约率是 A 除以 B 所得的百分比，其中，A 为该收款期间以及之前各收款期间内的所有违约资产在成为违约资产时的未偿本金余额之和，B 为初始起算日资产池余额。

在无重复计算的情况下，违约资产是出现以下任何一种情况的融资租赁债权：(a) 该融资租赁债权的任何部分，在租赁合同中规定的租金支付日后，超过 90 日（不含 90 日）仍未偿还；或(b) 予以重组、重新确定还款计划或展期的融资租赁债权。融资租赁债权在被认定为违约资产后，即使承租人或保证人（如有）又正常还款或结清该笔融资租赁债权或通过行使抵押权（如有）、质权（如有）回收融资租赁债权，该笔融资租赁债权仍不能恢复为正常融资租赁债权。

生重大不利影响。

发生以上 (a) 项至 (f) 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 (g) 项至 (j) 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。

此外，在发生加速清偿事件第 (g) 项至 (j) 项时，受托人有权将加速清偿事件提交资产支持票据持有人大会，由资产支持票据持有人大会决定是否宣布资产支持票据立即到期并应支付本息。

3. 违约事件

违约事件是指下列任一事件：

(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（但不合格资产第(c)项情形除外）；

(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、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；

(e)流动性支持承诺人未按照《流动性支持协议》的条款与条件承担流动性支持义务，导致信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的支付日应付的优先级资产支持票据的预期收益和/或本金的。

4. 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)当评级机构给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A 级（不含 A

级);

(c)发生与委托人有关的丧失清偿能力事件;

(d)当评级机构给予委托人的主体长期信用等级低于 A 级 (不含 A 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%;

(f)在流动性支持启动事件发生后的任何一个流动性支持资金净额划付日,流动性支持承诺人未按照《流动性支持协议》的条款与条件承担流动性支持支付义务的;

(g)承租人未履行其在租赁合同项下的任何义务、担保人(如有)未履行其在担保合同项下的任何义务、保险人(如有)未履行其在保险合同项下的任何义务,以致须针对其提起法律诉讼或仲裁的。

在发生任一权利完善事件后的 5 个工作日内,委托人应将资产有关的租赁物件的所有权、抵押物有关的抵押权(如有)、质押物有关的质权(如有)转让给受托人,并于 30 个工作日内办理完毕所有权转移登记(如需);并且,向承租人、担保人(如有)、保险人(如有)和其他相关方(如需)发出权利完善通知,将租赁物件、资产转让的情况通知前述各方,并协助受托人办理必要的所有权等权利转移/变更手续(如需)。

5. 信托终止

信托终止日是指下列任一情形发生之日:

(a)信托之信托目的已经无法实现;

(b)信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止;

(c)相关监管部门依法命令终止信托;

(d)资产支持票据持有人大会决议提前终止信托;

(e)法定到期日届至;

(f)信托财产全部变现(即信托财产转变为现金资产)完毕(含清仓回购);

(g)优先级资产支持票据的本金全部偿付完毕,次级资产支持票据持有人有权根据《信托合同》的约定书面要求提前终止信托。

（四）信用支持

1. 优先/次级偿付结构

本期信托的结构设计中引入了优先/次级偿付结构。根据本期信托的结构设定，优先 A 级资产支持票据/优先 B 级资产支持票据/次级资产支持票据比例分别为 82.97%、8.78% 和 8.25%。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 17.03% 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 8.25% 的信用支持。

2. 超额利差

本期信托超额利差形成的原因主要是基础资产的加权平均收益率大于合计的相关费率和预期的优先级资产支持票据收益率，超额利差对优先级资产支持票据的信用支持将在现金流的分析中予以反映。

3. 流动性支持

信托期间内，国药控股租赁不可撤销及无条件地承诺，若触发流动性支持启动事件，对信托账户内可供分配资金不足以支付优先级资产支持票据的预期收益和应付本金的差额部分提供流动性支持，流动性支持资金限额为 3000.00 万元，上述安排有助于缓解优先级资产支持票据的流动性风险。

（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，基础资产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，本期信托安排了与资产服务机构主体信用等级相挂钩的信用触发机制、回收款转付机制来缓解资产服务机构资金混同风险。

2. 提前退租风险

若承租人提前退租将导致资产池提前收回租金，使得后期利差减少，进而影响超额利差对本期交易的信用支持。

缓解办法：新世纪评级在现金流模型中将提前退租的因素作为压力测试的条件之一，综合考虑提前退租对优先级资产支持票据本息偿付的影响。

3. 后备资产服务机构缺位风险

本期信托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和执行造成不利影响。

缓解办法：若发生资产服务机构解任事件或国药控股租赁主体信用等级低于 A 级，将会触发权利完善事件，并通知相关参与方。考虑到资产服务机构国药控股租赁信用质量很高，履职能力很强，本期交易资产服务机构更换风险较小。

4. 流动性风险

本期信托中，若某一收款期间基础资产利息收入不足以支付各项优先费用以及优先级资产支持票据利息，造成资产端资金流入与票据端流出发生错配，导致流动性风险。

缓解办法：本期交易设置了本金账向收入账的反补机制，即在收入账资金不足以支付优先级预期收益时，先由本金账将差额部分转入收入账。此外，国药控股租赁对信托账户内可供分配资金不足以支付优先级票据的预期收益和应付本金的差额部分提供了流动性支持。新世纪评级结合资产池本息回收情况、各级资产支持票据的交易安排以及该交易的现金流测试模型后认为，上述结构安排能有效的缓解交易的流动性风险。

5. 利率风险

本期票据资产端利率类型以浮动利率为主，票据端利率类型为固定利率。信托期限内，若人民银行基准利率下行，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。

6. 租赁物件所有权风险

信托成立时，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，租赁物件可能属于破产财产。

缓解办法：本期交易文件约定，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，届时受托人也有权要求委托人将资产对应的租赁物件的所有权转移给受托人，相应租赁物件亦将成为信托财产。上述安排有助于缓解上述风险。

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，如无特别说明，合格标准是指在初始起算日、信托财产交付日和信托生效日：

(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、相当于税金部分的款项（但相当于利息税金部分的款项除外）及其他款项全部入池；

(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，且未发生申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照或涉及重大诉讼或仲裁；

(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（如有）；

(f)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；

(g)资产可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人或其他主体的同意；

(h)资产如附有由保证人提供的保证担保（如有）或由物权担保人提供的抵押（如有）、质押担保（如有）、保证金（如有），则由保证人签署的保证合同（如有）、由物权担保人签署的物权担保合同（如有）及相应的担保物权均合法有效，相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人、保证人、物权担保人或其他主体的同意；

(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，并且不存在其他实质性的重大违约情况；

(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（委托人有权保留的保证金（如有）、服务费、首期租金除外）；

(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) 除以保证金（如有）冲抵租赁合同项下应付租金外，承租人在租赁合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；

(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) 资产为根据委托人内部标准分类的正常、关注、次级、可疑、损失 5 级分类体系中的正常类；

(r) 资产所包含的每笔融资租赁债权的起租日最晚不迟于 2017 年 11 月 22 日，每笔融资租赁债权的到期日不迟于 2022 年 11 月 22 日。

本期信托设计了不合格资产的赎回和清仓回购机制。

信托期限内，若委托人、受托人或资产服务机构发现不合格资产⁸时，应立即书面通知前述其他方，委托人应按照约定赎回不合格资产。其中，赎回价格是以下三项数额之和：(1) 该等不合格资产的未偿本金余额；(2) 至相关回购起算日⁹时有关该笔资产的所有已经被核销（坏账核销）的本金；以及(3) 该等不合格资产的未偿本金余额从初始起算日至相关回购起算日的全部应付未付的利息以及已经被核销的本金从初始起算日至相关回购起算日的全部应付却未支付的利息。

信托期限内，委托人进行清仓回购应满足以下条件：(a) 优先级资产支持票据的本金和收益全部分配完毕；并且 (b) 截至回购起算日 24:00 时剩余资产的市场价值不少于下列 (1) 和 (2) 两者之间数值较高者，其中 (1) 的数值为 0；(2) 的数值为截至回购起算日 24:00 时次级资产支持票据的未偿本

⁸ 不合格资产是指发生以下任一情形的资产：(a) 在初始起算日、信托财产交付日或信托生效日不符合资产保证的资产；(b) 由于信托生效日前已存在的任何原因导致该资产未能在权利完善事件发生后按照《信托合同》约定的登记期限内办理完毕相应抵押权（如有）、质权（如有）的转移登记手续的；(c) 在抵押物（如有）的抵押权、质押物（如有）的质权转移登记至受托人名下之前，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。

⁹ 就不合格资产的赎回而言，回购起算日是受托人提出赎回相应不合格资产要求的那个收款期间的最后一日。就清仓回购而言，回购起算日是委托人向受托人发出《清仓回购通知书》之日。

金余额减去累计净损失¹⁰的差值。清仓回购价格是委托人和受托人共同协商确定的截至回购起算日 24:00 的资产池的市场价值。

（二）资产池分布特征

本期票据资产池初始起算日为 2017 年 12 月 24 日，资产池概况如下：

图表 8. 资产池概况

租赁债权笔数	35 笔
承租人数量	34 户
未偿本金余额	204928.38 万元
单笔资产平均未偿本金余额	5855.10 万元
单笔资产最高未偿本金余额	18004.44 万元
单笔资产最高年化利率	11.96%
单笔资产最低年化利率	4.08%
入池资产加权平均年化利率	6.36%
入池资产加权平均剩余期限	3.95 年
入池资产最长剩余期限	4.92 年
入池资产最短剩余期限	1.01 年
入池资产加权平均账龄	0.93 年
入池资产最长账龄	2.27 年
入池资产最短账龄	0.09 年
承租人行行业分布个数	6 个
承租人地域分布个数	17 个
前五大承租人金额占比	31.27%
承租人加权平均信用等级 ¹¹	A ⁺ /BBB ⁺ _s
入池资产加权平均信用等级	AA ⁻ /A ⁺ _s

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

注：入池资产租赁类型为直租时，其未偿本金余额为含税值

1. 入池资产质量情况

本期票据入池资产全部为国药控股租赁五级分类标准中的正常类资产，符合合格标准的要求。

2. 入池资产担保类型分布

本期票据入池资产的担保类型以保证担保为主，保证类资产未偿本金余

¹⁰ 累计净损失是通过 A+B-C 计算得出的数值。其中：A 为 (a) 减去 (b) 的差值，(a) 系指截至某一收款期间期初，成为违约资产的全部融资租赁债权在成为违约资产时的全部未偿本金余额，(b) 系指截至该收款期间期初，违约资产的全部回收资金中减去因回收的违约资产所发生的全部执行费用后可归入本金的全部金额；B 为在该收款期间内成为违约资产的融资租赁债权在成为违约资产时的未偿本金余额；C 为在该收款期间内违约资产回收资金中减去因回收的违约资产所发生的全部执行费用后可归入本金的全部金额。

¹¹ 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，新世纪评级会根据委托人所提供的资料及公开信息对其进行影子评级。

额占比合计为 89.78%。

图表 9. 入池资产的担保类型分布情况

担保类型	资产笔数	资产笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
保证类	23	65.71%	183989.94	89.78%
信用类	12	34.29%	20938.44	10.22%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

3. 入池资产信用等级分布

新世纪评级根据国药控股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。新世纪评级给予本期票据入池资产承租人的加权信用等级介于 BBB^+_s 级至 A^-_s 级，记为 A^-_s/BBB^+_s 级，承租人信用质量一般；给予本期票据入池资产的加权信用等级介于 A^+_s 级至 AA^-_s 级之间，记为 AA^-_s/A^+_s 级，基础资产整体信用质量较好。

图表 10. 入池资产的承租人信用等级分布情况

承租人信用等级	承租人户数	户数占比	本金余额(万元)	余额占比
AA^+_s	2	5.88%	17824.38	8.70%
AA_s	1	2.94%	13850.19	6.76%
AA^-_s	4	11.76%	25843.88	12.61%
A^+_s	13	38.24%	103445.80	50.48%
A_s	4	11.76%	8159.57	3.98%
A^-_s	3	8.82%	4545.07	2.22%
BBB^+_s	1	2.94%	8632.24	4.21%
BBB^-_s	3	8.82%	9363.08	4.57%
BB^+_s	3	8.82%	13264.17	6.47%
合计	34	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

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	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
AA^+_s	3	8.57%	27824.38	13.58%
AA_s	6	17.14%	50440.73	24.61%
AA^-_s	7	20.00%	47837.38	23.34%
A^+_s	9	25.71%	67084.95	32.74%
A_s	3	8.57%	5777.42	2.82%
A^-_s	3	8.57%	4545.07	2.22%
BBB^-_s	3	8.57%	543.94	0.27%
BB^+_s	1	2.86%	874.51	0.43%

入池资产信用等级	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

注：对于一笔资产有多个保证人担保的情形，新世纪评级仅对其中信用等级较高者予以评级

4. 入池资产租赁类别分布

本期票据入池资产租赁类别包括售后回租和直租两类，以售后回租为主，其未偿本金余额占比为 99.37%。

图表 12. 入池资产租赁类型分布情况

租赁类型	资产笔数	资产笔数占比	本金金额(万元)	余额占比
售后回租	30	85.71%	203640.20	99.37%
直租	5	14.29%	1288.18	0.63%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

5. 入池资产利率类型及利率水平分布

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 87.04%。入池资产的加权平均利率为 6.36%，最高利率和最低利率分别为 11.96% 和 4.08%。

图表 13. 入池资产的利率类型分布情况

利率类型	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
浮动利率	31	88.57%	178369.71	87.04%
固定利率	4	11.43%	26558.67	12.96%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

图表 14. 入池资产的利率水平分布情况

利率水平	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
(10%,12%]	1	2.86%	1611.67	0.79%
(8%,10%]	9	25.71%	7553.24	3.69%
(6%,8%]	12	34.29%	104718.60	51.10%
(4%,6%]	13	37.14%	91044.87	44.43%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

6. 入池资产租金支付频率分布

本期票据入池资产租金支付方式均为分期支付，其中，支付频率为月付

和季付的基础资产未偿本金余额合计占比 57.26%。

图表 15. 入池资产的租金支付频率分布情况

租金支付频率	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
月付/期末	6	17.14%	8454.05	4.13%
季付/期初	3	8.57%	543.94	0.27%
季付/期末	17	48.57%	108398.63	52.90%
半年付/期末	4	11.43%	39652.45	19.35%
不规则/期末	5	14.29%	47879.32	23.36%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

7. 入池资产账龄分布情况

本期票据入池资产的账龄以 2 年以内为主，未偿本金余额占比合计为 97.62%；入池资产加权平均账龄为 0.93 年，最短、最长账龄分别为 0.09 年和 2.27 年。

图表 16. 入池资产的账龄分布情况

账龄	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
(2,3]年	5	14.29%	4868.55	2.38%
(1,2]年	11	31.43%	84429.27	41.20%
(0,1]年	19	54.29%	115630.57	56.42%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

8. 入池资产剩余期限情况

本期票据入池资产的剩余期限以 3 到 5 年之间的区间为主，未偿本金余额合计为 91.95%；入池资产加权平均剩余期限为 3.95 年，最短、最长剩余期限分别为 1.01 年和 4.92 年。

图表 17. 资产剩余期限分布情况

剩余期限	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
(4,5]年	14	40.00%	101150.26	49.36%
(3,4]年	11	31.43%	87281.06	42.59%
(2,3]年	8	22.86%	15173.02	7.40%
(1,2]年	2	5.71%	1324.05	0.65%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

9. 入池资产保证金比例分布

本期票据入池资产合计 35 笔，其中 28 笔提供了一定规模的保证金，涉及保证金总额为 10638.27 万元，占入池资产未偿本金余额的 5.19%。

图表 18. 入池资产的保证金比例分布情况

保证金占未偿本金余额比例	资产笔数	笔数占比	本金余额(万元)	余额占比
(15%,30%]	2	5.71%	2948.61	1.44%
(10%,15%]	6	17.14%	18706.14	9.13%
(5%,10%]	11	31.43%	73956.25	36.09%
(0%,5%]	9	25.71%	80989.84	39.52%
0%	7	20.00%	28327.53	13.82%
合计	35	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

10. 入池资产未偿本金余额分布

本期票据入池资产中承租人未偿本金余额以 0.5 亿元至 1.0 亿元之间区间为主，该区间未偿本金余额为 63.07%，单个承租人平均未偿本金余额为 6027.31 万元，单个承租人最低和最高未偿本金余额分布为 33.13 万元和 18004.44 万元。

图表 19. 入池资产的未偿本金余额分布情况

未偿本金金额	承租人户数	户数占比	本金余额(万元)	余额占比
(1.0,2.0]亿元	3	8.82%	44075.25	21.51%
(0.5,1.0]亿元	15	44.12%	129251.48	63.07%
(0,0.5]亿元	16	47.06%	31601.65	15.42%
合计	34	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

11. 入池资产承租人地域分布情况

从地域分布情况来看，本期票据入池资产的承租人来自我国 17 个省市，以河南省、四川省、湖南省和云南省等地为主，上述地区承租人未偿本金余额合计占比为 55.19%，其他地区未偿本金余额占比均小于 7%。资产池存在一定地域集中度风险，新世纪评级在模型中对相关承租人的违约概率做了适当调整。

图表 20. 入池资产的承租人地域分布情况

地区	承租人户数	户数占比	本金余额(万元)	余额占比
河南省	5	14.71%	37933.42	18.51%
四川省	2	5.88%	30225.06	14.75%
湖南省	3	8.82%	22776.48	11.11%
云南省	2	5.88%	22173.76	10.82%
广西壮族自治区	2	5.88%	13444.73	6.56%
山东省	3	8.82%	11212.35	5.47%
新疆维吾尔自治区	1	2.94%	10000.00	4.88%
吉林省	1	2.94%	10000.00	4.88%
湖北省	3	8.82%	9563.38	4.67%
江苏省	1	2.94%	8644.44	4.22%
天津市	1	2.94%	7824.38	3.82%
内蒙古自治区	1	2.94%	4774.09	2.33%
山西省	1	2.94%	4517.78	2.20%
黑龙江省	1	2.94%	4066.10	1.98%
广东省	3	8.82%	3962.20	1.93%
辽宁省	3	8.82%	2935.72	1.43%
上海市	1	2.94%	874.51	0.43%
合计	34	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

未偿本金余额最高的省份是河南省。2017 年，河南全省实现地区生产总值 44988.16 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 4339.49 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 21449.99 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 19198.68 亿元，增长 9.2%；三次产业结构为 9.6：47.7：42.7。人均地区生产总值 47130 元，比上年增长 7.4%。河南省 2017 年全年固定资产投资 43890.36 亿元，比上年增长 10.4%；全年社会消费品零售总额 19666.77 亿元，比上年增长 11.6%。2017 年，河南省全年完成一般公共预算收入 3396.97 亿元，比上年同口径增长 10.4%；一般公共预算支出 8224.66 亿元，比上年增长 9.8%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，河南地区经济增长稳中趋缓，经济发展逐步进入新常态。

未偿本金余额排在第二的省份是四川省。2017 年，四川全省实现地区生产总值 36980.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 4282.8 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 14294.0 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 18403.4 亿元，增长 9.8%；三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.5%、40.8%和 53.7%。人均地区生产总值 44651 元，比上年增长 7.5%。

四川省 2017 年全年固定资产投资 32097.3 亿元，比上年增长 10.2%；全年社会消费品零售总额 17480.5 亿元，比上年增长 12.0%。2017 年，四川省全年地方一般公共预算收入 3579.8 亿元，比上年同口径增长 9.5%；一般公共预算支出 8686.1 亿元，比上年增长 10.8%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，四川地区经济增长稳中趋缓，经济发展逐步进入新常态。

未偿本金余额排在第三的省份是湖南省。2017 年，湖南全省实现地区生产总值 34590.6 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 3690.0 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 14145.5 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 16755.1 亿元，增长 10.3%；三次产业结构为 10.7：40.9：48.4。人均地区生产总值 50563 元，比上年增长 7.4%。湖南省 2017 年全年固定资产投资 31328.1 亿元，比上年增长 13.1%；全年社会消费品零售总额 14854.9 亿元，比上年增长 10.6%。2017 年，湖南省全年完成一般公共预算收入 4565.7 亿元，比上年同口径增长 7.4%；一般公共预算支出 6857.7 亿元，比上年增长 8.2%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，湖南地区经济增长稳中趋缓，经济发展逐步进入新常态。

未偿本金余额排在第四的省份是云南省。2016 年，云南全省实现地区生产总值 14869.95 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 2195.04 亿元，增长 5.6%；第二产业增加值 5799.34 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 6875.57 亿元，增长 9.5%；三次产业结构为 15.1：39.8：45.1。人均地区生产总值 31265 元，比上年增长 8.0%。云南省 2016 年全年固定资产投资 15662.49 亿元，比上年增长 19.8%；全年社会消费品零售总额 5722.90 亿元，比上年增长 12.1%。2016 年，云南省全年完成一般公共预算收入 1812.29 亿元，比上年同口径增长 5.1%；一般公共预算支出 5018.86 亿元，比上年增长 6.5%。总体来看，在外部经济下行压力不断加大的环境下，云南地区经济增长稳中趋缓，经济发展逐步进入新常态。

12. 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，本期票据入池资产承租人分布于 6 个行业，以卫生和商务服务业为主，占比合计为 90.00%，其他行业未偿本金余额占比均小于 5%。资产池存在较高的行业集中度风险，新世纪评级在模型中对相关承租人的违约概率做了适当调整。

图 21. 入池资产的承租人行业分布情况

行业	承租人户数	户数占比	本金余额(万元)	余额占比
卫生	20	58.82%	122143.66	59.60%
商务服务业	8	23.53%	62291.03	30.40%
土木工程建筑业	1	2.94%	8819.14	4.30%
水的生产和供应业	1	2.94%	8644.44	4.22%
批发业	3	8.82%	2155.61	1.05%
其他服务业	1	2.94%	874.51	0.43%
合计	34	100.00%	204928.38	100.00%

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息计算整理

卫生医疗行业是与人民生命健康密切相关的行业，其带有公共产品性质。我国虽然为不同所有制性质医疗机构并存，但公立医疗机构仍然是主体，并在一定地域内特别是农村地区，公立医疗服务供给处于完全垄断地位。就医疗服务行业而言，我国的政策导向是坚持非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充，公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展。

我国 2016 年卫生消费总额为 4.63 万亿元，是 2009 年的 2.64 倍。虽然卫生消费增长飞速，在 GDP 总额中的占比仍仅为 6.25%，低于高收入和中高等收入国家水平，如果该占比能在 2020 年达到卫计委在《健康中国 2020 战略研究报告》中所提出的 6.5%-7% 的目标，我国卫生消费市场将达到 6.2-6.7 万亿元规模。人口的老龄化、城镇水平的提高、生活方式的改变、财富的增长以及全民医保制度的推进都正在驱动医疗服务市场迅速扩容。

2007-2015 年间，我国医疗机构数量年均复合增长率为 0.94%；同期医疗机构床位数年均复合增长率为 8.32%，2016 年末中国共有医疗卫生机构 99.3 万个，其中医院 2.9 万个，在医院中有公立医院 1.3 万个，民营医院 1.6 万个，近年来随着私立医院数量的快速增加，2016 年私立医院数量已超过公立医院，但私立医院提供的医疗服务量却增长缓慢普遍，目前私立医院普遍存在规模小、软硬件水平不高问题。2016 年末，基层医疗卫生机构 93.1 万个，专业公共卫生机构 2.9 万个。目前，公立医院是我国医疗卫生服务最重要的供给者。公立院所提供的医疗卫生服务既包括公共卫生服务、基本医疗服务，也包括特需医疗服务。大量医疗卫生机构的和床位的增加体现了医疗卫生市场的需求的强烈，如果按照这个趋势，卫生医疗卫生市场在未来几年存在极大的拓展空间。此外随着我国人口老龄化进程的加速，以及人均收入和人们健康意识的提高，人们更加重视疾病的预防，使得我国医疗机构持续增长，医疗行业的刚性需求不断上涨，医疗卫生行业市场规模将保持较

快增长。

相对于其他行业，医疗服务行业具有较强的抗经济周期波动，一旦建立起品牌优势和稳定的患者，现金流将保持长期稳定增长。市场化改革之下，作为产业链强势终端的医院对社会资本放开，政策频频利好之下，社会办医受到市场高度关注。医疗服务行业和医药其他细分行业相比，净利率水平并不高，但经营性现金流好，通过比较经营活动现金流净额/营业收入指标，医疗服务行业达 16%，明显高于医药其他细分行业，尤其对于口腔等专科医院来说，经营活动现金流净额/营业收入指标更高。在我国总体医保控费、药品器械招标降价、医药反商业贿赂等一系列行业、政策环境之下，医疗服务具有的产业链终端强势地位和垄断性质，能够产生较高的行业壁垒，规避未来可能的行业政策风险，发展较为稳定。

新世纪评级考虑到卫生行业关系到国计民生，国家政策支持力度较大，且该行业承租人均均为公立医院，一定程度上缓解了行业集中度风险。

13. 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 34 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 31.27%。基础资产存在一定大额集中度风险，新世纪评级模型测算中，已予以考虑。

图表 22. 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	担保 类型	保证金 占比	承租人 所属行业	承租人 所在地区
1	18004.44	8.79%	A ⁺ _s	A ⁺ _s	保证	4.44%	卫生	四川
2	13850.19	6.76%	AA _s	AA _s	保证	7.22%	卫生	云南
3	12220.62	5.96%	AA ⁻ _s	AA ⁻ _s	保证	12.27%	卫生	四川
4	10000.00	4.88%	A ⁺ _s	AA ⁺ _s	保证	2.00%	商务服务业	新疆
4	10000.00	4.88%	AA ⁺ _s	AA ⁺ _s	信用	0.32%	商务服务业	吉林
合计	64075.25	31.27%	---	---	---	---	---	---

资料来源：根据国药控股租赁提供的基础资产相关信息与新世纪评级的评级结果整理

注：保证金占比是指该承租人提供的保证金占其未偿本金余额的比例

未偿本金余额排名第一的承租人为四川省某市辖区三级乙等医院，成立于 1959 年，实际控制人为当地卫生和计划生育局。该承租人共有职工 953 人，床位 754 张，床位使用率 89%，年门诊量达 55.51 万次，综合实力在当地排名第一。截至 2016 年末，该承租人的资产总额为 2.42 亿元，净资产为 0.98 亿元；2016 年度，实现医疗收入 3.23 亿元，当期结余 34.63 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，认为其偿债能力较强，评定其主体信用等级为 A⁺_s 级。

该笔租赁资产的保证人是一家四川省某市辖区的投资集团有限公司，成立于 2002 年，实际控制人为该区人民政府，截至 2017 年 3 月末，该保证人注册资本为 2 亿元。该保证人主要从事保险兼代理业务，险种涉及家庭财产保险、建筑工程保险和企业财产保险等。截至 2016 年末，该保证人资产总额为 33.42 亿元，净资产为 22.59 亿元；2016 年度，实现营业收入 4.33 亿元，净利润 1.13 亿元。截至 2017 年 3 月末，该保证人资产总额为 36.48 亿元，净资产为 21.90 亿元；2017 年 1-3 月，实现营业收入 1.00 亿元，净利润 0.12 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，认为其偿债能力较强，评定其主体信用等级为 A⁺_s 级。

未偿本金余额排名第二的承租人为云南省某地市级三级甲等医院，成立于 1949 年，实际控制人为该市卫生局。该承租人共有职工 1731 人，床位 1588 张，床位使用率 117.00%，年门诊量达 44.23 万次，综合实力在当地排名第一。截至 2016 年末，该承租人的资产总额为 8.50 亿元，净资产为 3.48 亿元；2016 年度，实现医疗收入 7.53 亿元，当期结余 -0.06 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，认为其偿债能力很强，评定其主体信用等级为 AA_s 级。

该笔租赁资产的保证人是一家云南省地级市的交通投资（集团）有限责任公司，成立于 2011 年，实际控制人为该市国有资产监督管理委员会，截至 2016 年末，该保证人注册资本为 0.5 亿元。该保证人主要从事公路项目的投资与资产管理；公路管理、养护及相关设施开发与管理、建筑工程机械与设备租赁、建材销售、货物运输中转、仓储及相关物流配送等。截至 2016 年末，该保证人资产总额为 107.37 亿元，净资产为 50.41 亿元；2016 年度，实现营业收入 37.38 亿元，净利润 3.63 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，认为其偿债能力很强，评定其主体信用等级为 AA_s 级。

未偿本金余额排名第三的承租人为四川省某县级三级乙等人民医院，成立于 1941 年，实际控制人为该县卫生和计划生育局。该承租人共有职工 1263 人，床位 1030 张，床位使用率 100.00%，年门诊量达 68.70 万次，综合实力在当地排名第一。截至 2016 年末，该承租人的资产总额为 6.33 亿元，净资产为 3.06 亿元；2016 年度，实现医疗收入 5.40 亿元，当期结余 0.18 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，

认为其偿债能力较强，评定其主体信用等级为 AA_s 级。

该笔租赁资产的保证人是一家四川省县级资产经营有限公司，成立于 2007 年，实际控制人为该县国有资产监督管理局，截至 2016 年末，该保证人注册资本为 10 亿元。该保证人主要以独资、控股、参股方式从事国有资产经营活动，负责县级经营性国有资产的经营管理。截至 2016 年末，该保证人资产总额为 123.04 亿元，净资产为 87.59 亿元；2016 年度，实现营业收入 1.71 亿元，净利润 0.88 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，认为其偿债能力很强，评定其主体信用等级为 AA_s 级。

未偿本金余额排名第四的承租人为新疆某市辖区的某高新技术产业发展有限公司，成立于 2000 年，实际控制人为该市辖区国有资产监督管理委员会，截至 2016 年末，该承租人注册资本为 1.05 亿元。该承租人主要从事房地产、土地开发及经营；建筑材料、化工产品、农副产品、食品加工机械设备的销售、开发经营，以及提供经济信息咨询服务。截至 2016 年末，该承租人资产总额为 17.91 亿元，净资产为 14.45 亿元；2016 年度，实现营业收入 0.16 亿元，净利润-0.14 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，认为其偿债能力较强，评定其主体信用等级为 A⁺ 级。

该笔租赁资产的保证人是一家新疆某地级市资产投资经营集团有限公司，成立于 2008 年，实际控制人为该州市国有资产监督管理委员会，截至 2016 年末，该保证人注册资本为 10 亿元。该保证人主要从事对农业、煤炭、金属及其他非金属矿、石油、天然气、旅游、文化行业的投资；对养老、健康产业的投资和建设、对自来水、污水处理、热力等城市基础建设的投资、建设和运营。截至 2016 年末，该保证人资产总额为 512.44 亿元，净资产为 284.69 亿元；2016 年度，实现营业收入 28.18 亿元，净利润 2.13 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，认为其偿债能力很强，评定其主体信用等级为 AA_s⁺ 级。

未偿本金余额排名第四的另一户承租人为吉林省某市辖区的某投资控股集团有限公司，成立于 2010 年，实际控制人为该市辖区国有资产监督管理委员会，截至 2017 年 6 月末，该承租人注册资本为 55 亿元。该承租人主要提供控股公司服务，从事实业及创业投资及管理、城市基础设施、城镇化项目开发、房地产项目开发、市场营销策划、企业形象策划、文化艺术交流与策划、景观设计等业务。截至 2016 年末，该承租人资产总额为 664.87 亿元，

净资产为 320.60 亿元；2016 年度，实现营业收入 48.93 亿元，净利润 12.98 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，认为其偿债能力很强，评定其主体信用等级为 AA⁺ 级。

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予适当的调整；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^{1 2}。

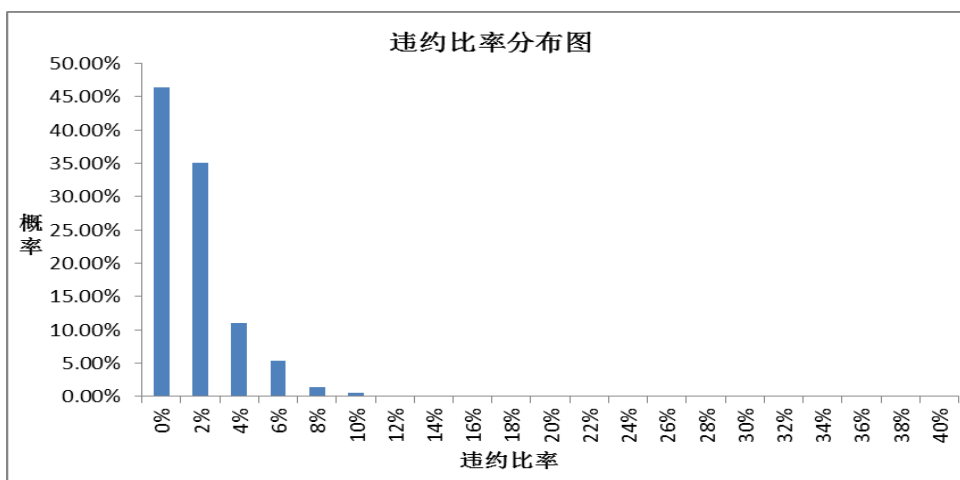
图表 23. 违约时间分布

时间	违约分布
第一年	27.57%
第二年	39.67%
第三年	21.71%
第四年	9.00%
第五年	2.06%
合计	100.00%

资料来源：新世纪评级蒙特卡洛模拟结果

^{1 2} 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 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

图表 25. 情景违约比率

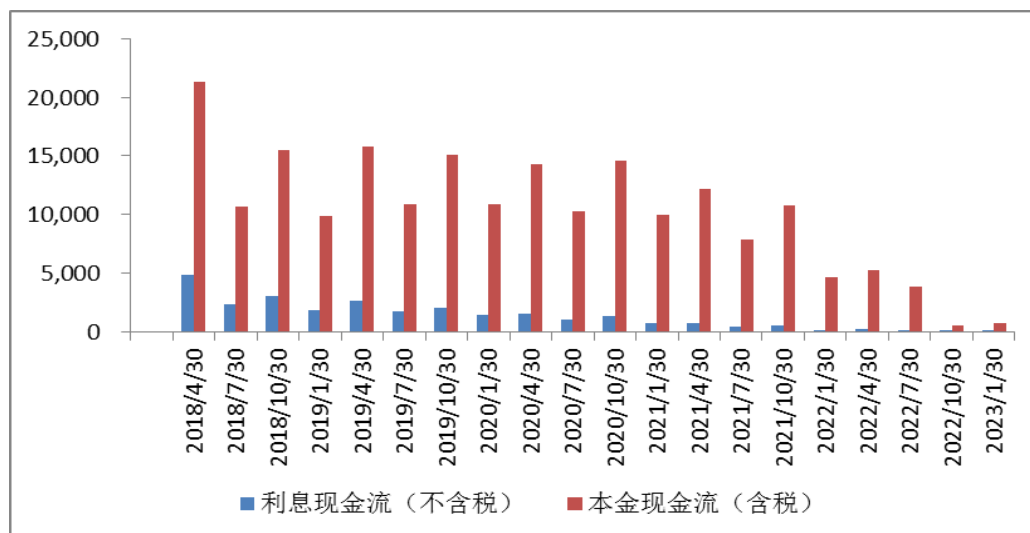
信用等级	情景违约比率(SDR)
AAA _{sf}	13.30%
AA _{sf}	10.94%

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，资产池在各收款期间于相应计算日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：根据国药控股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，构建了专用于本期信

托的现金流分析模型，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、优先 B 级资产支持票据能够通过压力测试，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 AA_{sf} 级。

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	35.00%	根据目标级别调整
回收周期	12 个月	不加压
违约时间分布	30%/40%/30%	50%/50%
优先 A 级测算利率	6.20%	利差减小 50 个 BP
优先 B 级测算利率	7.20%	利差减小 50 个 BP
次级期间收益率	4.00%	不加压
提前还款率	5%	10%

注 1：新世纪评级现金流压力测试假设条件

注 2：信托拟设立日为 2018 年 6 月 15 日，首个计算日拟为 2018 年 4 月 30 日，首个支付日拟为 2018 年 7 月 9 日

图表 28. 优先 A 级资产支持票据压力测试结果

压力测试条件	优先 A 级票据 BDR ^{1 3}	AAA _{sf} 级情景 SDR	安全缓冲 ^{1 4}
基准条件	25.00%	13.30%	11.70%
提前还款率为 10%，其他为基准	24.90%	13.30%	11.60%
利差缩减 50 个 BP，其他为基准	23.90%	13.30%	10.60%
回收率为 17.00%，其他为基准	20.20%	13.30%	6.90%
回收率为 17.00%；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：50%/50%	18.70%	13.30%	5.40%

注：新世纪评级现金流模型测算结果

^{1 3} 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（档）证券所能承受的最高资产违约比率，即在此违约水平下，该级证券仍然能够顺利偿付。

^{1 4} 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，证券得到的保护效果越好。

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 级票据 BDR	AA _{sf} 级情景 SDR	安全缓冲
基准条件	15.00%	10.94%	4.06%
提前还款率为 10%，其他为基准	14.90%	10.94%	3.96%
利差缩减 50 个 BP，其他为基准	14.00%	10.94%	3.06%
回收率为 28.00%，其他为基准	13.70%	10.94%	2.76%
回收率为 28.00%；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：50%/50%	12.30%	10.94%	1.36%

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。本期优先 A 级资产支持票据获得目标等级所需信用支持水平为 13.92%，低于实际信用支持比例 17.03%；本期信托优先 B 级资产支持票据获得目标等级所需信用支持水平为 7.96%，低于实际信用支持比例 8.25%。

图表 30. 集中违约测试结果

信用级别	所需信用支持
AAA _{sf}	13.92%
AA _{sf}	7.96%

资料来源：新世纪评级集中违约测试结果

五、重要参与方

（一）委托人/发行机构/资产服务机构/流动性支持机构（国药控股租赁）

1. 概况

国药控股租赁是由国药控股股份有限公司(以下简称“国药控股”)于 2015 年 2 月在中国(上海)自由贸易试验区注册成立的有限责任公司，初始注册资本为 5 亿元，其中，国药控股和国药控股股份香港有限公司(以下简称“国药控股香港”)持股比例分别为 70%和 30%。2016 年 8 月 5 日，经董事会决议，国药控股租赁申请增加注册资本 4 亿元，增资后国药控股租赁实收资本为 9 亿元，原有股东及其持股比例保持不变。2017 年 6 月 29 日，国药控股租赁注册资本增加至 10 亿元，增加的 1 亿元注册资本由上海溥慧企业管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“上海溥慧”)全额出资；增资后，国药控股、国药控股香港和上海溥慧持股比例分别为 63%、27%和 10%。2017 年 12 月

28 日，国药控股租赁引入深圳峰顺投资企业（有限合伙）（以下简称“峰顺投资”）、PAGAC II-3(HK) Limited（以下简称“PAG”）、上海运想通远企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“运想通远”）、深圳市松禾成长股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“松禾成长”）和河南睿贤实业有限公司（以下简称“睿贤实业”）等战略投资者，其注册资本增加至 25 亿元（注册资本均实缴到位），增资后，国药控股、峰顺投资、PAG、国药控股香港、运想通远、松禾成长、上海溥慧以及睿贤实业持股比例分别为 25.20%、23.38%、19.50%、10.80%、9.98%、4.14%、4.00%和 3.00%。国药控股通过直接和间接持股的方式合计持有国药控股租赁 36.00%的股份，为其第一大股东。

国药控股租赁主营业务范围包括融资租赁业务、租赁业务以及与主营业务相关的商业保理业务等，融资租赁业务目前主要集中于医疗卫生、公用事业、制药及旅游等行业。国药控股租赁是国药控股旗下专业从事融资租赁和保理业务的控股子公司，是国药控股金融板块的重要成员；国药控股最终母公司为中国医药集团有限公司（以下简称“中国医药集团”）。

2. 行业

近年来，我国融资租赁行业处于爆发式增长阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。政策支持、旺盛的企业需求和不断拓宽的融资渠道，为融资租赁行业的发展创造有利的外部环境。但也需关注到，在金融强监管和去杠杆的背景之下，融资租赁公司在业务拓展、流动性管理等方面持续面临挑战。未来在行业转型的背景下，行业竞争格局或将进一步分化。

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。

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。在金融强监管、去杠杆的背景之下，行业或将面临较大的转型压力。

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%。

图表 31. 2015-2017 年末全国融资租赁企业家数 (单位: 家, %)

类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	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
合计	4508	100.00	7136	100.00	9090	100.00

资料来源: WIND, 中国租赁联盟

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 32. 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资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、做大做强, 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 33. 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。

3. 产权状况

国药控股租赁第一大股东国药控股是中国医药集团所属核心企业，成立

于 2003 年 1 月，于 2009 年 9 月 23 日在香港成功上市。截至 2017 年末，中国医药集团通过直接和间接持股的方式，持有国药控股合计 56.89% 的股份，其中，中国医药集团直接持有国药控股 0.10% 股权，通过国药产业投资有限公司间接持有国药控股 56.79% 股权。成立多年来，国药控股的经营规模不断扩大，经济运行质量不断提高，盈利能力持续增长，现已发展为中国最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供商。

截至 2017 年末，国药控股租赁全资控股 2 家子公司，分别为国药控股（杭州）投资管理有限公司和国药控股医融实业（上海）有限公司。

4. 法人治理结构

国药控股租赁设立股东会，股东会下设董事会和监事会，《公司章程》中就董事会和监事会的职权、人员构成、议事规则及董事和监事的选聘等作出了明确的规定。

国药控股租赁董事会由 5 名董事组成，其中由国药控股委派 2 名董事，由上海溥慧委派 1 名董事，峰顺投资委派 1 名董事，PAG 委派 1 名董事。董事长由国药控股委派，董事会选举产生。董事的任期为 3 年，经股东继续委派可以连任。

国药控股租赁监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东代表监事和 1 名职工代表监事。股东代表监事由国药控股和法想通远分别委派 1 名；职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事任期 3 年，任期届满经股东继续委派可以连任。

此外，国药控股租赁设总经理 1 名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

5. 管理水平

国药控股租赁根据自身经营特点和业务发展规划，建立并不断调整完善公司组织架构，通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。前台业务部门方面，国药控股租赁根据目标客户行业特点，设置了医疗系统事业部、城市发展事业部、企业融资业务部、医疗产业投融部、保理业务部和业务发展部等 6 个业务部门；中台职能部门方面，国药控股租赁设有资金部、信审部、商务部、资产管理部、法律合规部和运营管理部等 6 个职能部门；此外，国药控股租赁还设有战略管理部、信息部、财务部、人力资源部、总经理办公室和内审稽核部等 6 个后台职能部门。

在管理制度方面，国药控股租赁建立了全面风险管理办法，涵盖对各部门主要职责界定、明确各部门岗位及工作内容的界定，以及对租赁业务审批、租赁合同签订和执行、项目对外付款、租赁资产过程管理及结束管理、租金管理等业务的全程操作指引与规范。

在风险管理的体系构建方面，国药控股租赁通过设立“三道风险防线”，形成了从业务一线到中后台的一整套较为完善的风险管理制度。具体来看，首先国药控股租赁对于项目的初始选择有着严格的标准，以谨慎性角度对项目的行业进行选择，从业务一线抓风险源头，使前台起到关键的第一道风险防线的作用。国药控股租赁主要选前景较为明确、行业波动率低、没有周期性特点、系统风险较低的行业，尽量避免介入两高一剩、周期性波动较大的行业。当项目通过初审后，信审保持独立性，法务、资产管理、财务等部门参与项目审批，从各专业方向把控项目风险，出具专业意见，并通过信审会集体决策；超过一定金额的项目需要由国药控股总裁办公室决策，由此形成较为成熟的第二道风险防线。最后，国药控股租赁通过其自身成熟的贷后资产管理制度，在项目起租后，按照制度要求，严格执行客户巡视、客户分类、客户重大事项响应、租金催收、客户关系维护、预警与出险处置等资产管理动作，将风险尽量降低，形成最后的第三道风险防线。此外，国药控股租赁根据行业相关的风控制度与标准文件和管理办法，在合同出具、签约审批、放款审批、项目变更等环节均保证其具有充分的标准和规范，从各个环节控制项目操作风险。

6. 经营情况

国药控股租赁主要从事融资租赁业务，依托其第一大股东国药控股的股东背景、资金实力与业务资源，国药控股租赁的融资租赁规模快速增长。公司客户主要来自医疗、医药、制药、医疗器械、健康养老等医疗相关行业；近年来，除了深耕医疗产业链客户资源，国药控股租赁积极拓展国计民生领域以及弱周期行业的客户资源，其非医板块业务实现快速增长，非医板块业务规模占比逐年提升。2015-2017年，国药控股租赁分别实现营业收入 0.54 亿元、2.93 亿元和 7.16 亿元，其营业收入由融资租赁和保理业务收入、贷款利息收入和其他收入等构成，其中，贷款利息收入是资金池协定存款利息收入，其他收入主要为咨询费收入。同期，其融资租赁和保理业务收入分别为 0.48 亿元、2.91 亿元和 6.95 亿元，占各期营业收入的比重分别为 88.76%、99.20%和 97.07%。

图表 34. 国药控股租赁营业收入构成分析 (单位: 亿元, %)

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
融资租赁和保理业务收入	0.48	88.76%	2.91	99.20%	6.95	97.07%
贷款利息收入	0.06	10.54%	0.02	0.55%	0.04	0.56%
其他	0.00	0.70%	0.01	0.24%	0.17	2.37%
合计	0.54	100.00%	2.93	100.00%	7.16	100.00%

资料来源: 根据国药控股租赁提供的数据整理

注: 国药控股租赁未分别统计融资租赁业务收入和保理业务收入

(1) 融资租赁业务

国药控股租赁融资租赁的业务模式包括直租、售后回租、经营性租赁、厂商租赁和联合租赁等, 以售后回租为主, 租赁期限以 3 至 5 年期为主。近年来, 国药控股租赁根据市场情况多次调整融资租赁业务政策及方向, 不断增强市场开发能力, 租赁资金投放规模保持快速增长。2015-2017 年, 公司当年签订融资租赁合同数量分别为 55 笔、109 笔和 150 笔, 涉及合同金额分别为 20.45 亿元、51.67 亿元和 84.07 亿元。

在业务流程方面, 国药控股租赁融资租赁业务流程包括客户初选、项目初评、现场尽调、撰写调查报告、提交项目审批、信审会评审、合同签订和放款等。具体而言, 业务人员根据公司制定的客户初选准则, 筛选出初步符合要求的基本目标客户群。前台在得到项目信息后, 在满足《客户授信管理办法》中客户初选标准、评级及授信标准、高风险客户界定、持续开发规定、设备标准等基本要求的情况下, 业务内部进行项目初评。业务内部确定项目风险可控后, 进行项目第一轮现场尽职调查, 按照《现场考察操作指引》的基本要求, 收集客户经营、财务等相关资料, 对客户关键人员进行访谈获取信息, 并且对现场关键场所需要进行查勘和留痕; 完成现场尽职调查后, 根据收集资料、访谈等获取信息进行分析, 撰写《项目调查报告》, 提交项目审批流程。项目审批流程首先获得业务部门相关领导逐级审批确认无误, 流转到信审部, 信审部接到项目后, 由经办信审经理和项目经理一道进行第二轮现场尽职调查; 完成尽调后, 若信审认为项目可操作, 撰写《项目评估报告》, 提出专业建议意见并提交信审部长审批; 信审部长确认项目可推进, 提交信审会讨论审批。公司所有项目均需要上信审会, 一定金额以上项目需要到集团总裁办公室审批。审批通过后, 根据公司制定的标准与规范实施合同出具、签约审批、放款审批、项目变更等流程。

从地区分布来看，除西藏、青海、甘肃、宁夏、山西和浙江等地区以外，国药控股租赁目前项目投放累计覆盖全国 23 个省份。公司目前将其业务区域划分为东三省、东北区、华北区、华中区、华东区、西北区、西南区和华南区等区域。截至 2017 年末，华北地区、华中地区和西南地区项目投放金额合计占比为 60.13%，其中华北地区项目投放金额占比为 22.77%。

从业务板块来看，国药控股租赁目前规划的业务板块共 8 个，包括（1）医疗（客户主要为医院）；（2）医疗产业融资（借助国药控股下属公司贸易）；（3）公共事业板块；（4）教育、文化和旅游板块；（5）国药控股集团业务（主要服务于国药控股投资建设的医院、药房等）；（6）新能源车；（7）IT 项目、集成电路和电脑；（8）物流、官网和配送等。

图表 35. 国药控股租赁融资租赁业务资金投放情况

项目	2015 年	占比	2016 年	占比	2017 年	占比
合同数量（笔）	55	100.00%	109	100.00%	150	100.00%
医疗板块	42	76.36%	85	77.98%	86	56.00%
非医板块	13	23.64%	24	22.01%	64	42.68%
其中：集团内部	7	12.73%	10	9.17%	25	16.67%
公用设施	2	3.64%	12	11.01%	16	10.67%
旅游	---	---	2	1.83%	22	14.67%
制药	4	7.27%	---	---	1	0.67%
合同金额（亿元）	20.45	100.00%	51.67	100.00%	84.07	100.00%
医疗板块	17.97	87.90%	37.81	73.17%	40.17	47.78%
非医板块	2.47	12.10%	13.86	26.83%	43.91	52.23%
其中：集团内部	0.28	1.38%	0.16	0.32%	11.72	13.94%
公用设施	2.00	9.78%	12.20	23.61%	14.53	17.28%
旅游	---	---	1.50	2.90%	17.61	20.95%
制药	0.19	0.94%	---	---	0.05	0.06%

资料来源：根据国药控股租赁提供的数据整理

其中，医疗板块为国药控股租赁核心业务板块，其客户主要是县级二级甲等以上（含二级甲等）的公立医院。近年来，该板块业务保持稳步发展，2015-2017 年，国药控股租赁医疗板块当年合同签订数量分别为 42 笔、85 笔和 86 笔，分别占公司当年签订融资租赁合同数量的 76.36%、77.98%和 56.00%；涉及合同金额分别为 17.97 亿元、37.81 亿元和 40.17 亿元，分别占公司当年签订合同金额的 87.90%、73.17%和 47.78%。

在非医板块方面，公司客户主要来自国药控股集团内部，以及公用设施、

旅游和制药等行业。2016年以前，集团内部客户放款规模较小，其资金投放额占公司当年放款规模的不到2%；2017年以来，集团内部客户融资租赁业务数量及业务规模均显著增长，合同数量和合同金额分别占公司当年签订融资租赁合同数量和合同金额的16.67%和13.94%。公司公用设施板块客户群主要包括公交、水务、供热、供电、燃气、轨道交通和教育等行业客户。近年来，公用设施板块融资租赁业务规模稳步增长，但由公司融资租赁业务规模整体快速增长，该板块资金投放额占比呈现一定波动性。2015-2017年，公用设施板块签订合同金额分别为2.00亿元、12.20亿元和14.53亿元，该板块签订合同金额占公司当年租赁业务合同金额的9.78%、23.61%和17.28%。2016年以来，公司向旅游行业拓展融资租赁业务，客户群包括旅游景区、旅游度假区和旅游平台等，公司当年实现业务投放金额合计1.50亿元。2017年以来，该板块业务大幅增长，当年签订22笔租赁合同，合计实现17.61亿元放款。

(2) 保理业务

国药控股租赁基于其医疗板块的租赁业务和股东资源，围绕医疗健康产业链稳步拓展保理业务。其客户群体以医院、设备商、药品供应商等为主，通过“租赁+保理”业务组合，提升自身在医疗健康产业链的竞争力。公司保理业务模式主要包括医院应收账款保理、设备商应收账款保理和药品商应收账款保理。其中，医院应收账款保理主要为医院（应收账款人）提供医疗服务，将应收医保机构（应付账款人）的医疗款转让给国药控股租赁的保理业务；设备商应收账款保理主要为医疗设备供应商（应收账款人）将各类医疗设备销售给医院（应付账款人），将应收账款转让给国药控股租赁的保理业务；药品商应收账款保理主要为药品商（应收账款人）将药品、医用耗材销售给医院（应付账款人），将应收账款转让给国药控股租赁的保理业务。

7. 财务分析

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对国药控股租赁2015年度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。安永会所对国药控股租赁2016和2017年度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。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。其中，国药控股租赁2015年相关数据采用安永会所出具的2016年审计报告中的年初数和上年重述数。

截至2017年末，国药控股租赁经审计的合并口径资产总计为135.72亿元，所有者权益为33.69亿元，应收融资租赁款净值为101.23亿元，应收融

融资租赁不良率 0.00%；2017 年，国药控股租赁实现营业收入 7.16 亿元，净利润 1.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-46.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.74 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 67.59 亿元。

(1) 盈利能力

近年来，得益于融资租赁行业良好的发展环境、较强的股东背景及自身业务的拓展，国药控股租赁营业收入保持高速增长。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 0.54 亿元、2.93 亿元和 7.16 亿元；分别实现净利润 0.02 亿元、0.71 亿元和 1.81 亿元。

从收入结构看，公司营业收入主要源于融资租赁和保理业务的利息收入，2016 年以来，随着租赁业务规模的扩张，融资租赁和保理业务的利息收入占营业收入的比重均超过 99%。公司营业成本主要是租赁业务融资成本，得益于良好的股东背景及业务竞争力，近年来公司融资成本保持较低水平。

费用管理方面，基于较为严格的费用管理制度，随业务规模的扩大国药控股租赁的成本收入比呈下降态势。2015-2017 年，其成本收入比分别 41.35%、21.13%和 15.80%。拨备计提方面，国药控股租赁按照组合评估的方式计提应收融资租赁款减值准备，2015-2017 年，国药控股租赁计提的应收融资租赁款减值准备分别为 0.18 亿元、0.35 亿元和 0.40 亿元。

图表 36. 国药控股租赁盈利能力情况 (单位: 亿元, %)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	0.54	2.93	7.16
拨备前利润	0.20	1.31	2.77
净利润	0.02	0.71	1.81
平均资产回报率	0.09	1.88	1.88
平均资本回报率	0.34	9.69	8.34
净息差 ¹⁵	1.61	4.41	4.65

资料来源：根据国药控股租赁提供的数据整理

(2) 现金流分析

2015-2017 年，国药控股租赁经营活动现金流量净额分别为-16.88 亿元、-33.51 亿元和-46.99 亿元。经营活动现金流量净流出额持续保持增长态势，系应收融资租赁款增加较快所致。2015-2017 年，国药控股租赁投资活动产生的现金流量净额分别为-1.20 亿元、1.02 亿元和-0.74 亿元。同期，国药控股租赁筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.09 亿元、33.98 亿元和 67.59

¹⁵ 净息差=生息资产平均收益率-有息负债平均成本率

亿元。近年来，公司业务发展较快，通过银行借款等途径所筹集的资金数额较大，导致公司筹资活动产生的现金流量净额增长较快。

(3) 资产质量分析

随着业务规模的扩张，国药控股租赁资产规模保持较快增长。截至2015-2017年末，国药控股租赁资产总额分别为18.87亿元、56.99亿元和135.72亿元。公司资产以应收融资租赁为主，截至2017年末，公司应收融资租赁款净值（含一年以内到期的应收融资租赁款）为101.23亿元，占期末资产总额的74.59%。从资产质量方面来看，公司所承接融资租赁项目承租人大多来自国计民生领域，属于弱周期行业，承租人质量相对较高，且自身风险控制措施较到位，公司资产质量保持良好。同期末，公司应收融资租赁款均为正常类资产，无不良和关注类资产，不良率均为0.00%。

(4) 资本与杠杆

国药控股租赁资本构成主要为资本金，截至2017年末，公司股东权益合计33.69亿元，其中实收资本25.00亿元。杠杆水平方面，2015-2017年末，公司资产负债率分别为73.40%、82.93%和75.18%；风险资产放大倍数分别为3.71倍、5.65倍和3.37倍，未来随着业务快速发展，需关注公司资本补充情况。

图表 37. 国药控股租赁资本与杠杆情况（单位：亿元）

科目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
总资产（亿元）	18.87	56.99	135.72
其中：风险资产（亿元）	18.63	54.97	113.42
总负债（亿元）	13.85	47.26	102.03
资产负债率（%）	73.41	82.93	75.18
所有者权益	5.02	9.73	33.69
风险资产放大倍数（倍）	3.71	5.65	3.37

资料来源：国药控股租赁

注：风险资产=总资产-货币资金；风险资产放大倍数=(总资产-货币资金)/股东权益

8. 外部支持

国药控股租赁第一大股东国药控股能够通过为其提供一定金额的往来借款、对外担保支持、介绍再融资渠道等方式，对国药控股租赁进行一定的融资方面的支持；同时，国药控股的药品、医疗保健产品分销以及供应链服务等业务能够与国药控股租赁医疗板块业务形成良好的业务协同效应。

此外，国药控股租赁间接融资渠道较通畅。截至2017年末，国药控股租

赁获得银行授信额度合计 195.69 亿元，其中尚未使用授信额度合计 103.19 亿元。

通过对国药控股租赁主要信用风险要素的分析，新世纪评级认为其具有很强的债务偿付能力，违约风险很低，并给予其 AA⁺主体信用等级。

总体来看，国药控股租赁股东背景良好，资本实力较强，经营稳定且资产质量较好，同时能够获得股东较强的外部支持，故能较好的履行资产服务机构和流动性支持承诺人的角色。

（二）受托人（平安信托）

平安信托前身为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，2001 年，经中国人民银行批复，公司重新登记和增资改制更名平安信托投资有限责任公司，2010 年，经国家工商行政管理总局核准，公司正式更名为平安信托有限责任公司。经过多次增资扩股，2016 年 9 月末，平安信托注册资本为人民币 120 亿元，截至 2017 年末，平安信托注册资本为人民币 130 亿元。

截至 2016 年末，平安信托资产总额达到 1303.31 亿元，净资本规模 167.20 亿元，净资本/各项业务风险资本之和比例 251%，净资本/净资产比例 74%，各项指标均符合或高于监管要求标准。信托资产管理规模为 6772 亿元，较上年同比增长 21.30%。2016 年，平安信托全年实现净利润 37.97 亿。截至 2017 年 6 月末，平安信托自营资产 278.30 亿元，信托资产 6,326.44 亿元，净资产 238.28 亿元；2017 年上半年，平安信托实现营业收入 23.52 亿元；实现净利润 13.24 亿元。

平安信托目前拥有信贷资产证券化特定目的受托机构等专项业务资格。在资产证券化业务方面具有丰富经验，截至 2017 年 9 月末，平安信托已在银行间市场成功发行超过三百多亿元的资产证券化产品。

在风险管理方面，平安信托搭建“全员参与、全流程管控、全业务覆盖”的新风体系，即建立涵盖对公、同业、PE、财富四大业务板块的全覆盖风控模式，由前、中、后台共同作业，全员参与，各司其职，实现投前、中后流程风险管控。

总体来看，平安信托运作时间较久，经营较为稳健，结构化产品信托经验较为丰富，并建立有较完善的适合自身发展的风险控制体系，有助于其履

行好本期信托受托人的职责。

（三）资金保管机构（招商银行）

招商银行成立于 1987 年 3 月 31 日，是经国务院和人民银行批准组建的我国首家由企业法人持股的股份制商业银行，总部位于深圳。招商银行于 2002 年和 2006 年分别在上海证券交易所和香港联合交易所公开上市。截至 2017 年末，该行注册资本为 252.20 亿元，前十大股东持股比例为 69.25%。其中香港中央结算（代理人）有限公司持股 18.02%，为其第一大股东；招商局轮船股份有限公司持股 13.04%，为其第二大股东，安邦财产保险股份有限公司传统产品 2014 年增持后持股 10.72%，成为其第三大股东。

截至 2016 年末，招商银行资产总额达到 5.94 万亿元；客户存款余额 3.80 万亿元，贷款和垫款总额 3.26 万亿元；不良贷款余额 611.21 亿元，不良贷款率 1.87%，较年初上升 0.19 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 180.02%，较年初增加 1.07 个百分点；资本充足率为 12.00%，较年初增加 0.09 个百分点，一级资本充足率为 10.09%，较年初上升 0.16 个百分点；2016 年度实现营业收入 2090.25 亿元，净利润 623.80 亿元，同比分别增长 3.75% 和 7.52%。

截至 2017 年末，招商银行资产总额达到 6.29 万亿元；客户存款余额 4.06 万亿元，贷款和垫款总额 3.56 万亿元；不良贷款余额 573.93 亿元，不良贷款率 1.61%，较年初上升 0.26 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 262.11%，较年初增加 82.09 个百分点；资本充足率为 15.48%，一级资本充足率为 13.02%；2017 年度实现营业收入 2210.37 亿元，净利润 701.50 亿元，同比分别增长 5.12% 和 13.00%。

风险管理方面，招商银行已基本搭建了融合信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险的全面风险管理框架，制定了相关的管理制度和操作流程。招商银行风险管理的举措适合现阶段我国银行业发展现状及该行自身经营特征，目前对各项风险的管控较为有效。

总体来看，招商银行业务运营较稳定，财务实力很强，风险控制体系较完善，托管经验丰富，有助于其履行好本期票据保管银行的职责。

六、评级结论

本期票据以委托人国药控股租赁依据融资租赁合同对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益，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 A 级/优先 B 级/次级内部分层和流动性支持等信用支持措施，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，通过对本期信托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

国药控股租赁主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
总资产 [亿元]	18.87	56.99	135.72
总债务 [亿元]	13.85	47.26	102.03
应收融资租赁款净值[亿元]	17.34	53.28	101.23
所有者权益 [亿元]	5.02	9.73	33.69
营业收入[亿元]	0.54	2.93	7.16
净利润 [亿元]	0.02	0.71	1.81
成本收入比[%]	41.35	21.13	15.80
拨备覆盖率[%]	-	-	-
拨备前利润[亿元]	0.20	1.31	2.77
拨备前利润/平均总资产[%]	2.11	3.46	2.87
平均资产回报率[%]	0.09	1.88	1.88
平均资本回报率[%]	0.34	9.69	8.34
净利息收益率[%]	2.45	5.49	5.17
应收融资租赁款不良率[%]	0.00	0.00	0.00
风险资产/股东权益[倍]	3.71	5.65	3.37
资产负债率[%]	73.41	82.93	75.18

注：表中数据根据国药控股租赁经审计的 2015-2017 年度财务数据整理计算；其他业务指标由国药控股租赁提供。

附录二

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
拨备前利润(亿元)	报告期营业利润+资产减值损失
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
服务费收入占比(%)	服务费收入/营业收入×100%
成本收入比(%)	(销售成本+管理成本)/营业收入×100%
平均资产回报率(%)	报告期净利润/总资产年初年末平均余额×100%
平均净资产回报率(%)	报告期净利润/净资产年初年末平均余额×100%
生息资产(亿元)	应收融资租赁款净额+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产+其他生息资产
付息负债(亿元)	短期借款+长期借款(含一年内到期)+应付债券+应付票据
净利息收益率(%)	净利息收入/生息资产年初年末平均余额×100%
净利息差(%)	生息资产平均收益率-有息负债平均成本率×100%
应收融资租赁款不良率(%)	不良应收融资租赁款/应收融资租赁款余额
风险资产/股东权益(倍)	(总资产-货币资金)/所有者权益
净不良融资租赁款生成率(%)	年末不良融资租赁款-年初不良融资租赁款+年内核销融资租赁款/年初不良融资租赁款
拨备覆盖率(%)	应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款×100%

注：上述指标计算以国药控股租赁提供数据为准。

附录三

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。

附录四

主体评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	债务人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 级	债务人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 级	债务人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	债务人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	债务人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	债务人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 级	债务人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 级	债务人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 级	债务人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

附录五

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。

附录六

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



2018年4月27日