

奥克斯融资租赁股份有限公司 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)010295】

评级对象: 奥克斯融资租赁股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据

评级时间: 2018 年 9 月 30 日

预定评级结果:

评级观点:

产品	预定评级	预期规模(万元)	票据规模占比	资产规模占比
优先 A-1 级	AAA _{sf}	28000.00	46.36%	46.31%
优先 A-2 级	AAA _{sf}	14000.00	23.18%	23.16%
优先 A-3 级	AAA _{sf}	6000.00	9.93%	9.92%
优先 B 级	AA _{sf}	5800.00	9.60%	9.59%
次级	NR	6600.00	10.93%	10.92%
超额抵押	—	57.42	—	0.09%
合计	—	60400.00	100.00%	100.00%

NR: 无评级

交易要素:

初始起算日	2018年5月30日二十四时(24:00)
预期发行规模	60400.00万元
资产池类型	静态池
主要增信措施	优先/次级偿付结构; 超额利差; 差额支付承诺; 违约资产赎回
委托人/资产服务机构	奥克斯融资租赁股份有限公司
差额支付承诺人	宁波三星医疗电气股份有限公司
受托人	云南国际信托有限公司
牵头主承销商/资金保管机构	招商银行股份有限公司
联席主承销商	国信证券股份有限公司
现金流评估预测机构	瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)
法律顾问	上海市锦天城律师事务所

委托人主要财务数据 (单位: 亿元, %)

奥克斯租赁	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年一季度
总资产	29.41	37.14	54.84	65.62
所有者权益	13.35	15.21	17.07	17.80
营业收入	2.58	3.41	4.20	1.60
净利润	1.26	1.86	1.87	0.72
不良率	0.00	0.80	0.44	0.38

数据来源: 根据奥克斯租赁经审计的2015-2017年度财务报表和未经审计的2018年一季度财务报表数据整理。

分析师

沈尧侃 syk@shxsj.com
 周思齐 zhousiqi@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(以下简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对“奥克斯融资租赁股份有限公司 2018 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、增信措施、风险因素及风险控制措施和重要参与人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:

- 本期票据入池租赁资产共计 39 笔,涉及 35 个承租人。新世纪评级评定入池资产加权平均信用等级为 A⁺/A_s,基础资产整体信用质量较好。
- 本期票据优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级、次级资产支持票据及超额抵押 20.61% 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及超额抵押 11.01% 的信用支持。
- 本期票据基础资产承租人均支付了一定数额的保证金,可用于冲抵融资租赁合同项下应付款项,承租人合计保证金占未偿本金余额的 8.82%,较高的保证金有助于提高承租人的违约成本,降低其违约意愿。
- 本期票据设置了委托人奥克斯租赁对违约资产的赎回机制,且三星医疗对优先级票据的预期收益及本金提供差额补足义务,较大程度保障了优先级票据本息的安全偿付。
- 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的安全偿付。
- 本期票据委托人奥克斯租赁信用质量较好,资金保管机构和受托机构具有较为丰富的业务经验,有助于保障交易结构的稳定性。

主要关注:

- 本期票据入池资产行业高度集中于卫生行业,面临较大的行业集中风险。
- 目前来看,卫生是关系到民生的行业,国家政策支持力度较大,行业信用质量较为稳定,一定程度上缓解了行业集中风险。同时,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。
- 本期票据成立时,委托人并未将租赁物件的所有

权转移至计划，若委托人在享有所有权期间被宣告破产，租赁物件将属于破产财产。

本期交易文件约定在发生权利完善事件后，委托人将基础资产有关的租赁物件的所有权转移给受托人，该设置一定程度上缓解了上述风险。

- 本期票据的保证金在计划成立日时并未转让至计划，若委托人无法或拒绝转付保证金，则将导致基础资产的损失。

本期交易结构设置了与差额支付承诺人长期信用等级和委托人运营情况等相关的保证金转付机制。若触发了相关条款，奥克斯租赁应将其届时持有的承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，由受托人指令资金保管机构记入保证金账。一定程度上缓解了上述风险。

- 若资产池所对应的承租人提前偿还款项，将导致资产池产生的利息回收款减少，可能对优先级资产支持票据的本息偿付产生不利影响。

新世纪评级在现金流模型中已将提前偿付的因素作为压力测试的条件之一。优先级资产支持票据本金摊还机制也将缓解资产池现金流波动对优先级资产支持票据本息偿付的影响。

- 本期优先级资产支持票据为按月还本付息，而入池资产以按季还本付息为主，存在一定的流动性风险。

本期票据自 2020 年起设置了储备金，并在现金流分配顺序中设置了本金账向收益账的反补机制，能够在一定程度上缓解流动性风险。

- 本期票据的优先 B 级资产支持票据无法通过目标级别下的集中违约测试，优先 B 级资产支持票据的本息偿付依赖于 3 星医疗的差额支付承诺。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对奥克斯融资租赁股份有限公司 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、评级分析人员与本次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，如在本信托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。本评级机构对本信托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信托进行跟踪评级，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。

奥克斯融资租赁股份有限公司 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. 主要参与方

参与角色	参与方	参与方简称
委托人/资产服务机构/发起机构	奥克斯融资租赁股份有限公司	奥克斯租赁
受托人	云南国际信托有限公司	云南信托
差额支付承诺人	宁波三星医疗电气股份有限公司	三星医疗
牵头主承销商/资金保管机构	招商银行股份有限公司	招商银行
联席主承销商	国信证券股份有限公司	国信证券
法律顾问	上海市锦天城律师事务所	锦天城律所
会计顾问	瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)	瑞华会所
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

资料来源：本信托交易文件

(二) 基本结构

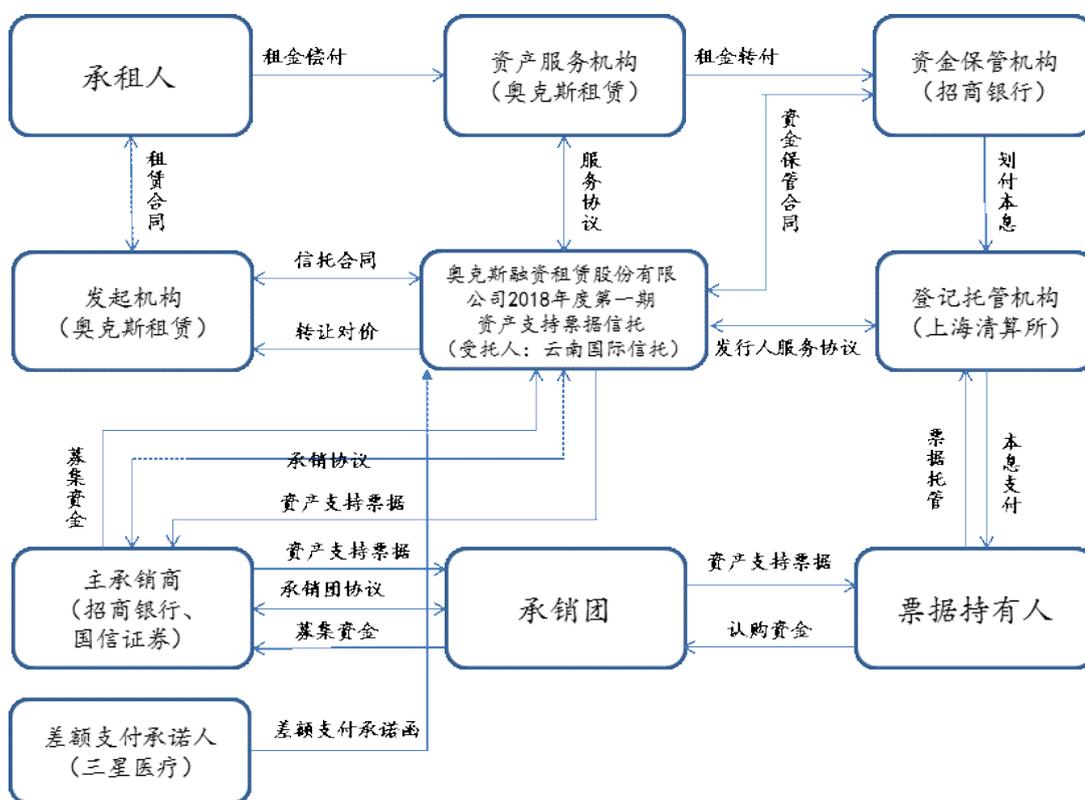
本期票据由受托人云南信托根据《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《信托公司管理办法》、《非金融企业资产支持票据指引(修订稿)》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》及其他应适用的中国法律的规定设立。

本期票据项下基础资产系指由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益。其中，融资租赁债权系指由委托人依据租赁合同对承租人享有的租金请求权，且该等融资租赁债权根据《信托合同》被信托予受托人。附属担保权益系指资产清单中列示的，与融资租赁债权有关的、为委托人的利益而设定的任何担保或其他权益，包

包括但不限于第三方保证、保证金及其他相关权益。受托人云南信托委任奥克斯租赁作为本信托的资产服务机构，由其按照交易条款约定为本信托提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务，并对违约资产及不合格资产赎回；招商银行作为资金保管机构为本信托提供资金保管服务。三星医疗作为差额支付承诺人无条件地向信托账户内可供分配的资金不足以支付应付的税收、费用支出、信托应承担的报酬及优先级资产支持票据的各期预期收益和全部未偿本金余额的差额部分承担资产回收款的补足义务。

基本的交易结构如下图所示：

图表 2. 基本结构示意图



资料来源：根据本期票据交易文件整理

(三) 资产支持票据

本信托项下的资产支持票据发行规模为人民币 60400.00 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，占发行规模的比例分别为 79.47%、9.60% 和 10.93%，预期到期日分别为 2021 年 4 月 21 日、2021 年 9 月 21 日和 2022 年 5 月 21 日。从还款安排来看，优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据本金采用按月过手摊还偿付结构。优先 A 级和优先 B 级票据的利率类型均为固定利率，按月付息，次级资产支持

票据由奥克斯租赁全额认购。本信托资产池初始起算日为 2018 年 5 月 30 日二十四时(24:00)，法定到期日为 2025 年 5 月 21 日。本期票据所募集的资金将用于新增租赁项目的投放。

图表 3. 本信托项下资产支持票据情况

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 A-1 级	AAA _{sf}	28000.00	46.36%	过手摊还型	2019 年 10 月 21 日
优先 A-2 级	AAA _{sf}	14000.00	23.18%	过手摊还型	2020 年 10 月 21 日
优先 A-3 级	AAA _{sf}	6000.00	9.93%	过手摊还型	2021 年 4 月 21 日
优先 B 级	AA _{sf}	5800.00	9.60%	过手摊还型	2021 年 9 月 21 日
次级	NR	6600.00	10.93%	—	2022 年 5 月 21 日
合计	—	60400.00	100.00%	—	—

资料来源：新世纪评级整理

收款期间指自一个计算日起(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(不含该日)起至第一个计算日(含该日)结束。计算日系指信托存续期间每个月的最后一日，其中，第一个计算日为 2018 年 10 月 31 日，最后一个计算日为 2022 年 4 月 30 日。支付日系自信托生效日次月起每个月的第 15 个工作日。第一个支付日应为 2018 年 11 月 21 日，最后一个支付日应为信托终止日。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)开始并于第一个计息日(不含该日)结束。计息日系指自信托生效日次月起每个月的第 15 个工作日(第一个计息日为信托生效日)。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。

二、 法律及交易结构分析

(一) 交易的法律情况

锦天城律所为本信托出具了法律意见，认为：

发起机构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，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，具备《公司法》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件规定的担任本期票据发起机构的资质和权限，已取得本次发行所需的内部批准与授权，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；

本期信托的中介机构均具备《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相关资质，与发起机构不存在关联关系；

发行文件已按照《资产支持票据指引》、《注册文件表格体系》、《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署和交付，在交易文件各方生效并具有约束力；

资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，真实有效、权属明确，不存在任何抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形，其形成与取得符合法律法规的要求，不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形。同时发起机构已采取相关措施，在本项目各参与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，确保资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；

本项目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，并制定了自信托生效之日起符合《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的现金流归集、资金混同风险防范措施以及投资者保护机制，在本项目各参与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，在一定程度上缓解资产与相应发起机构自有财产的混同风险。

本项目安排的信用增进方式符合《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。

本项目项下各交易以及本期资产支持票据在全国银行间债券市场发行，不违反《公司法》、《合同法》、《信托法》等相关法律法规的规定，符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件等规则指引的规定。本期资产支持票据需向交易商协会办理注册后方可发行。

本期信托法律依据充分，但鉴于目前我国关于资产证券化业务的管理办法和部分税务规定尚处于试点阶段，本评级机构将持续关注相关法律法规等后期更新或修订对本期信托的影响。

(二) 信托现金流归集机制

1. 信托账户的开立与管理

信托账户系指受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银

行结算账户，该账户名称为云南国际信托有限公司(信托财产专户)，信托账下设立子账，即收益账、本金账、保证金账和储备金账。其中，收益账是指信托账下设立的用于核算收入回收款的子账；本金账是指信托账下设立的用于核算本金回收款的子账；保证金账是指信托账下设立的用于核算保证金的子账；储备金账是指信托账下设立的用于核算储备金的子账。

2. 回收款转付日的确定

回收款转付日系指资产服务机构将回收款转付到信托账户之日。信托生效后，回收款转付日按照如下规则确定：

(a) 当评级机构给予差额支付承诺人的长期主体信用评级高于或等于 AA 级时，回收款转付日为每个计算日后的第【5】个工作日，其中，第一个回收款转付日为【2018】年【11】月【7】日，最后一个回收款转付日为【2022】年【5】月【6】日；

(b) 当满足以下任一事项时，资产服务机构(或后备资产服务机构(如有))或管理人(视情况而定)应于任一事项发生后 2 个工作日内将通知承租人、保证人将其应支付的款项直接支付至信托账户：(i)评级机构给予差额支付承诺人的长期主体信用评级低于或等于 AA-级；(ii)评级机构给予任意一档优先级资产支持票据的评级低于 AA 级；(iii)当出现违约资产和/或不合格资产情形时，委托人未按《信托合同》中的约定赎回违约资产和/或不合格资产；(iv)发生任何一起资产服务机构解任事件；(v)委托人或差额支付承诺人年度审计报告净利润为负；(vi)委托人或差额支付承诺人进入破产程序；(vii)差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的条款与条件承担差额支付义务，导致信托账户内可供分配的资金不足以支付应付的税收、费用支出、信托应承担的报酬及优先级资产支持票据的各期预期收益和全部未偿本金的；(viii)发生权利完善事件的；(ix)由于法律或法规的修改或变更导致继续进行信托将成为不合法。

如果发生上述事项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，即使上述事项消失，回收款转付日的频率也不再恢复。

3. 保证金转付机制

本期交易结构设置了与差额支付承诺人长期信用等级和委托人运营情况等相关的保证金转付机制。

如果发生以下任一事项：**(i)**评级机构给予差额支付承诺人的长期主体信用评级低于或等于 AA-级；**(ii)**评级机构给予任意一档优先级资产支持票据的评级低于 AA 级；**(iii)**当出现违约资产和/或不合格资产情形时，委托人未按《信托合同》中的约定赎回违约资产和/或不合格资产；**(iv)**发生任何一起资产服务机构解任事件；**(v)**委托人或差额支付承诺人年度审计报告净利润为负；**(vi)**委托人或差额支付承诺人进入破产程序；**(vii)**差额支付承诺人未按照《差额支付承诺函》的条款与条件承担差额支付义务，导致信托账户内可供分配的资金不足以支付应付的税收、费用支出、信托应承担的报酬及优先级资产支持票据的各期预期收益和全部未偿本金的；**(viii)**发生权利完善事件的；**(ix)**由于法律或法规的修改或变更导致继续进行信托将成为不合法。

奥克斯租赁应在以上任一事项发生之后 5 个工作日内将其持有的承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，并向受托人出具一份《保证金明细表》，就每一笔资产对应的保证金的情况向受托人进行必要的说明或提供相应的证明，由受托人指令资金保管机构记入保证金账。即使在此之后相关事项的情形消失的，保证金也不再划回奥克斯租赁(作为初始的资产服务机构)的账户。且在此之后，如资产服务机构按租赁合同的约定要求承租人或第三方补充保证金的，应要求承租人或第三方直接将补充的保证金划入信托账户，且通知资金保管机构查询入账情况，以便资金保管机构复核。如奥克斯租赁仍收到承租人或其他方补充的保证金的，应于收到补充的保证金后 5 个工作日内将补充的保证金划入信托账户并通知受托人，且在该期《资产服务机构月度报告》中予以说明，由受托人指令资金保管机构将补充的保证金记入保证金账。

4. 合格投资

受托人将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以同业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支付日前第 3 个工作日上午九点(9:00)前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。

(三) 储备金

储备金是指自 2020 年开始的每一个信托利益核算日，储备金账项下应留存的用于补足下一个支付日应支付的税收、费用及优先级资产支持票据预期收益的资金。储备金账项下应留存的储备金金额为人民币 200 万元。本期票据在受托人开设的信托账下设立了用于核算储备金的子账。在违约事件发生

前，自 2020 年开始的每一个信托利益核算日，若收益账和本金账项下合计资金不足以支付当期应支付的税收、费用及优先级资产支持票据预期收益，受托人应指示资金保管机构将储备金账中相当于不足以支付上述款项的资金金额转入收益账，收益账按照信托合同约定的分配顺序进行收益账账户下资金分配。违约事件发生时或之后的信托利益核算日、优先级资产支持票据全部清偿完毕后的信托利益核算日或信托终止日后，受托人应指示资金保管机构将届时储备金账中的全部金额转入收益账，且储备金账中不再储备资金。

(四) 本期票据的分配及其顺序

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信托合同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(f)、(g)、(h)、(j)项除外)：

图表 4. 违约事件发生前，收益账项下资金的分配

a	向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收(如有)；
b	同顺序按比例支付(1)资金保管机构的报酬；(2)会计师的报酬；(3)后备资产服务机构(如有)的报酬；(4)委托人未按时足额支付受托人累计应付未付的报酬部分；(5)支付代理机构的报酬；(6)以优先支出上限为限的资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；(7)受托人可报销的费用支出及按照信托合同的规定以固有财产垫付的费用(如有)；(8)委托人按照信托合同的规定先行垫付的发行登记服务费及簿记建档费(如有)；
c	支付资产服务机构应收的全部服务报酬；
d	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 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的利息；
e	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；
f	转入储备金账，直至储备金账余额达到人民币 200 万元(适用于自 2020 年 1 月开始的每一个信托利益核算日)；
g	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；
h	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 第(a)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；
i	超出优先支出上限的资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出；
j	如优先级资产支持票据本金全部清偿完毕，收益账项下剩余资金记入本金账。

资料来源：本期信托交易文件

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信托合同的相关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

a	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(a)至(f)项规定的应付款项；
b	支付优先 A 级支持票据的本金，具体而言，如果发生加速清偿事件，按未偿本金余额比例支付优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据的本金；如果未发生加速清偿事件，先后支付优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据的本金，直至优先 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的本金清偿完毕；
c	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；
d	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；
e	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：本信托交易文件

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信托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

a	向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收(如有)；
b	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)会计师累计应付未付的报酬；(3)后备资产服务机构(如有)累计应付未付的报酬；(4)委托人未按时足额支付受托人累计应付未付的报酬部分；(5)支付代理机构的累计应付未付报酬；(6)受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额(包括以往各期未付金额)；(7)受托人按照信托合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期未付金额，如有)；(8)委托人按照信托合同的规定先行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)；
c	支付资产服务机构(如果该违约事件不是资产服务机构直接或间接引致的)累计应付未付应收的服务报酬；
d	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 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)累计应付未

	付的利息；
e	同顺序按比例支付优先 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的本金，直至优先 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的本金全部清偿完毕；
f	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；
g	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；
h	如果该违约事件是资产服务机构直接或间接引致的，支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬；
i	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；
j	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、差额支付承诺人提供的差额支付金额以及按照信托合同的规定从相应账户转入收益账和本金账的资金的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. 信托终止后信托财产的分配

a	向受托人支付依据所适用的中国法律应当由信托承担的，且委托人及资产服务机构未支付或预提的税收(如有)；
b	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；
c	同顺序按比例支付(1)资金保管机构累计应付未付的报酬；(2)会计师累计应付未付的报酬；(3)后备资产服务机构(如有)累计应付未付的报酬；(4)委托人未按时足额支付受托人累计应付未付的报酬部分；(5)支付代理机构累计应付未付的报酬；(6)受托人、资产服务机构、资金保管机构各自可报销的费用支出总额(包括以往各期未付金额)；(7)受托人按照信托合同的规定以固有财产垫付的费用(包括以往各期未付金额，如有)；(8)委托人按照信托合同的规定先行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)；
d	支付资产服务机构累计应付未付的服务报酬；
e	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 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的利息；
f	同顺序按比例支付优先 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的本金，直至优先 A 级资产支持票据(含优先 A-1 级资产支持票据、优先 A-2 级资产支持票据和优先 A-3 级资产支持票据)的本金全部清偿完毕；
g	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；
h	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；
i	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：本信托交易文件

（五） 清仓回购安排

清仓回购是委托人的一项选择权。在满足规定条件的情况下，委托人可以按照资产的公允价值进行清仓回购。委托人进行清仓回购应满足下列条件：

(a) 资产的未偿本金余额总和在回购起算日零点(0:00)降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下；并且

(b) 截至回购起算日零点(0:00) 剩余资产的市场价值不少于以下 **A+B** 之和：**A** 指在委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日全部优先级资产支持票据的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级资产支持票据的利息总额加上信托应承担的税收、费用支出和服务报酬之和(包括图表 4(a)至(e)以及(f)、(i)项所列内容的全部应付款项)。**B** 为下列(i)和(ii)两者之间数值较高者，其中(i)的数值为 0；(ii)的数值为截至回购起算日零点(0:00)次级资产支持票据的未偿本金余额减去累计净损失(特指回购起算日所在收款期间前一个收款期间期末的累计净损失)的差值。

（六） 触发事件

1. 权利完善事件

根据《信托合同》约定，就委托人/资产服务机构而言，系指与该委托人/资产服务机构相关的以下任一事件：

(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评级下降至低于 **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下降至低于 **A-**级(不含 **A-**级)；

(e) 发生违约事件；

(f) 承租人未履行其在租赁合同项下的任何义务，以致须针对其提起法律诉讼或仲裁，或保证人(如有)未履行其在保证合同项下的保证义务，以致须针对其提起法律诉讼或仲裁；

(g) 委托人担任资产服务机构期间，收款账户被司法冻结、扣划或因其他情形而不能按《服务合同》约定方式进行使用，且无法正常开立新的人民币

资金账户取代上述被冻结、扣划的账户。

在发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件后的 20 个工作日内，委托人应向受托人出具租赁物件所有权转移的证明文件，将资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人。

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。

2. 加速清偿事件

根据《信托合同》约定，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、资产服务机构或差额支付承诺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) 资产服务机构或差额支付承诺人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 8%；
- (f) 在任一优先 A 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任一优先 A 级资产支持票据的未偿本金余额；
- (g) 发生违约事件(d)项所列情形，但资产支持票据持有人大会尚未做出决议宣布构成违约事件；

需经宣布生效的加速清偿事件：

- (h) 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;
- (i) 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;
- (j) 发生对资产服务机构、委托人、受托人、差额支付承诺人或者资产(如有)有重大不利影响的事件;
- (k) 《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》、《差额支付承诺函》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(g)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(h)项至(k)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。

3. 违约事件

根据《信托合同》, 违约事件系指以下任一事件的发生:

- (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、差额支付承诺人、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。

4. 差额支付的启动事件

在以下任一差额支付启动事件发生时，三星医疗应根据《信托合同》及差额支付承诺函的约定履行差额支付义务：

- (a) 截至任何一个支付日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金不足以支付该支付日应付的按照图表 4 第 (a) 至 (e) 约定的款项；或
- (b) 截至任何一个预期到期日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金在不足以偿付完毕优先级资产支持票据的当期预期收益和/或未偿本金余额；或
- (c) 截至任何一个支付日的前一个信托利益核算日，委托人不支付或不能足额支付《信托合同》项下不合格资产和/或违约资产的赎回价格；或
- (d) 在信托终止日的前一个信托利益核算日信托财产内可供分配的资金仍不足以支付所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

三星医疗不可撤销及无条件地向受托人(代表资产支持票据持有人)承诺对信托账户内可供分配的资金不足以支付应付的税收、费用支出、信托应承担的报酬及优先级资产支持票据的各期预期收益和全部未偿本金余额的差额部分承担资产回收款的补足义务。

(七) 信用支持

1. 优先级/次级偿付结构

本期票据的结构设计中引入了优先 A 级/优先 B 级/次级的分层结构。根据本期票据的结构设定，优先 A 级资产支持票据、优先 B 级资产支持票据、次级资产支持票据发行规模及超额抵押占初始资产池的比例分别为 79.39%、9.59%、10.92%和 0.09%，优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据及超额抵押 20.61%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及超额抵押 11.01%的信用支持。

2. 超额利差

本期票据项下资产支持票据超额利差的形成原因主要是资产池本金的加权平均收益率大于合计的相关费用和预期的优先级资产支持票据预期收益率，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. 保证金

本期票据基础资产承租人均支付了一定数额的保证金，可用于冲抵融资租赁租赁合同项下应付款项，承租人合计保证金占未偿本金余额的 8.82%，有助于保障优先级资产支持票据的安全偿付。

4. 差额支付承诺

本期票据的结构设计中安排了差额支付承诺，对优先级票据本息的足额偿付形成较好的保障。根据本期票据的结构设定，截至任何一个支付日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金不足以支付该支付日应付的按照《信托合同》约定相关税费和优先级资产支持票据利息；或截至任何一个预期到期日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金在不足以偿付完毕优先级资产支持票据的当期预期收益和/或未偿本金余额；或截至任何一个支付日的前一个信托利益核算日，委托人不支付或不能足额支付《信托合同》项下不合格资产和/或违约资产的赎回价格；或在信托终止日的前一个信托利益核算日信托财产内可供分配的资金仍不足以支付所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金，则由差额支付承诺人三星医疗承担补足义务。

5. 违约资产的赎回

本期票据约定在某一收款期间内，如果受托人根据《信托合同》提出赎回违约资产的书面要求或委托人根据《信托合同》提出赎回并经受托人同意的，相应的资产服务机构应于相应的回购起算日日终提出相关违约资产赎回价格由受托人书面确认，并由资产服务机构在当期《资产服务机构季度报告》中加以说明。

违约资产的赎回价格为在回购起算日当日 24:00 时以下三项数额之和：
(a)该等违约资产的未偿本金余额；(b)至相关回购起算日时有关该笔资产的所有根据《服务合同》的约定已经被核销的本金；以及(c)该等违约资产依据其相应的租赁合同的约定所计算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偿付的利息。

（八） 风险/缓释

1. 物权风险

在本期票据中，基础资产涉及的租赁物所有权未转移给计划，若在委托人享有上述租赁物所有权期间内发生破产等情形，则基础资产对应的租赁物有可能被认定为破产财产，破产管理人可以决定解除租赁合同，从而对基础资产回收款产生不利影响。

缓解办法：委托人信用质量较好，在本期票据存续期内破产可能性较小，本期票据面临的物权风险较小。同时，根据信托合同的约定，在发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件后的 20 个工作日内，委托人应向受托人出具租赁物件所有权转移的证明文件，将资产项下的租赁物件的所有权转让给受托人，一定程度上缓解了上述风险。

2. 承租人行业集中度风险

资产池中的承租人大部分来自卫生行业，医疗卫生行业未来相关政策变化及宏观经济发展状况将对承租人的信用状况产生较大的影响。

缓解办法：本评级机构在模型中充分考虑到该风险影响，对相关承租人的违约概率做了放大调整。同时，卫生是关系到民生的行业，国家政策支持力度较大，行业信用质量较为稳定，一定程度上缓解了行业集中风险。

3. 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，本信托的回收款和资产服务机构其他资金混同，将会给本信托资产带来损失。

缓解办法：为防范混同风险，本信托安排了以差额支付承诺人主体级别和委托人的信用质量等因素相挂钩的回收款资金转付机制来缓解资产服务机构资金混同风险，同时考虑到资产服务机构信用质量高，故资金混同风险很低。

4. 流动性风险

本期优先级资产支持票据为按月还本付息，而入池资产以按季还本付息为主，存在一定的流动性风险。

缓解办法：本期票据信托账户项下开设了储备金账户，在正常情况下从 2020 年开始各期兑付日过手还本之前必须留存按《信托合同》约定应储备的储备金额供下一期兑付日兑付相关税费和优先级资产支持票据的利息；2020

年前的各收款期间归集得到的租金回收款均不低于 5 笔资产，流动性风险相对较小；与此同时，本期信托设置了本金账向收益帐的反补机制，即在收益帐资金不足以支付各项税费和优先级资产支持票据利息时，先由本金账将差额部分转入收益帐，能为本期票据本息偿还提供一定保障。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，上述结构安排能够在一定程度上缓解流动性风险。

5. 利率风险

鉴于部分入池基础资产租金的利率类型为浮动利率，而优先级票据的利率类型为固定利率，利率波动可能造成利差的减少，进而影响优先级票据的信用支持。

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票据本息偿付的影响。

6. 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信托管理、执行造成不利影响。

缓解办法：资产服务机构信用质量高，履职能力强，本交易资产服务机构更换风险很小。同时，当发生资产服务机构解任等事件时，将会触发权利完善事件，并通知相关参与方。

7. 提前偿付风险

若资产池所对应的承租人提前偿还款项，将导致资产池产生的利息回收款减少，可能对优先级资产支持票据的本息偿付产生不利影响。

缓解办法：新世纪评级在现金流模型中已将提前偿付的因素作为压力测试的条件之一，优先级本金摊还机制也将缓解资产池现金流波动对优先级本息偿付的影响。

三、资产池特征分析

（一）合格标准

就每一笔资产而言，合格标准系指在初始起算日、信托财产交付日(除非具体条款中另有明确约定)：

- (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) 于信托财产交付日,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、利息及其他款项全部入池;
- (d) 资产为根据奥克斯租赁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;
- (e) 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;
- (f) 保证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;
- (g) 于信托财产交付日,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;
- (h) 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;
- (i) 资产如附有由保证人提供的保证担保,则由保证人签署的保证合同均合法有效,相关保证债权可以进行合法有效的转让,且无需取得承租人、保证人或其他主体的同意;
- (j) 于初始起算日,资产所对应的任一份租赁合同项下到期的租金均已按时足额支付,无违约情况;
- (k) 于信托财产交付日,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;
- (l) 于信托财产交付日,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(但委托人有权保留的保证金、应由承租人承担购买价款以及购买价款支付义务未到期或付款条件未满足的除外);
- (m) 租赁物件上未向第三方设定抵押权、质权或其他担保物权;

- (n) 除以保证金冲抵租赁合同项下应付租金外,承租人在租赁合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利;
- (o) 资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密;
- (p) 资产或租赁物件不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序;
- (q) 于信托财产交付日,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;
- (r) 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 5 月 30 日,每笔融资租赁债权的到期日不迟于 2022 年 5 月 21 日。

本期票据交易结构设计了不合格资产¹的赎回,在信托期限内,如委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格资产,则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知前述其他方。委托人应当:(1) 将出现上述情形的原因说明提供给受托人和评级机构;并应(2) 在重大方面纠正该等情形,如该情形在通知后 30 日内不能被纠正的,受托人有权通知委托人且委托人有义务对前述不合格资产予以赎回。

(二) 资产池分布特征

本期票据资产池起算日为 2018 年 5 月 30 日二十四时(24:00),资产池概况如下:

图表 8. 资产池概况

租赁债权笔数	39 笔
承租人数	35 户
本金余额	60457.42 万元
单笔资产平均本金余额	1550.19 万元
单笔资产最高未偿本金余额	4636.36 万元
单笔资产最高利率	10.77%
单笔资产最低利率	5.12%
入池资产加权平均利率	7.39%
入池资产加权平均剩余期限	3.53 年
入池资产最长剩余期限	4.41 年
入池资产最短剩余期限	0.38 年
入池资产加权平均账龄	1.46 年
入池资产最长账龄	4.63 年
入池资产最短账龄	0.59 年

¹ 系指在初始起算日、信托财产交付日不符合资产保证的资产。

承租人加权平均信用等级 ²	A _s /A _s ⁻
入池资产加权平均信用等级	A ⁺ _s /A _s

资料来源：根据委托人所提供的相关信息计算、整理。

1. 入池资产质量情况

按照委托人内部五级分类方法，本期入池资产全部为委托人的正常类租赁资产，入池资产的整体质量较好。

2. 入池资产担保情况

本期入池资产的担保类型以保证担保为主，保证类资产本金余额占比为78.58%，然而考虑到保证人大多是承租人的关联方，新世纪评级在评估保证效果时采取了审慎的做法³。

图表 9. 资产池资产的担保性质分布情况

类型	资产笔数	资产笔数占比	本金金额(万元)	金额占比
保证担保	21	53.85%	47508.62	78.58%
信用	18	46.15%	12948.80	21.42%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人提供的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。

3. 入池资产承租人和保证人信用等级分布

新世纪评级根据奥克斯租赁提供的入池资产承租人和保证人的经营和财务情况，对其进行逐一信用风险评估，具体影子评级分布如下表所示。

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	承租人户数占比	金额(万元)	金额占比
AA _s	2	5.71%	3852.68	6.37%
A ⁺ _s	7	20.00%	10717.25	17.73%
A _s	18	51.43%	31299.92	51.77%
A _s ⁻	2	5.71%	446.68	0.74%
BBB ⁺ _s	3	8.57%	7290.00	12.06%
BBB _s	2	5.71%	5475.90	9.06%
BBB _s ⁻	1	2.86%	1375.00	2.27%
合计	35	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息与新世纪评级的影子评级结果整理。

² 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相关资料及公开信息对其进行影子评级。

³ 对于一笔资产对应多个保证人担保的情形，新世纪评级仅取影子评级级别最高者，其余未予考虑。

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 A⁻_s 级至 A_s 级，记为 A_s/A⁻_s，承租人信用质量较好。

保证人的影子评级结果分布如下表所示。为避免重复计算担保债务笔数以及担保余额，每笔资产以信用等级较高的保证人信息列入担保债务笔数和担保余额。

图表 11. 入池资产的保证人信用评级分布情况

保证人信用等级	保证人户数 ⁴	担保资产笔数占比	担保本金金额(万元)	金额占比
AA _s	2	11.76%	4612.88	9.88%
AA ⁻ _s	5	29.41%	18450.56	39.51%
A ⁺ _s	2	11.76%	5690.52	12.19%
A _s	1	5.88%	3478.16	7.45%
BBB ⁺ _s	7	41.18%	14468.53	30.98%
合计	17	100.00%	46700.63	100.00%

资料来源：根据委托人提供的资产池资产相关信息与新世纪评级的影子评级结果整理。

结合承租人与保证人的信用等级，入池资产的信用等级情况如下表所示，新世纪评级给予入池资产的加权信用等级介于 A_s 级至 A⁺_s 级之间，记为 A⁺_s/A_s，基础资产整体信用质量较好。

图表 12. 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	资产笔数占比	金额(万元)	金额占比
AA _s	2	5.13%	4612.88	7.63%
AA ⁻ _s	9	23.08%	22303.23	36.89%
A ⁺ _s	9	23.08%	12760.49	21.11%
A _s	15	38.46%	17544.14	29.02%
A ⁻ _s	2	5.13%	446.68	0.74%
BBB ⁺ _s	2	5.13%	2790.00	4.61%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息与新世纪评级的影子评级结果整理。

4. 入池资产账龄情况

本期票据入池资产最短、最长账龄和加权平均账龄分别为 0.59 年、4.63 年和 1.46 年，具体分布情况如下图所示：

⁴ 其中一笔资产保证人无法提供相关的经营和财务信息，新世纪评级采取谨慎处理，不予增信。

图表 13. 入池资产账龄情况

账龄 (年)	资产笔数	资产笔数占比	金额 (万元)	金额占比
4.0-5.0 年 (不含 4 年)	13	33.33%	5205.27	8.61%
3.0-4.0 年 (不含 3 年)	5	12.82%	3135.55	5.19%
2.0-3.0 年 (不含 2 年)	2	5.13%	2483.98	4.11%
1.0-2.0 年 (不含 1 年)	7	17.95%	16381.23	27.10%
1.0 年以下 (含 1 年)	12	30.77%	33251.38	55.00%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

5. 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 3.53 年，最短、最长剩余期限分别为 0.38 年和 4.41 年，具体分布如下图所示：

图表 14. 资产剩余时间分布情况

资产剩余时间 (年)	资产笔数	资产笔数占比	金额 (万元)	金额占比
4.0-5.0 年 (不含 4 年)	10	25.64%	27646.83	45.73%
3.0-4.0 年 (不含 3 年)	9	23.08%	21985.78	36.37%
2.0-3.0 年 (不含 2 年)	2	5.13%	2483.98	4.11%
1.0-2.0 年 (不含 1 年)	5	12.82%	3135.55	5.19%
1.0 年以下 (含)	13	33.33%	5205.27	8.61%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

6. 入池资产利率类型分布情况

本期入池资产的利率类型以固定利率为主，固定利率类资产未偿本金余额占比为 86.20%。

图表 15. 入池资产的利率类型分布情况

类型	资产笔数	资产笔数占比	本金金额(万元)	金额占比
固定利率	21	53.85%	52116.59	86.20%
浮动利率	18	46.15%	8340.83	13.80%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人提供的资产池资产相关信息整理。

7. 入池资产现行利率区间分布情况

本期入池资产的现行利率所处区间以 6% 至 7% 为主，现行利率处于该

区间的入池资产未偿本金余额占比为 39.71%。

图表 16. 入池资产的利率区间分布情况

类型	资产笔数	资产笔数占比	本金金额(万元)	金额占比
(10%,11%]	13	33.33%	6022.58	9.96%
(9%,10%]	3	7.69%	1354.25	2.24%
(8%,9%]	6	15.38%	11012.93	18.22%
(7%,8%]	6	15.38%	11921.91	19.72%
(6%,7%]	9	23.08%	24009.79	39.71%
[5%,6%]	2	5.13%	6135.95	10.15%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人提供的资产池资产相关信息整理。

8. 入池资产租金支付频率情况

本期入池资产的租金支付频率以按季支付为主，按季支付的入池资产未偿本金余额占比为 63.36%。

图表 17. 入池资产的租金支付频率情况

类型	资产笔数	资产笔数占比	本金金额(万元)	金额占比
按季	28	71.79%	38307.07	63.36%
不等期	5	12.82%	14177.08	23.45%
按半年	3	7.69%	7173.17	11.86%
按月	3	7.69%	800.10	1.32%
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人提供的资产池资产相关信息整理。

9. 入池资产保证金占比分布情况

本期票据入池资产加权平均保证金占比为 8.82%，最大、最小保证金占比分别为 90.51%和 2.16%，具体分布如下图所示：

图表 18. 入池资产保证金占比分布情况

保证金占比	资产笔数	资产笔数占比	金额(万元)	金额占比
20%以上(不含)	15	38.46%	6295.80	10.41%
15%-20%(不含15%)	2	5.13%	1090.421654	1.80%
10%-15%(不含10%)	2	5.13%	2063.593364	3.41%
5%-10%(不含5%)	8	20.51%	19201.42444	31.76%
5%及以下	12	30.77%	31806.18549	52.61%

保证金占比	资产笔数	资产笔数占比	金额 (万元)	金额占比
合计	39	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

10. 入池资产承租人集中度情况

本期票据入池资产中，未偿本金余额排名前五位的承租人本金余额占资产池未偿本金余额的 39.18%，存在一定大额集中违约风险。

图表 19. 未偿本金余额排名前五的承租人情况

排名	未偿本金余额 (万元)	金额占比	承租人信用等级	资产等级	所属行业	剩余期限 (年)	所属地区
1	5604.55	9.27%	A _s	A _s	卫生	3.86	江西
2	4636.36	7.67%	A _s	AA _s	卫生	4.32	安徽
3	4581.53	7.58%	A _s	A ⁺ _s	卫生	4.41	黑龙江
4	4500.00	7.44%	BBB ⁺ _s	AA _s	卫生	4.29	江西
5	4366.91	7.22%	BBB _s	AA _s	水的生产和供应业	4.25	湖北
合计	23689.36	39.18%	—	—	—	—	—

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

具体来看，本期票据入池资产本金余额占比排名前五名的资产中，包含四家医院和一家供水公司。

未偿本金余额排名第一的承租人是一家位于江西省的二级甲等医院，该医院成立于 1950 年，占地面积 5 万平方米，是当地政府举办的集医疗、护理、急救、科研、教学及预防保健为一体的公益性综合医院，为当地最大医疗机构。该医院设有 22 个临床科室，9 个功能科室，员工人数合计为 555 人，其中医务人员 455 人，行政后勤人数 100 人，实际开放病床数 400 张。医院近年来发展较为稳定，门诊量及住院人数逐年增加，近三年收入稳定增长。

截至 2017 年末，该承租人总资产为 2.66 亿元，净资产为 0.71 亿元，2017 年实现医疗收入 1.29 亿元，本期结余-144 万元。

新世纪评级综合该承租人的行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，认为其偿债能力较好，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是一家位于安徽省的二级甲等综合性公立医院，该医院成立于 1980 年，该医院员工人数合计为 612 人，其中，医务人员 435 人，行政后勤人数 177 人，实际开放病床数 418 张。医院近年来按照三甲医院标准投资建设新院区，目前已正式投入使用，近期发展

势头较好。

截至 2017 年末，该承租人总资产为 4.30 亿元，净资产为 1.05 亿元，2017 年实现医疗收入 1.90 亿元，医疗结余 2886 万元。

新世纪评级综合该承租人的行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，认为其偿债能力较好，评定其主体信用等级为 **A_s** 级。

未偿本金余额排名第三的承租人是一家位于黑龙江省的一所集急诊急救、医疗预防、教学科研为一体的二级甲等综合性医院，该医院始建于 1942 年，目前医院员工人数合计为 524 人，设有 30 个医技科室，开放床位 550 张，2016 年门诊量 25.17 万人次，住院 1.51 万人次。2015-2017 年该医院医疗收入分别为 1.51 亿元、1.55 亿元和 1.82 亿元，近三年医疗收入稳定增长。

截至 2017 年末，该承租人总资产为 2.06 亿元，净资产为 1.29 亿元，2017 年实现医疗收入 1.82 亿元，结余-237 万元。

新世纪评级综合该承租人的行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，认为其偿债能力较好，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是一家位于江西省的二级甲等医院，该医院成立于 1936 年，2014 年之前是民营性质的医院，后龙南县人民政府将该院收归国有，对医院进行重新建设，力求未来 5 年将该院打造成三甲级别医院。该医院规模较大，占地 109 亩，员工人数合计为 493 人，其中医务人员 423 人，行政后勤人数 70 人，实际开放病床数 250 张。医院近年来发展迅速，2016 年门诊量 25.88 万人次，住院人数 0.7 万人次，收入随门诊量及住院人数增长而稳步增长。

截至 2017 年末，该承租人总资产为 2.16 亿元，净资产为 0.88 亿元，当年累计实现医疗收入 1.46 亿元，医疗结余 1168 万元。

新世纪评级综合该承租人的行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，认为其偿债能力一般，评定其主体信用等级为 **BBB_s⁺** 级。

未偿本金余额排名第五的承租人是一家位于湖北的从事城市供水业务的公司，成立于 2005 年 8 月，截至 2017 年末实收资本 664 万元，实际控制人为当地市国有资产管理局。该承租人为当地最大自来水公司，业务范围包括自来水生产、供应；供排水管材配件销售；给水管道设备安装与维修，排水管道设施安装与维修；污水处理厂、泵站维护及污水清淤处理；二次供水设备安装与维修；市政工程施工等。

截至 2017 年末，该承租人总资产为 8952 万元，所有者权益为 4442 万

元，2017 年实现营业收入 3390 万元，净利润 23 万元。

新世纪评级综合该承租人的股东背景、行业特征、竞争地位及其经营和财务状况，认为其偿债能力一般，评定其主体信用等级为 BBB_s 级。

11. 入池资产未偿本金余额分布情况

资产池单户承租人余额占资产池未偿本金余额比例情况如下图所示，未偿本金余额主要集中于 0.2-0.5 亿元(不含 0.3 亿)之间,余额占比为 67.94%。

图表 20. 资产金额分布情况

未偿本金金额	承租人户数	承租人户数占比	本金金额(万元)	金额占比
0.5-0.6 亿 (不含 0.5 亿)	1	2.86%	5604.55	9.27%
0.4-0.5 亿 (不含 0.4 亿)	4	11.43%	18084.81	29.91%
0.3-0.4 亿 (不含 0.3 亿)	3	8.57%	10363.31	17.14%
0.2-0.3 亿 (不含 0.2 亿)	5	14.29%	12624.65	20.88%
0.1-0.2 亿 (不含 0.1 亿)	4	11.43%	5439.27	9.00%
0.1 亿及以下(含)	18	51.43%	8340.83	13.80%
合计	35	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

12. 入池资产承租人地域分布情况

从地域分布情况来看，入池资产分布最多的五个省市是江西、内蒙古、河南、湖南和安徽，未偿本金合计占比为 60.15%，具体情况如下图所示。

图表 21. 承租人地域分布情况

地区分布	承租人户数	承租人户数占比	本金金额(万元)	金额占比
江西	5	14.29%	11358.60	18.79%
内蒙古	3	8.57%	7469.92	12.36%
河南	3	8.57%	7360.17	12.17%
湖南	3	8.57%	5382.05	8.90%
安徽	2	5.71%	4792.36	7.93%
黑龙江	1	2.86%	4581.53	7.58%
湖北	1	2.86%	4366.91	7.22%
云南	3	8.57%	3527.01	5.83%
吉林	1	2.86%	3478.16	5.75%
四川	8	22.86%	3460.60	5.72%
广西	1	2.86%	2300.34	3.80%
江苏	2	5.71%	1762.60	2.92%

地区分布	承租人户数	承租人户数占比	本金金额(万元)	金额占比
重庆	1	2.86%	428.57	0.71%
广东	1	2.86%	188.59	0.31%
合计	35	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

13. 入池资产承租人行业分布情况

本期票据所涉及入池资产的承租人包括学校、医院、公用事业等行业，按照国家标准行业二级分类，入池资产主要涉及卫生、水的生产和供应业、电力、热力生产和供应业和教育业，其中卫生行业承租人为 32 户，未偿本金占比为 86.95%；其余行业均只入池一户，余额占比均在 8% 以下。入池资产整体行业集中度极高。

图表 22. 承租人所处行业分布情况

行业	承租人户数	承租人占比	本金金额(万元)	金额占比
卫生	32	91.43%	52565.82	86.95%
水的生产和供应业	1	2.86%	4366.91	7.22%
电力、热力生产和供应业	1	2.86%	3237.88	5.36%
教育	1	2.86%	286.81	0.47%
合计	35	100.00%	60457.42	100.00%

资料来源：根据委托人所提供的相关信息整理。

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。

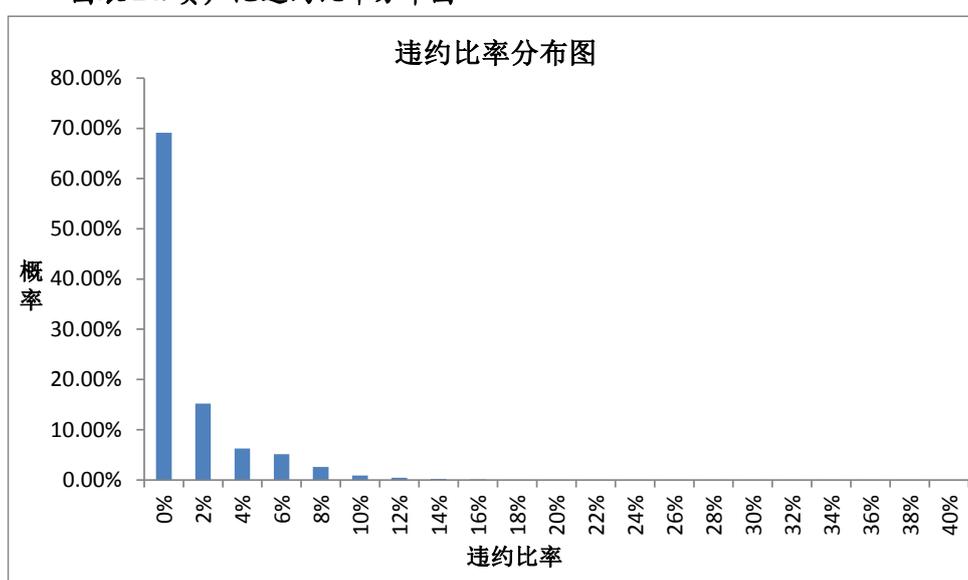
考虑到集中违约风险对资产池整体信用带来影响，新世纪评级对未偿本金余额占比较大、行业和地区集中度较高的承租人的违约概率假设给予适当的调整；在作回收率假设时，考虑的因素主要有资产担保方式、债权优先权以及保证人（若有）的担保性质、担保力度和抵质押物及其评估价值等；相关性假设的主要依据是行业、地区以及股东关联等情况。通过数百万次的蒙特卡洛模拟，可以得出资产池违约时间分布以及违约比率分布，进一步可计算出目标信用水平下的情景违约比率。

图表 23. 违约时间分布

时间	违约分布
第一年	29.67%
第二年	37.41%
第三年	21.11%
第四年	9.30%
第五年	2.51%
总计	100.00%

资料来源：新世纪评级蒙特卡罗模拟结果。

图表 24. 资产池违约比率分布图



资料来源：根据新世纪评级蒙特卡罗模拟结果。

图表 25. 情景违约比率

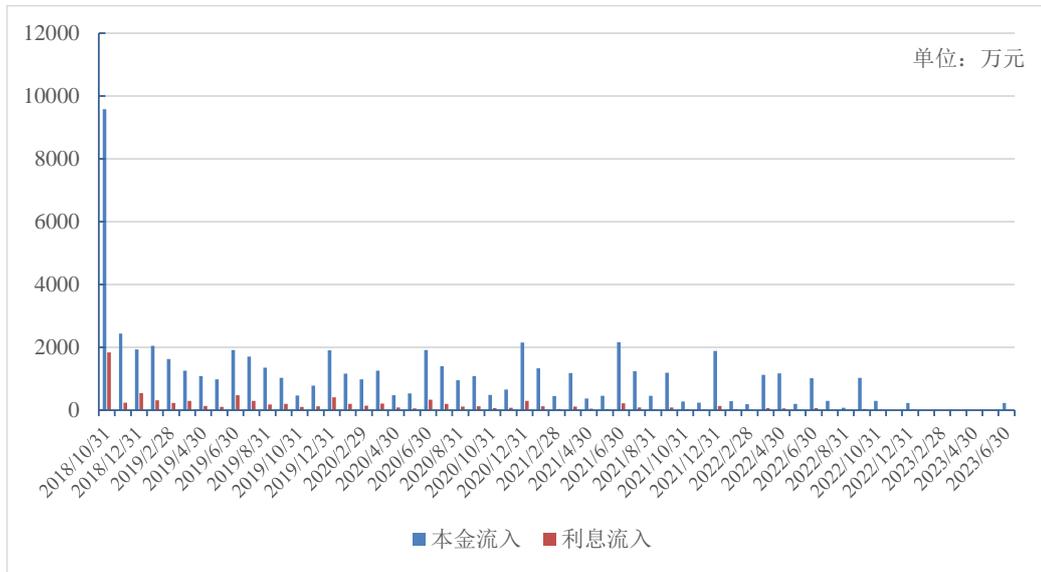
信用级别	情景违约比率(SDR)
AAA _{sf}	18.06%
AA _{sf}	14.98%

资料来源：新世纪评级蒙特卡罗模拟结果。

(二) 现金流分析

在假定承租人均按照合同正常还本付息的基础上，资产池现金流入如下所示。

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: 根据瑞华会所提供的相关信息整理。

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违约时间前置、利差缩小、回收率降低以及提前还款增加等。结果表明, 优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据能够通过压力测试, 其中优先 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⁵

压力条件	基准条件	加压幅度
回收率	28.40%	根据目标级别加压
回收周期	12 个月	12 个月
违约时间分布	第一年/第二年/第三年: 30%/40%/30%	第一年/第二年: 50%/50%
优先 A 级预期发行利率	A-1/A-2/A-3: 6.00%/6.20%/6.40%	利差减小 50 个 BP
优先 B 级预期发行利率	7.20%	利差减小 50 个 BP
提前还款率	5%	15%

注: 新世纪评级现金流压力测试假设条件。

⁵现金流分析及压力测试测算的预期计划成立日为 2018 年 10 月 20 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 BDR	AAA _{sf} 级情景 SDR	安全缓冲
基准条件	30.67%	18.06%	12.61%
利差缩减 50BP, 其他为基准	29.85%	18.06%	11.79%
回收率为 14.20%, 其他为基准	25.96%	18.06%	7.90%
回收率为 14.20%; 提前还款率为 15%; 利差缩减 50BP; 违约时间分布: 50%/50%	23.95%	18.06%	5.89%

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 BDR	AA _{sf} 级情景 SDR	安全缓冲
基准条件	19.69%	14.98%	4.71%
利差缩减 50 BP, 其他为基准	18.96%	14.98%	3.98%
回收率为 19.88%, 其他为基准	17.80%	14.98%	2.82%
回收率为 19.88%; 提前还款率 15%; 利差缩减 50 BP; 违约时间分布: 50%/50%	16.65%	14.98%	1.67%

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目标等级所需信用支持要求为 17.29%, 低于实际信用支持比例 20.61%; 优先 B 级资产支持票据获得目标等级所需信用支持要求为 13.52%, 高于实际信用支持比例 11.01%。优先 B 级资产支持票据无法通过目标级别下的集中违约测试, 优先 B 级资产支持票据的本息偿付依赖于三星医疗的差额支付承诺。

图表 30. 集中违约测试

信用级别	所需信用支持
AAA _{sf}	17.29%
AA _{sf}	13.52%

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（奥克斯租赁）

1. 概况

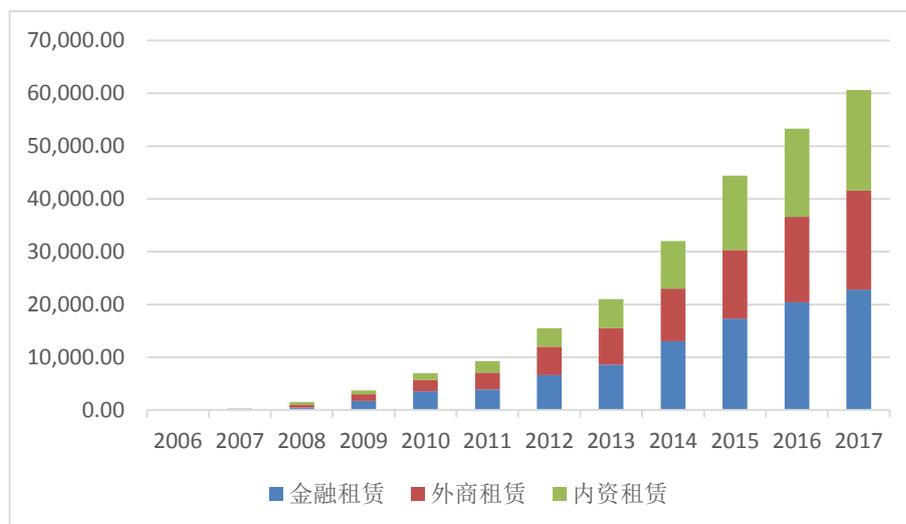
奥克斯融资租赁股份有限公司（以下简称“奥克斯租赁”）原名奥克斯融资租赁（上海）有限公司，于 2013 年 5 月在上海成立，是由奥克斯集团下属电力板块的宁波三星医疗电气股份有限公司（以下简称“三星医疗”）与三星电气（香港）有限公司（以下简称“三星电气香港”）共同出资设立的中外合资融资租赁企业。成立时注册资本为 2 亿元人民币，三星医疗为第一大控股股东。根据公司 2013 年 9 月 1 日董事会决议和章程修正案的规定，并经上海市商务委员会于 2014 年 1 月 28 日以沪商外资批【2014】324 号《市商务委关于奥克斯融资租赁（上海）有限公司更名》及以跨境人民币增资》文件批复，同意公司新增注册资本人民币 10 亿元，同意公司名称由奥克斯融资租赁（上海）有限公司变更为奥克斯融资租赁有限公司。2016 年 3 月，依据股东大会决议、修改后的公司章程，公司变更为股份有限公司，公司名称变更为奥克斯融资租赁股份有限公司。2018 年 5 月，公司直接控股股东三星医疗以货币形式对公司增资 3.00 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本 15.00 亿元，其中三星医疗持股比例为 64%，三星电气香港持股比例为 36%。

奥克斯租赁是一家中外合资融资租赁公司，奥克斯租赁立足奥克斯集团大医疗健康战略定位，依托奥克斯集团下辖的医疗健康产业板块，专注于医疗行业，并得到了奥克斯集团提供的人才和经验支持。

2. 租赁行业分析

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. 公司制度

奥克斯租赁按照公司法、《公司章程》的要求及自身特点建立了由股东大会、董事会、监事会和公司高级管理人员组成的经营决策体系。公司章程就股东大会、董事会、监事会及公司高级管理人员的权利与义务、人员组成、职责权限及议事规则等作出明确的规定。

股东大会是奥克斯租赁的最高权力机构。公司设董事会,对股东大会负责。董事会由 5 名董事组成,由公司股东提名,经股东大会选举产生。董事会设董事长 1 名,由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会。监事会由 3 名监事组成,其中股东代表监事 2 名,职工代表监事 1 名。监事会中的股东代表监事由股东大会选举产生;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,并直接进入公司监事会。公司设总经理 1 名,由董事会决定聘任或解聘。总经理对董事会负责。公司总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

奥克斯租赁建立了较为完备的业务部门和职能部门体系,基本可以满足公司日常管理和发展的需求。业务部门方面,公司按照租赁业务投放区域划分为中区、北区和南区三大业务部门。各业务部门负责该区域内的潜在业务开拓、组织尽职调查及项目报告上报、租后管理等工作。公司职能部门共 6

个，分别为资产管理部、风险管理部、战略运营部、财务管理部、资金管理部
和行政人事部。

在人员结构上，截至 2018 年 3 月末，奥克斯租赁共有员工 55 人，其中
业务部门人员 17 人、职能部门人员 38 人。公司总经理、业务总监及高级业
务经理通过市场化招聘而来，曾在远东国际租赁、平安租赁、海通恒信租赁
等行业内大型租赁公司任职，具有较为丰富的客户资源以及管理经验，能为
公司业务快速发展及搭建完善的风控体系提供支撑。

在资金管理方面，奥克斯租赁制定了《资金预算及计划管理办法》及《资
金管理办法》两项制度。财务部在公司管委会的管理框架下，遵照公司年度
资金预算管理要求，汇总各业务部和相关职能部门的资金预算申报信息，编
制公司年度资金预算，并按公司要求全程监控和评估各业务部年度资金预算
的执行情况。同时，财务部对各部门的季度资金计划执行情况进行监控、记
录，作为各部门在资金管理方向的绩效考核指标之一。

在风险管理制度体系方面，奥克斯租赁系统地规定了风险管理的原则、
目标、流程，并制定和施行了具体的管理制度和操作方法，包括《全面风险
管理办法》、《风险管理委员会工作制度》、《业务风险管控指引》、《授信风
险管理办法》和《资产分类管理办法》等。由于公司专注于医疗行业租赁，对
目标客户有清晰明确的标准，筛选标准覆盖承租人的个体及当地社会经济环
境的主要方面。

在风险管理体系方面，奥克斯租赁全面风险管组织架构体系包括：风险
管理委员会、风险管理主管部门以及各级风险管理主体。风险管理委员会由
公司总经理、副总经理和相关职能部室的负责人组成，负责组织推进公司全
面风险管理工作，研究、制定公司风险管理战略，明确风险管理总体目标，
并对重大风险事项决策进行研究和审议。风险管理主管部门为风险管理部，
风险管理部依据风险管理委员会授权，负责组织推动公司的全面风险管理工
作及相关体系建设，督促相关部门及时完善优化和实施各类风险管理制度，
并具体负责信用风险、法律风险等相关的制度和日常管理。各风险管理
主体根据功能定位及管辖范围，负责相关风险的管理工作，履行对相关风险
的管理职责。公司根据自身经营与管理的实际情况确定了风险管理重点内容，
内容包括战略风险、信用风险、操作风险、市场风险、流动性风险、法律风
险。

4. 业务竞争力

奥克斯租赁成立于 2013 年，得益于国内融资租赁行业良好发展环境、较为准确的市场定位以及股东的大力支持，公司租赁业务发展速度相对较快。2015-2017 年及 2018 年一季度，奥克斯租赁分别实现营业收入 2.58 亿元、3.41 亿元、4.20 亿元和 1.60 亿元。公司近三年营业收入复合增长率为 27.58%。

图表 35. 奥克斯租赁营业收入构成分析 (单位: 亿元, %)

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
融资租赁	2.17	84.24%	2.69	79.04%	3.08	73.41%	1.06	66.61%
咨询服务	0.41	15.71%	0.71	20.96%	1.04	24.67%	0.52	32.75%
其他业务	0.00	0.05%	0.00	0.00%	0.08	1.92%	0.01	0.64%
合计	2.58	100.00%	3.41	100.00%	4.20	100.00%	1.60	66.61%

资料来源：根据奥克斯租赁提供的数据整理

行业分布和客户结构方面，依托奥克斯租赁直接控股股东三星医疗和母公司奥克斯集团在医疗行业积累的丰富经验及公司经营团队成员长期从事与医疗行业融资租赁业务相关的经验和资源优势，公司将医疗行业作为业务核心拓展领域。公司定位的医疗行业的融资租赁需求包括两类，一类为面向各级公立医院和民营医院，通过融资租赁方式满足其对医疗设备等的购置、更新需求；另一类为以医疗机构为纽带，定位公共卫生相关的基础设施建设项目。在客户选择上，公司制定了严格的客户准入制度，原则上要求二甲及以上公立医院，至少存续经营 3 年以上，具有稳定的管理层，且上年度医疗收入大于 5000 万元，此外，医疗项目售后回租设备融资比不得超过 100%。2016 年以后，公司医疗租赁项目除设立了租赁标的物的抵质押权之外，一般要求当地最大城投公司进行保证担保。

2015 年至 2018 年 3 月末，公司医疗行业应收融资租赁款占应收融资租赁款总额的比例均超过 90%。公司租赁项目均采用售后回租模式，项目期限多在 3 年期以上，一般为 5 年期，项目单笔金额集中于 1000-5000 万元。

在人员配备方面，奥克斯租赁业务总监及其他管理人员大部分曾在远东国际租赁、平安租赁、海通恒信租赁等公司任职，积累了丰富的客户资源以及管理经验，能为公司业务快速发展及搭建完善的风控体系提供较大支持。

项目资金来源方面，除资本金外，奥克斯租赁主要通过关联方借款、银行借款和发行资产证券化产品满足其项目投放需求。截至 2018 年 3 月末，公

司银行借款⁶和应付 ABS 款⁷余额分别为 13.92 亿元和 17.29 亿元，占公司负债总额的比例分别为 29.11%和 36.15%。公司银行授信余额合计 14.79 亿元，已使用授信额度为 12.00 亿元，公司银行授信额度尚可。2016 年以来，由于租赁行业风险有所上升，部分银行收紧了对融资租赁公司的授信，未来需关注银行信贷政策变化对公司融资能力的影响。

5. 经营分析

奥克斯租赁主要从事融资租赁业务，并通过咨询服务费收入获取中间业务收入，2015 年以来，公司融资租赁业务收入占比逐年下滑，咨询服务收入稳步增长。近年来，公司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，租赁资金投放规模及租赁资产规模保持快速增长。

(1) 融资租赁业务

近年来，依靠奥克斯租赁清晰的客户定位及差异化发展思路，公司租赁资金投放规模及租赁资产规模保持快速增长，截至 2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司累计签约合同分别为 139 笔、209 笔、314 笔和 352 笔，累计合同金额分别为 38.48 亿元、56.47 亿元、88.71 亿元和 100.58 亿元；应收融资租赁款净值分别为 27.34 亿元、34.34 亿元、51.35 亿元和 59.11 亿元，公司近三年应收融资租赁款净值（含一年内到期的应收融资租赁款）复合增长率达 37.07%。从新增业务行业分布来看，公司以医疗行业为业务发展核心领域。近年来，公司医疗板块业务保持稳步发展，2015-2017 年及 2018 年一季度，医疗板块签订项目分别为 55 笔、68 笔、98 笔和 37 笔，占当年签订合同项目比重分别为 100.00%、97.14%和 93.33%和 97.37%；医疗项目合同金额分别为 14.14 亿元、17.29 亿元、30.04 亿元和 11.57 亿元，占当年合同金额的比重分别为 100.00%、96.11%、93.18%和 97.47%。在开展医疗行业融资租赁的同时，公司还少量从事制造业板块、公用事业板块和教育板块融资租赁业务，并通过产融结合及医疗创新业务，使收入更加多元化并增加客户粘性。

⁶ 包括一年期以内到期的银行借款。

⁷ 该公司发行租赁 ABS 产品不满足出表要求，故相关产品募集资金仍计入负债。

图表 36. 奥克斯租赁业务分布情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 一季度
签订租赁合同数 (笔)	55	70	105	38
其中: 医疗板块 (笔)	55	68	98	37
公用事业板块 (笔)	0	2	7	1
合同金额 ⁸ (亿元)	14.14	17.99	32.24	11.87
其中: 医疗板块 (亿元)	14.14	17.29	30.04	11.57
公用事业板块 (亿元)	0.00	0.70	2.20	0.30

资料来源: 根据奥克斯租赁提供的数据整理

图表 37. 奥克斯租赁应收融资租赁款⁹净额的行业分布 (单位: 亿元, %)

业务类别	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年一季度	
	净额	占比	净额	占比	净额	占比	净额	占比
医疗	26.68	97.62%	33.45	97.41%	48.69	94.82%	56.48	95.55%
公用事业	0.00	0.00%	0.63	1.83%	2.52	4.91%	2.54	4.30%
其他	0.65	2.38%	0.26	0.76%	0.14	0.27%	0.09	0.16%
合计	27.33	100.00%	34.34	100.00%	51.35	100.00%	59.11	100.00%

资料来源: 根据奥克斯租赁提供的数据整理

奥克斯租赁的业务模式主要采用售后回租, 租赁期限一般为 5 年。目前尚未开展直租业务, 下一步公司将准备逐步开展直租业务。从客户集中度看, 截至 2016-2017 年末及 2018 年 3 月末, 奥克斯租赁最大五家单一客户应收融资租赁款净额合计占比分别为 13.30%、12.81%和 10.67%, 其中最大单一客户应收融资租赁款净额占比分别为 2.80%、3.40%和 2.77%, 客户集中度呈下降趋势。公司前五大客户均为医院, 各承租人业务发展前景尚可, 偿债能力较有保障。虽然目前宏观经济仍存在较多不确定性, 但考虑到医疗行业系弱经济周期行业, 医院良好的现金流状况使得公司此类项目信用风险管理仍处于较适中水平, 风险相对可控。

从地区分布来看, 奥克斯租赁目前的租赁业务在全国各地区均有分布, 目前公司内部将市场划分为北区、中区、南区三部分。其中北区主要包括黑龙江、辽宁、吉林、内蒙、河北及北京等地; 中区包括安徽、江西、浙江、江苏、湖南、湖北及河南等地; 南区包括云南、贵州、四川、重庆、福建及广东等地。近年来, 公司北区和南区的新增投放较多, 一方面, 区域集中度有一

⁸ 只含本金。

⁹ 含一年以内到期的应收融资租赁款, 下同。

定增加；另一方面，新增投放中部分区域经济和财力面临压力的情况，将持续挑战公司的信用风险能力。

(2) 咨询服务费收入

作为综合医疗服务的一部分，奥克斯租赁根据客户具体的需求定制综合咨询服务，根据承租人融资需求提供融资方案，并通过融资租赁方式提供承租人所需资金。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司咨询服务业务分别实现营业收入 0.41 亿元、0.71 亿元、1.04 亿元和 0.52 亿元，占营业收入的比值分别为 15.71%、20.96%、24.67% 和 32.75%。

行业咨询方面，奥克斯租赁通过分析客户经营所在地区的竞争格局来决定可为客户实现最大经济利益的解决方案；在综合客户的客户基础、同一区域内竞争对手及该区流行的各种疾病的背景下，分析其所提供服务的现有实力及不足。融资咨询方面则包括针对融资选择、现金管理及相关购置或租赁资产营运提供建议；公司拥有先进的融资分析及风险管理能力，能够向客户呈列多种融资方法的成本及相关风险情况，以及提供可取得最大经济收益的设备融资及经营设备的最佳方法。

6. 财务分析

立信会计师事务所对奥克斯租赁的 2015 年至 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，2018 年一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，奥克斯租赁经审计的合并口径资产总计为 54.84 亿元，所有者权益为 17.07 亿元，应收融资租赁款净值为 51.35 亿元，应收融资租赁款不良率 0.44%；当期实现营业收入 4.20 亿元，净利润 1.87 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 3.59 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -17.76 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 14.76 亿元。

截至 2018 年 3 月末，奥克斯租赁未经审计的合并口径资产总计为 65.62 亿元，所有者权益为 17.80 亿元，应收融资租赁款净值为 59.11 亿元，应收融资租赁款不良率 0.38%；当期实现营业收入 1.60 亿元，净利润 0.72 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 1.67 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -7.60 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 5.48 亿元。

(1) 盈利能力

自成立以来，奥克斯租赁营业收入及净利润随着业务发展稳步上升，

2015-2017 年度及 2018 年一季度，公司营业收入分别为 2.58 亿元、3.41 亿元、4.20 亿元和 1.60 亿元；净利润分别为 1.26 亿元、1.86 亿元、1.87 亿元和 0.72 亿元。公司各项盈利指标波动相对稳定，其盈利稳定性程度尚可。

图表 38. 奥克斯租赁盈利能力情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年一季度
营业收入	2.58	3.41	4.20	1.60
拨备前利润 ¹⁰	1.53	2.14	2.47	0.95
净利润	1.26	1.86	1.87	0.72
平均资产回报率	4.94	5.60	4.06	-
平均资本回报率	9.65	13.04	11.57	-
净利息收益率 ¹¹	7.53	7.85	6.32	-

资料来源：根据奥克斯租赁提供的数据整理

（2） 现金流分析

2015-2017 年及 2018 年一季度，奥克斯租赁经营活动现金流量净额分别为 1.95 亿元、3.09 亿元、3.59 亿元和 1.67 亿元。经营活动现金流量净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 年及 2018 年一季度，奥克斯租赁投资活动产生的现金流量净额分别为-7.63 亿元、-7.22 亿元、-17.76 亿元和-7.60 亿元。同期奥克斯租赁筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.52 亿元、4.82 亿元、14.76 亿元和 5.48 亿元。近年来，公司业务发展较快，通过银行借款和发行资产证券化产品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

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，奥克斯租赁资产总额分别为 29.41 亿元、37.14 亿元、54.84 亿元和 65.62 亿元。从资产质量方面来看，公司所承接融资租赁项目质量相对较高，且自身风险控制措施较到位，公司资产质量保持良好。同期末公司不良类应收融资租赁款分别为 0.00%、0.80%、0.44% 和 0.38%，随着业务规模的不断扩大，近年来不良率有所上升。同期末关注类资产占比分别为 4.53%、5.50%、2.61% 和 0.47%。考虑到关注类租赁资产质量易受经济波动影响，我们将密切关注此类资产质量的迁徙趋势。

¹⁰拨备前利润=营业利润+资产减值损失。

¹¹净利息收益率=（利息收入-利息支出）/应收融资租赁款年初年末平均余额

图表 39. 奥克斯租赁应收融资租赁款五级分类情况 (单位: %)

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年一季度
正常	95.47%	93.70%	96.95%	99.15%
关注	4.53%	5.50%	2.61%	0.47%
不良类	0.00%	0.80%	0.44%	0.38%
其中: 次级	0.00%	0.50%	0.21%	0.19%
可疑	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
损失	0.00%	0.30%	0.22%	0.19%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注: 根据奥克斯租赁提供的数据整理

(4) 资本与杠杆

奥克斯租赁资本构成主要为资本金, 截至 2018 年 3 月末, 公司股东权益合计 17.80 亿元, 其中资本金 12.00 亿元。杠杆水平方面, 由于公司资本实力尚可, 且成立时间相对较短, 业务尚处于发展期, 因此杠杆相对较低, 财务弹性相对较大。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末, 公司资产负债率分别为 54.62%、59.05%、68.87% 和 72.88%; 风险资产放大倍数分别为 2.07 倍、2.28 倍、3.03 倍及 3.55 倍, 未来随着业务快速发展, 仍需关注公司资本补充情况。

图表 40. 奥克斯租赁资本与杠杆情况 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
总资产 (亿元)	29.41	37.14	54.84	65.62
其中: 风险资产 (亿元)	27.58	34.65	52.06	62.47
总负债 (亿元)	16.06	21.93	38.14	47.83
其中: 银行借款 (亿元)	8.47	6.71	11.60	13.92
资产负债率 (%)	54.62	59.05	68.87	72.88
风险资产放大倍数 (倍)	2.07	2.28	3.03	3.55

资料来源: 奥克斯租赁

注: 风险资产放大倍数 = (总资产 - 货币资金) / 股东权益

7. 公司过往债务履约情况

根据奥克斯租赁 2018 年 6 月 5 日的《企业信用报告》, 公司经营正常, 无债务违约情况发生。

8. 外部支持

奥克斯租赁的第一大股东为三星医疗。三星医疗通过对奥克斯租赁提供

一定金额的往来借款、对外担保支持、介绍再融资渠道等对奥克斯租赁进行一定的融资方面的支持，同时董事长与财务总监为三星医疗委派，提供一定程度监督与管理指导支持。奥克斯集团下辖的医疗健康产业板块能够与专注于医疗行业租赁的奥克斯租赁形成优势互补，提供人才和经验的支持。截至2018年3月末，公司短期借款余额为1.71亿元，均为三星医疗担保借款；公司长期借款余额（含一年内到期的长期借款）共计9.89亿元，其中1.92亿为三星医疗开具保函的欧元外债。

总体来看，奥克斯租赁股东背景较好，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的角色。

（二）差额支付承诺人（三星医疗）

1. 概况

三星医疗前身宁波三星仪表有限公司成立于2007年2月，是经宁波市鄞州区对外贸易经济合作局甬鄞外资〔2007〕016号和宁波市人民政府颁发的商外资甬资字〔2007〕022号批准，由宁波三星集团股份有限公司¹²（以下简称“三星集团”）和奥泰有限公司（以下简称“奥泰公司”）共同设立的中外合资企业，初始注册资本为1000万港元。同年10月，三星集团和奥泰公司分别将其持有的股权全部转让于自然人郑坚江和其控股的奥克斯集团有限公司（以下简称“奥克斯集团”或“集团”），股权转让后，公司实际控制人变更为郑坚江，企业性质变更为内资企业，注册资本也由1000万港元按各出资方实际出资到账之日的汇率折算为973.095万元人民币。

后经奥克斯集团、宁波高胜投资有限公司、郑坚江、郑江¹³、王文杰发起，对三星医疗进行增资及股份制改制，2008年公司变更为股份公司，更名为宁波三星电气股份有限公司，注册资本增至1亿元。

2009年三星医疗实施股权激励计划后，奥克斯集团、郑坚江、郑江、王文杰共持有公司90%股权，何锡万¹⁴、黄龙飞等23名管理人员及业务骨干共计持有10%股权。2011年5月，经中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）证监许可〔2011〕778号文批准，公司首次公开发行成功（601567.SH），注册资本增至2.67亿元。2015年10月，经公司申请，并经上海证券交易所同意，公司中文名称由“宁波三星电气股份有限公司”变更为现名（证券代

¹²实际控制人为郑坚江。

¹³郑江为郑坚江弟弟。

¹⁴郑坚江为何锡万妹夫。

码：601567；证券简称：三星医疗）。经过历年的资本公积转增股本、股权激励和定增计划¹⁵，截至 2018 年 3 月末，公司实收股本增至 14.27 亿元，郑坚江直接及通过奥克斯集团间接持有公司合计 48.55% 股份，仍为公司实际控制人。

三星医疗主要从事电能计量及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售。目前公司已在宁波、上海、杭州、南京、香港等地设立多个生产和研发基地，电力产品行业具有较明显的市场地位，在国家电网招标中中标率连续多年位居前列。在巩固主业基础上，近年来公司还通过新建及并购子公司进入融资租赁以及医疗卫生领域，扩大业务规模

2. 产权状况

截至 2018 年 3 月末，自然人郑坚江以及其控股的奥克斯集团合计持有三星医疗 48.55% 的股权，为公司实际控制人。

奥克斯集团成立于 2001 年 6 月，2018 年 3 月末注册资本 8.50 亿元，自然人郑坚江通过宁波元兴实业投资有限公司（以下简称“元兴实业”）和宁波元和电器科技有限公司（以下简称“元和电器”）间接控股奥克斯集团。奥克斯集团旗下有 2 家上市公司（601567SH、02080HK），5 家高新技术企业，拥有 1 个国家级企业工程技术中心、1 个国家级博士后工作站及 2 个国家级认证认可实验室。截至 2018 年 3 月末，奥克斯集团已累计获得授权专利 2842 项，其中发明专利 265 项，使用新型专利 1924 个，制定国家标准 77 个，行业标准 13 个，连续多年位列“中国企业 500 强”。

2017 年末，奥克斯集团资产总额 357.15 亿元，负债总额 249.85 亿元。近年来奥克斯集团各业务板块经营良好，业务规模逐年扩大，2017 年实现营业收入 247.63 亿元，较上年同期增长 47.06%，净利润 13.73 亿元，较上年同期增长 23.94%。奥克斯集团已形成智能电力设备、家用电器、地产、医疗健康、金融等几大业务板块，其中空调和电气两项业务合计收入占公司营业收入的比重超过 90%，是奥克斯集团收入和利润的主要来源。公司空调业务的经营主体为奥克斯空调有限公司（简称“奥克斯空调”），2016 年末，奥克斯空调资产总额 79.56 亿元，负债总额 55.13 亿元，当年实现营业收入 110.89，净利润 3.73 亿元。电气业务的经营主体为三星医疗，2017 年末，三星医疗资产总

¹⁵2015 年 3 月，经中国证监会批复同意，公司向郑坚江、郑江、蒋盈等七名特定对象非公开发行 0.70 亿股股份，扣除发行费用后，共募集资金 6.11 亿元。2016 年 5 月，经中国证监会批复同意，公司向鹏华资产管理（深圳）有限公司、中欧盛世资产管理（上海）有限公司等五名特定对象非公开发行 2.20 亿股股份，扣除发行费用后，共募集资金净额 29.65 亿元。

额 127.10 亿元，负债总额 51.26 亿元，当年实现营业收入 53.68 亿元，较上年增长 9.08%，净利润 8.92 亿元，较上年增长 12.71%。

3. 运营管理

(1) 管理架构/模式

三星医疗根据业务与行政管理的需要设置了相应的职能部门，各部门职责分工明确，协作顺畅，较好地实现了对资金、采购以及工程管理等的统一管理。

(2) 经营决策机制与风险控制

为确保经营管理目标的实现，提高内部管理控制效率及质量，三星医疗逐步建立健全内部控制制度体系，目前内控制度已涵盖财务、投融资、对外担保及子公司管理等方面。

在财务管理方面，三星医疗制定了财务管理制度，覆盖了财务核算、内部财务审核、货币资金管理以及成本费用管理等方面，以规范公司财务行为，加强财务管理和经济核算。在资金管理方面，公司对货币资金的收支建立了较为严格的授权审批程序。

对控股子公司的管理来看，三星医疗根据子公司的业务板块特性和股权关系、战略地位、与公司主营业务的关联度及盈利能力等要素，对子公司实施分类管理，并结合其实际运作需要，制定相应的管控权责体系。按照内部控制制度，公司通过委派董事、监事和关键管理人员对子公司的日常经营进行管理。

(3) 投融资及日常资金管理

在投融资管理方面，三星医疗规定了对外投资的决策程序和审批权限。其中，长期投资项目在初步评估及编制可行性研究报告后均须提交公司股东会议研究，发行债券和股票事项也须由股东会批准，其他情况则依据交易金额由股东会和经理在各自权限范围内进行决策。

在对外担保方面，三星医疗为有效防范总部及下属公司对外担保风险，制订了《对外担保管理制度》，对公司对外担保的范围、形式、对象及限额均有严格的要求。公司近三年来一直未提供对外担保。

4. 经营状况

三星医疗核心主业为电力配套产品业务，凭借技术优势，目前已在行业

内积累了较强的竞争优势，中标量连续多年位于前列，但产销情况受电网公司招标情况影响较为明显。得益于主业的稳步发展，公司经营规模逐步扩大、盈利能力保持增长态势。在稳定主业基础上，公司近年来开始涉足租赁及医疗卫生事业，实现了业务的快速拓展。但公司目前新领域投资力度大，且医疗卫生业务投资回报期长，对公司管理模式、人才储备、市场开拓及资金等方面均带来了较大压力。

三星医疗核心业务为电力配套产品的生产、研发和销售，采用横向规模化扩张的发展模式，产品覆盖智能电能表、普通电子式电能表、用电管理智能终端、变压器及开关柜和箱式变电站等。凭借多年的技术积累，公司在行业内已形成了明显的竞争优势，电网中标量连续多年位居行业前列。近年来，公司电力配套产品主要受益于公司对非电网销售渠道的积极拓展，营业收入呈增长趋势，为公司最主要的收入利润来源。但受电网公司招标数量限制的影响，电力配套产品收入规模增幅受限，收入占比持续下降。

图表 41. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/ 核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
智能电能表、变压器、配电设备等	电气设备	国内	横向规模化	规模/成本/管理/技术
民营医院	医疗	国内	横向规模化	资本/资源/管理
融资租赁	非银金融	国内	横向规模化	规模/资本/管理

资料来源：三星医疗

近年来，三星医疗积极推进战略转型，在稳定主业的基础上，切入租赁及医疗服务行业。其中，公司租赁业务收入持续上升，但规模仍较小。2015年，公司通过收购宁波明州医院有限公司（简称“明州医院”）开始涉足医疗领域，并形成了一定的业务收入，现已成为公司收入来源之一。

图表 42. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年	2017 年
					第一季度	第一季度
营业收入合计		41.58	49.22	53.68	11.52	9.26
电力配套业务	金额	34.15	39.57	41.04	7.24	6.82
	占比	82.13	80.40	76.45	62.86	73.65
其中：（1）电能表及终端产品	金额	20.94	23.92	25.26	4.66	4.13
在核心业务收入中所占比重（%）	占比	61.32	60.45	61.56	64.39	60.56

(2) 变压器及开关柜	金额	8.52	9.53	10.69	2.58	1.53
在核心业务收入中所占比重 (%)	占比	24.95	24.08	26.04	35.61	22.43
租赁业务	金额	2.58	3.41	4.20	1.62	0.90
	占比	6.20	6.93	7.82	14.07	9.72
医疗业务	金额	4.85	6.24	8.45	2.66	1.54
	占比	11.66	12.68	15.73	23.07	16.63

资料来源：三星医疗

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 41.58 亿元、49.22 亿元和 53.68 亿元。从营业收入构成上看，电力配套业务仍为公司主要收入来源，同期分别为 34.15 亿元、39.57 亿元和 41.04 亿元，在综合业务收入中占比分别为 82.13%、80.40% 和 76.45%

(1) 电力配套业务

该公司电力配套产品主要由电能表及终端产品和变压器及开关柜两部分构成，其中电能表及终端产品销售金额占比维持在 60% 以上。

1) 成本

三星医疗实行集中采购模式，依据生产计划及库存情况等因素确定原材料的采购数量。由于公司产品线较丰富，涉及原材料品种多，公司需要维持一定的物料库存水平¹⁶。公司电能表及终端产品的原材料主要由集成电路、各种电子元器件及结构件等组成，其中电子元器件包括变压器、液晶显示器、电路板及继电器等，结构件主要包括端钮盒、罩壳及底壳等。公司电子元器件等原材料直接从国内电子元器件制造商处采购。公司目前建立了较完善的供应商管理评估制度，定期评估合作方，并与部分资信较好的供应商建立了长期合作关系以稳定采购渠道。由于我国电子元器件行业属于完全竞争行业，市场供应较为充足，因此公司依托于规模优势而具备一定的议价能力。2015-2017 年，电能表产品前五大供应商采购金额占该产品采购总额的比重分别为 26.59%、19.92% 和 25.26%，集中度相对较小。从实际采购请款来看，近三年主要原材料价格呈波动态势，成本控制情况尚可。

从结算方式来看，三星医疗主要以先货后款为主，账期一般在 3 个月以内。其中约 60% 采用票据（以银行承兑汇票为主）结算，40% 采用现汇结算。

¹⁶ 2015-2017 年，该公司存货中原材料余额分别为 0.87 亿元、1.44 亿元和 1.74 亿元，占存货金额比例分别为 19.87%、27.19% 和 29.44%。

2) 规模

基于产品计量属性的要求，电能表对精密度要求较高。同时，电能表生产还涉及微电子技术、计算机技术、通信技术等多个领域，对生产企业有一定的技术要求。三星医疗注重技术研发，在高精度电能表计量技术、网络通信技术、电力电子应用技术和产品可靠性等方面积累了较为丰富的研发经验，技术创新是公司的核心竞争力。截至 2017 年末，公司共拥有仪器仪表行业相关专利 399 项，其中发明专利 40 项。此外，公司每年保持一定的研发支出，2015-2017 年分别为 1.62 亿元、1.78 亿元和 2.06 亿元，分别占当年营业收入的 3.89%、3.62% 和 3.84%。

三星医疗电力配套产品主要为电能计量及信息采集产品和配电设备等标准小型设备，具有单笔订单生产数量较多，单件价格较稳定等特征。公司基本采取“以销定产”的生产模式，除储备少量常规产品外，其余完全根据市场订单安排生产。

三星医疗电能计量及信息采集产品的主要产品包括普通电子式电能表、智能电能表以及用电信息管理智能终端系统等。其中，智能电能表产能、产量最大；普通电子式电能表次之。受益于非电力系统客户的开发，公司智能电能表产能利用率较充分。但 2017 年以来，南方电网由采购普通电子式电能表为主切换为采购智能电能表为主，当年公司普通电子式电能表产销量显著下滑，产能利用率不足。此外，用电管理智能端产品受公司在国家电网招标中中标量下滑影响，产销量呈下滑趋势。

图表 43. 公司 2015 年以来电能计量及信息采集产品产能及利用情况

项目名称		2015 年	2016 年	2017 年
智能电能表	产能 (万台)	830.00	830.00	830.00
	产量 (万台)	650.00	657.21	852.54
	产能利用率	78.31%	79.18%	103.00%
普通电子式电能表	产能 (万台)	830.00	830.00	830.00
	产量 (万台)	519.00	612.69	360.09
	产能利用率	62.53%	73.82%	43.38%
用电管理智能终端	产能 (万台)	20.00	20.00	20.00
	产量 (万台)	22.42	12.98	10.18
	产能利用率	110.10%	64.90%	50.90%

资料来源：三星医疗

图表 44. 公司 2015 年以来配电设备产品产能及利用情况

项目名称		2015 年	2016 年	2017 年
变压器	产能 (万千伏安/年)	720.00	800.00	1000.00
	产量 (万千伏安)	704.00	660.00	675.00
	产能利用率	97.78%	91.67%	67.50%
箱式变电站	产能 (台)	1500.00	1800.00	2200.00
	产量 (台)	1249.00	1755.00	2183.00
	产能利用率	83.27%	97.50%	94.68%

资料来源：三星医疗

3) 管理

三星医疗电能表产品销售主要以直销为主，主要通过参与招标形式获取电力系统订单，下游客户主要为国家电网公司、南方电网公司及其下属企业、地方电网公司等，销售金额占公司收入的 60%-70%，公司产销情况较易受到电网公司招标情况影响。从市场角度看，公司在国网、南网统一招标体系内，中标量已连续多年位列第一，但中标占有率仅在 5% 左右。2015-2017 年，公司智能电能表分别实现销售 675.93 万台、681.15 万台和 829.15 万台，其中 2017 年销量增幅显著主要系南网统招及省招量增加所致。此外，普通电子式电能表及用电管理智能终端 2017 年销量均出现下滑，主要系南方电网采购向智能表切换所致。

图表 45. 公司电能计量及信息采集主要产品销售情况

项目名称		2015 年	2016 年	2017 年
智能电能表	销量 (万台)	675.93	681.15	829.15
	单价 (元/个)	175.81	155.77	167.22
	产销率	104.00%	103.64%	97.26%
普通电子式电能表	销量 (万台)	501.00	604.51	330.34
	单价 (元/个)	103.39	118.14	120.01
	产销率	96.53%	98.67%	91.74%
用电管理智能终端	销量 (万台)	22.98	13.52	9.82
	单价 (元/个)	619.16	723.70	803.58
	产销率	104.55%	104.16%	96.45%

资料来源：三星医疗

在配电设备产品销售方面，三星医疗客户除国网、南网、内蒙古电力公司、部分相对独立的地方电力公司等电力系统用户以外，主要分布于大型工矿企业、房地产开发企业及市政工程等需要自行建设配电设施的非电力系统单位。目前通过非电力系统渠道销售的产品总量占产品销售总量的 70%，销

售区域主要集中于浙江、湖南、江苏、广东、贵阳等地。

得益于非电网系统客户的开发，三星医疗配电设备主要产品 2017 年销量均显著增加。2017 年，公司配电设备产品前五大销售客户¹⁷占该业务营业收入的比重为 26.39%，占比较上年增加 4.95 个百分点。

图表 46. 公司配电设备主要产品销售情况

项目名称		2015 年	2016 年	2017 年
变压器	销量 (万千伏安)	546.00	522.00	575.00
	单价 (元/千伏安)	97.00	93.10	94.38
	产销率	77.56%	82.50%	85.19%
箱式变电站	销量 (台)	1,259.00	1,640.00	2,244.00
	单价 (元/台)	145,790	136,782	136,743
	产销率	100.80%	93.45%	102.79%

资料来源：三星医疗

在加强与各级电网公司合作关系基础上，三星医疗进一步加大营销网络覆盖范围，拓展海外业务。2012 年公司成为国内首家通过欧盟 MID 认证的智能电表制造企业。目前已与德国、俄罗斯、巴西及印尼等 50 多个国家和地区的合作伙伴建立了稳固的长期战略合作关系，并逐步形成东南亚、中东、非洲、南美及东欧等九大海外战略中心，进行电能表产品的市场拓展，下游客户主要为当地的电力公司。2015-2017 年，海外市场实现销售收入分别为 1.81 亿元、4.40 亿元和 5.38 亿元，占公司当年营业收入的比重分别为 4.35%、8.93% 和 10.01%，海外市场收入占比持续增长。随着海外业务拓展力度的加强，公司面临一定的汇率风险、环境保护政策、地缘政治风险等跨国经营风险。公司目前主要通过实行发货计提风险金和向中信保投保（毛利率 > 1-赔付比例）等方式来规避风险。

(2) 租赁业务

三星医疗的租赁业务的运营实体为奥克斯租赁，详见上文奥克斯租赁的相关介绍。

(3) 医疗板块

2015 年初，三星医疗投资 1 亿元成立宁波奥克斯医疗投资管理有限公司（现更名为宁波奥克斯医疗集团有限公司，简称“奥克斯医疗集团”）作为医

¹⁷公司配电设备前五大销售客户分别为国网河南省电力公司、贵州电网有限责任公司毕节供电局、国网浙江省电力公司物资分公司、广州供电局有限公司、国网湖南省电力公司物资公司。

疗卫生事业板块运营主体。同年4月奥克斯医疗集团通过新成立子公司——宁波奥克斯医院投资管理有限公司¹⁸（以下简称“医院投资”）以现金8亿元收购了关联方奥克斯集团及三星集团分别持有的明州医院98%和2%股权，开始涉足医疗领域。

目前，三星医疗主要通过新建或并购模式发展医疗体系。截至2017年末，公司新建或并购的医院有5家，由于投入较大，预计投资回报周期普遍较长。公司医院收入主要来自门诊费、住院费和手术费，其中住院费占比最高。成本费用主要由人员费用、采购药品费用和医用耗材构成，其中人员费用占比最高。公司医疗板块收入近年来增长较快，2015-2017年分别实现收入4.85亿元、6.24亿元和8.45亿元。医疗板块毛利率较稳定，同期分别为30.52%、28.41%和28.80%。

图表 47. 近年来公司主要运营的医院主体情况（单位：亿元、个、万人次）

名称	取得时间	注册资本	持股比例	医院属性	2017年就诊人次	是否纳入医保	已投资	2017年累计回报	预计投资回报周期
宁波明州医院有限公司	2015.04	6.50	100%	综合	77.16	是	6.50	2.30	5年
浙江明州康复医院有限公司 ¹⁹	2017.11	0.50	100%	专科	0.39	是	0.60	0.15	5年
宁波鄞州明州人门诊部有限公司 ²⁰	2015.05	0.05	100%	专科	0.40	是	0.13	-0.09	10年
温州市深蓝医院有限公司 ²¹	2017.11	0.10	100%	专科	4.20	否	0.91	-0.05	10年
湖州新浙北综合门诊部有限公司	2015.12	0.13	51%	专科	4.68	是	0.22	0.11	10年

资料来源：三星医疗

三星医疗在加强现有医院经营管理的同时，加快医疗产业投资并购步伐，重点发力综合医院及康复、妇儿、体检等专科医院。2015年5月，子公司宁波奥克斯投资管理有限公司（简称“奥克斯投资”）投资1.90亿元，与宁波开云股权投资管理有限公司、工银瑞信投资管理有限公司、宁波开云丰铭股权投资合伙企业（有限合伙）共同发起设立宁波奥克斯开云医疗投资合

¹⁸主要定位于省会城市和副省级及计划单列市（有特殊医疗资源和特殊扶持政策的除外）医院的投资与并购。

¹⁹ 实际支付并购金超过预计并购资金。

²⁰ 明州人主营体检业务，2017年因更新设备实际投入超过计划投入，目前采取低价竞争策略，当年收益略有亏损。

²¹ 并购时间较短且并购时正值体检淡季，所以当年产生亏损

伙企业²²（有限合伙，简称“开云基金”）。开云基金专门从事医疗机构和相关领域企业的并购或新建，待投资标的达到一定的盈利标准后，优先由三星医疗定向收购，完成基金退出。截至 2017 年末，开云基金在投项目 9 个，累计签约投资额 6.20 亿元，实际投放资金 2.78 亿元，主要投资方向定位为康复专科医院，由于大多处在经营初期或在建期，所投项目暂未产生收益。

图表 48. 截至 2017 年末开云基金签订投资意向或实际投资情况（单位：万元）

企业名称	性质	持股比例	签约日期	合同金额	实到金额	项目状态
重庆明州康复医院有限公司	专科医院	80.00	2017-10-23	0.50	0.00	在建
南昌明州康复医院有限公司	专科医院	80.00	2017-06-22	0.50	0.00	在建
南京明州康复医院有限公司	专科医院	80.00	2017-11-20	0.50	0.00	在建
常州明州眼科医院有限公司	专科医院	80.00	2015-05-14	0.35	0.28	在营
泰州明州康复医院有限公司	专科医院	80.00	2017-12-14	0.50	0.00	在建
常州明州康复医院有限公司	专科医院	80.00	2017-12-28	0.50	0.00	在建
杭州明州脑康康复医院有限公司	专科医院	78.21	2017-09-29	0.85	0.00	在建
湖州浙北明州医院有限公司	综合医院	100.00	2016-02-05	2.00	2.00	在营
杭州明州医院有限公司	综合医院	100.00	2015-09-29	0.50	0.50	在营
合计	-	-	-	6.20	2.78	-

资料来源：三星医疗

随着我国人口老龄化及二胎政策开放等因素影响，预计未来医疗服务业的需求将进一步增长。在此背景下，三星医疗将进一步推进医疗产业布局。公司未来将以宁波明州医院有限公司为依托，实施综合性医院、专科医院、精准医疗三位一体的发展策略。计划未来 3 年由开云基金 23 牵头投资 90 家医疗机构，总投资额达 45 亿元，资金 80% 来自开云基金自有资金，20% 为员工合伙入股，待所投医疗机构净利润达到 1 千万以上或者达到投资资金的 20% 时，由三星医疗收购。

5. 公司财务质量

立信会计师事务所有限公司对三星医疗的 2015 年至 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。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。公司按照财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则—基本准则》和 2014 年新颁布的 38 项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关

²²开云基金注册资本 8.5 亿元，由宁波开云股权投资管理有限公司出资 0.10 亿元，作为基金管理人；工银瑞信投资管理有限公司出资 5.00 亿元，作为优先级；奥克斯投资出资 1.90 亿元，作为中间级；宁波开云丰铭股权投资合伙企业（有限合伙）出资 1.50 亿元，作为劣后级。开云基金不纳入公司合并范围。

²³ 开云基金不并入三星医疗，实际控制人为奥克斯集团。

规定编制。

(1) 公司盈利能力

三星医疗盈利主要来自于经营收益，投资净收益及营业外收支净额规模相对较小。随着营业收入规模的扩张，近年来公司盈利保持了平稳的增长态势，2015-2017年，实现毛利分别为13.76亿元、16.17亿元和18.01亿元，其中电力配套业务毛利贡献率最高。公司综合毛利率亦较为稳定，2015-2017年毛利率分别为33.07%、32.86%及33.56%。得益于较强的成本控制能力，公司租赁业务具有较好的盈利能力，但由于业务规模相对较小，对综合毛利率的影响有限。

图表 49. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 一季度	2017 年 一季度
营业收入合计 (亿元)	41.58	49.22	53.68	11.52	9.26
毛利率 (%)	33.07	32.86	33.56	30.78	30.81
其中：电力配套业务 (%)	30.67	30.36	31.36	26.40	27.38
租赁业务 (%)	69.77	70.01	64.51	64.61	74.6
医疗业务 (%)	30.52	28.41	28.80	22.13	20.41
毛利 (亿元)	13.76	16.17	18.01	3.55	2.85
其中：电力配套业务 (亿元)	10.47	12.01	12.87	1.91	1.87
租赁业务 (亿元)	1.80	2.39	2.71	1.05	0.67
医疗业务 (亿元)	1.48	1.77	2.43	0.59	0.31
期间费用率 (%)	18.35	17.17	17.29	20.31	19.14
其中：财务费用率 (%)	0.45	0.48	0.61	1.02	-0.33
全年利息支出总额 (亿元)	0.33	0.45	0.32	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.04	-	-	-	-

资料来源：根据三星医疗所提供数据整理。

三星医疗投资收益及营业外收入规模相对较小，对经营业绩影响有限。公司投资收益主要来自持有的宁波鄞州农村商业银行股份有限公司和开云基金股权产生的投资收益，2015-2017年公司投资净收益分别为0.60亿元、1.58亿元和0.96亿元。公司营业外收入主要来自于政府补助，2015-2017年分别为0.65亿元、0.91亿元和0.74亿元。

2018年第一季度，受电力行业设备采购季节性特点影响，三星医疗电力配套业务毛利及毛利占比均出现下滑，具有一定的季节性特征。

随着合并范围扩大且在研发投入、人工薪酬等方面支出持续增长，三星医疗期间费用规模逐年扩大，2015-2017年分别为7.63亿元、8.45亿元和9.28亿元，同期期间费用率分别为18.35%、17.17%和17.29%，期间费用控制水平有所改善。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，其中销售费用主要由运杂费、职工薪酬和销售业务费等构成，2015-2017年分别为3.29亿元、3.77亿元和3.99亿元。管理费用主要由科研开发费和职工薪酬构成，2015-2017年分别为4.15亿元、4.45亿元和4.97亿元。公司财务费用规模较小，但增幅较为显著，主要系融资规模扩大影响，融资成本上升所致。

图表 50. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 一季度	2017 年 一季度
投资净收益 (亿元)	0.60	1.58	0.96	0.15	0.11
营业外收入 (亿元)	0.65	0.91	0.74	0.05	0.15
其中：政府补助 (亿元)	0.55	0.79	0.13	0.05	-
公允价值变动损益 (亿元)	-	-	-	-	0.01

资料来源：根据三星医疗所提供数据整理。

三星医疗整体盈利能力较强，2015-2017年实现净利润5.64亿元、7.92亿元和8.92亿元，呈增长趋势；净资产收益率分别为20.49%、15.81%和12.30%，下降主要是由于近年来非公开发行股票、经营积累增速较快，摊薄利润所致。

(2) 资本结构

1) 财务杠杆

2015~2017年末及2018年3月末，该公司负债总额分别为43.34亿元、47.13亿元、51.26亿元和61.08亿元，资产负债率分别为58.40%、40.50%、40.33%和44.16%。公司先后于2015年4月和2016年6月完成非公开发行股票，资本实力得到提升，负债经营程度保持在合理水平。2015~2017年末，公司所有者权益分别为30.88亿元、69.24亿元和75.84亿元。公司权益资本对刚性债务的覆盖程度增强。但随着公司在医疗板块的投入加大，公司未来负债经营程度或有一定的上升压力。

2) 债务结构

图表 51. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 一季度
刚性债务 (亿元)	4.63	18.21	27.79	28.58	29.94	42.40
应付账款 (亿元)	6.29	7.69	9.14	10.64	11.07	9.71
其他应付款 (亿元)	1.48	2.87	3.01	3.27	4.60	4.90
刚性债务占比 (%)	30.85	57.80	64.11	60.65	58.41	69.40
应付账款占比 (%)	41.93	24.43	21.10	22.58	21.59	15.90
其他应付款占 (%)	9.85	9.12	6.94	6.95	8.97	8.02

资料来源：根据三星医疗所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，三星医疗负债主要补充流动资金，故以短期为主。2015 年公司新增长期借款以匹配融资租赁业务需求，非流动负债占比有所提高，2015-2017 年末长短期债务比分别为 52.12%、30.67%和 30.65%。

从债务构成上看，三星医疗债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，2017 年末在负债总额中占比分别为 58.41%、21.59%和 8.97%。2017 年末，公司应付账款余额 11.07 亿元，较上年末增长 4.01%，主要为应付原材料采购款。其他应付款主要由工程设备款、往来款和投标保证金构成，同期末余额 4.60 亿元，较上年末增长 40.47%，增长主要系子公司明州医院收购温州深蓝、明州康复形成的应付股权收购款。

(3) 现金流分析

图表 52. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业周期 (天)	170.94	164.85	147.13	151.77	157.33
营业收入现金率 (%)	121.12	100.93	78.94	92.33	82.37
业务现金收支净额 (亿元)	5.84	6.01	8.38	11.67	10.10
其他因素现金收支净额 (亿元)	-3.14	-2.97	-2.98	-2.85	-0.76
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	2.70	3.04	5.41	8.82	9.34
EBITDA (亿元)	3.69	5.21	8.03	10.93	12.47
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.80	0.46	0.35	0.39	0.43
EBITDA/全部利息支出 (倍)	-	21.83	24.67	24.11	39.08

资料来源：根据三星医疗所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

三星医疗核心产品主要采用赊销的销售方式，同时发货后客户会预留部分质保金，因此营业周期较长。近年来，由于国家电网等下游主要客户支付款项变慢，公司营业收入现金率持续处于较低水平，2015-2017年分别为78.94%、92.33%和82.37%。公司经营性现金流表现较好，近三年持续净流入且规模不断扩大，2015-2017年分别为5.41亿元、8.82亿元和9.34亿元。同期业务现金收支净额分别为8.38亿元、11.67亿元和10.10亿元，其他因素现金收支净额分别为-2.98亿元、-2.85亿元和-0.76亿元，其他因素现金收支净流出主要系支付的各项销售费用、管理费用和往来款。主业产生的现金净流入对其他因素产生的现金流收支净流出覆盖程度较高，经营活动现金净流入为公司对外投资提供了一定程度的支持。

三星医疗EBITDA主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。其中，利润总额占比高，EBITDA受利润总额波动幅度影响较大。近年来，公司利润总额持续增长，EBITDA随之呈增长趋势。EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度较好。

近年来，三星医疗投资活动产生的性现金流持续净流出，2015-2017年净流出额分别为20.78亿元、13.35亿元和21.06亿元。其中回收投资与投资支付的净现金流持续净流出11.04亿元、10.53亿元和18.41亿元，主要系子公司融资租赁业务开展项目投资及持续收购所致；构建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产形成的净现金流出分别为2.89亿元、2.68亿元和2.14亿元，主要系公司持续对明州医院二期项目和智能环保配电设备扩能等在建工程投入所致。总体看，公司投资环节的资金缺口较大，经营环节现金净流入不足以覆盖该缺口，需要借助外部融资弥补。

三星医疗主要通过银行借款和发行股票方式筹集资金。2015-2017年，公司通过非公开发行股票或员工持股计划募集资金净额分别为6.14亿元、29.75亿元和-3.81亿元；同期通过债务类净融资额分别为0.19亿元、-5.76亿元和1.51亿元，其中2016年公司定增后缩减债务规模，导致债务融资净流出。此外，公司发行ABS产品获得的现金及支付的现金分别计入收到的与支付的其他与筹资活动有关的现金，近年来其差额波动较大，2015-2017年分别净流入7.76亿元、2.57亿元和-0.54亿元。同期，公司筹资环节产生的现金流净额分别为14.09亿元、26.56亿元和-2.84亿元。

(4) 资产质量分析

三星医疗资产规模不断扩大，2015-2017年末资产总额分别为74.22亿元、

116.37 亿元和 127.10 亿元。从资产构成情况来看，2017 年末三星医疗流动资产为 55.87 亿元，主要包括现金类资产、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产，占流动资产的比重分别为 28.33%、26.76%、10.56% 和 28.86%。其中，公司应收账款为 14.95 亿元，较上年末增长 3.18%，账龄为一年期以内的账面余额占比为 96.26%。应收账款内容主要为应收产品销售货款，前五名²⁴ 应收对象金额占比 16.85%。年末存货为 5.90 亿元，包括 1.73 亿元原材料和 3.46 亿元的库存商品。一年内到期的非流动资产 16.12 亿元，较上年增长 56.43%，全部为应收融资租赁款。公司现金类资产余额较上年末下降 48.87% 至 15.83 亿元（含受限货币资金 3.44 亿元），货币资金较充裕，且现金比率达 40.77%，能够为即期债务偿付提供较高支持。

截至 2017 年末，三星医疗非流动资产为 71.23 亿元，主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、无形资产和长期股权投资构成，占非流动资产的比重分别为 11.96%、49.46%、17.48%、5.66% 和 7.78%。其中，可供出售的金融资产 8.52 亿元，主要系公司持有的宜昌东阳光长江药业股份有限公司、现代牙科集团有限公司和香港医思医疗集团公司股份。长期应收款为 35.23 亿元，主要为融资租赁款。固定资产、无形资产分别为 12.45 亿元、4.03 亿元，分别为房屋建筑物、机械设备，以及土地使用权。长期股权投资为 5.54 亿元，主要由宁波鄞州农村商业银行股份有限公司的股权投资（3.74 亿元）和对宁波奥克斯开云医疗投资合伙企业（有限合伙）的股权投资构成。

6. 外部支持

三星医疗具有良好的资信状况和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得有力的资金支持。截至 2018 年 3 月末，公司共取得银行授信额度为 96.53 亿元，其中未使用银行授信额度为 72.99 亿元，且从借款方式看，公司已使用银行授信以保证借款和信用借款为主。此外，三星医疗作为上市公司，近年来多次完成非定向增发，股票融资途径较畅通。

7. 公司过往债务履约情况

根据三星医疗 2018 年 6 月 5 日的《企业信用报告》，公司无信贷违约记录。

8. 结论

三星医疗为自然人实际控制的上市公司，股权结构清晰。作为上市公司，公司法人治理结构合理，高管团队较稳定，能为公司长期稳定发展提供基础。

²⁴公司前五名应收账款对象分别为国网河南省电力公司、陕西省地方电力物资有限公司、国网江苏省电力有限公司物资公司、广东电网有限责任公司湛江供电局和云南电网有限责任公司物流服务中心。

三星医疗核心主业为电力配套产品业务，凭借技术优势，目前已在行业内积累了较强的竞争优势，中标量连续多年位于前列，但产销情况受电网公司招标情况影响较为明显。在稳定主业基础上，公司近年来开始涉足租赁及医疗卫生事业，实现了业务的快速拓展。但公司目前新领域投资力度大，且医疗卫生业务投资回报期长，对公司管理模式、人才储备、市场开拓及资金等方面均带来了较大压力。

三星医疗销售资金受产品质保期的影响，整体的回收期较长，一定程度上影响了公司的经营创现能力。同时，受融资租赁业务开展以及医疗板块投资需求加大影响，公司负债规模持续扩张。但得益于股权激励计划以及定增的实施，公司资本实力得到提升，负债经营程度依然保持在合理区间。

新世纪评级评定宁波三星医疗电气股份有限公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定。

（三） 受托人（云南信托）

云南信托是 2003 年经中国人民银行“银复[2003]33 号文”批准，由原云南省国际信托投资公司增资改制后重新登记的非银行金融机构；并于 2007 年，经中国银行业监督管理委员会批准同意，首批换领《中华人民共和国金融许可证》并变更公司名称和业务范围。截至 2016 年末，云南信托实收资本 10 亿元人民币，前三大股东分别为云南省财政厅、涌金实业（集团）有限公司和上海纳米创业投资有限公司，持股比例分别为 25%、24.50% 和 23.00%。

截至 2017 年末，云南信托经审计的资产总额 27.97 亿元，所有者权益 23.24 亿元；当年实现营业收入 5.52 亿元，净利润 2.47 亿元。

云南信托业务范围涉及证券投资类信托业务、贷款融资类信托业务、股权投资类信托业务、信贷资产转让类信托业务、房地产及基础设施类信托业务等。截至 2017 年末，云南信托信托资产总额 3696.40 亿元，主要分布在证券、工商企业、基础产业和其他类资产，占比分别为 24.21%、14.57%、8.82% 和 48.02%。当年信托项目营业收入 106.77 亿元，信托净利润 91.10 亿元。

在风险管理方面，云南信托实行分级管理制度，其风险管理组织体系包括董事会风险控制委员会、业务决策委员会、风险管理部门、各业务部门及投资运营中心。其中，董事会风险控制委员会负责进行风险控制制度建设、审查重大业务风险、公司内部风险教育；业务决策委员会负责讨论并通过各项业务管理制度、业务流程、审核决定云南信托拟推出的各项信托产品；风险管理部门主要包括合规风控部、审计稽核部、信托财务部等；其业务部门

及投资运营中心负责在尽职调查、产品设计、资金募集、贷后投后管理、信息披露、终止清算等过程中对业务风险进行识别和管理。

云南信托在 2015 年获批资产证券化业务资格后即开展资产证券化业务，专注于收益水平相对较高的私募资产证券化业务，在保理、租赁等领域有所突破。2017 年，云南信托已发行 5 单公募资产证券化产品，具有较大市场影响力。

总体而言，云南信托资本实力尚可，受托管理经验较丰富，能够较好地履行其受托人的职责。

（四） 资金保管银行（招商银行）

招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）成立于 1987 年 4 月 8 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 2017 年末，招商银行在中国大陆 130 余个城市设立 137 家分行、拥有 5 家海外分行和 3 家境外代表处，员工超过 7 万人。

截至 2017 年末，招商银行资产总额达到 6.30 万亿元；客户存款余额 4.06 万亿元，贷款和垫款总额 3.41 万亿元；不良贷款余额 573.93 亿元，不良贷款率 1.61%，较年初下降 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 12.66%，较年初增加 0.66 个百分点，一级资本充足率为 10.81%，较年初上升 0.72 个百分点；2017 年度实现营业收入 2208.97 亿元，净利润 706.38 亿元，同比分别增长 5.33% 和 13.24%。

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信托的托管职责。

六、评级结论

本期票据以委托人奥克斯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，通过引入优先 A 级/优先 B 级/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

三星医疗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	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	74.22	116.37	127.10	138.33
货币资金 [亿元]	7.79	30.53	15.83	14.27
刚性债务[亿元]	27.79	28.59	29.94	42.40
所有者权益 [亿元]	30.88	69.24	75.84	77.24
营业收入[亿元]	41.58	49.22	53.68	11.52
净利润 [亿元]	5.64	7.92	8.92	1.00
EBITDA[亿元]	8.03	10.93	12.47	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.41	8.82	9.34	-1.37
投资性现金净流入量[亿元]	-20.78	-13.35	-21.06	-11.53
资产负债率[%]	58.40	40.50	40.33	44.16
权益资本与刚性债务比率[%]	111.11	242.19	253.31	182.20
流动比率[%]	116.65	178.41	142.41	136.40
现金比率[%]	28.36	86.74	40.77	32.33
利息保障倍数[倍]	22.23	21.89	35.39	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	147.13	151.77	157.33	—
毛利率[%]	33.08	32.86	33.56	30.78
营业利润率[%]	15.35	17.67	20.22	11.17
总资产报酬率[%]	11.13	10.42	9.28	—
净资产收益率[%]	20.49	15.81	12.30	—
净资产收益率*[%]	20.67	16.06	12.40	—
营业收入现金率[%]	78.94	92.33	82.37	103.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.70	27.32	24.79	-3.26
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-41.07	-10.01	-23.84	-22.95
EBITDA/利息支出[倍]	24.67	24.11	39.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.39	0.43	—

注：表中数据依据三星医疗经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年一季度财务数据整理、计算。

附录二

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

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。

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	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

附录四

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。

附录五

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9月30日