

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】B01P号

## 南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对拟发行的“南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司 2021 年度第一期资产支持票据”信用状况进行综合分析和评估，评定优先 A 级~优先 C 级资产支持票据信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年三月三十一日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司（以下简称“扬子租赁”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与扬子租赁不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评对象的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2021年3月31日

## 南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司2021年度第一期 资产支持票据信用评级报告

资产支持票据	信用等级	发行规模(万元)	规模占比(%)	预期到期日
优先A级	AAA <sub>sf</sub>	28000.00	34.95	2021/10/15
优先B级	AAA <sub>sf</sub>	24000.00	29.96	2022/7/15
优先C级	AAA <sub>sf</sub>	24100.00	30.08	2023/4/17
次级	NR	4010.00	5.01	2023/4/17
合计	-	80110.00	100.00	-

注: NR 为未评级。

### 交易概览

基础资产类型	融资租赁债权	初始起算日	2020/8/16 0:00
载体形式	资产支持票据信托	受托人	江苏省国际信托有限责任公司
委托人/资产服务机构	南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司(简称“扬子租赁”)	差额补足承诺人	南京扬子国投资集团有限责任公司(简称“扬子国投”)
资金监管机构/资金保管机构	南京银行股份有限公司江北新区分行/南京银行股份有限公司	现金流评估预测机构	北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)
法律顾问	北京市金杜律师事务所上海分所	登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司

### 评级观点

本资产支持票据基础资产整体信用质量较高,对基础资产现金流形成很强的保障。本资产支持票据采用了优先/次级结构化设计,内部信用提升效果较明显。同时,外部增信方扬子国投综合实力很强,为优先级资产支持票据提供的差额补足承诺,具有很强的增信作用。但本资产支持票据也面临着基础资产集中度高以及扬子国投有息债务规模持续增长且对外部融资较为依赖等问题。

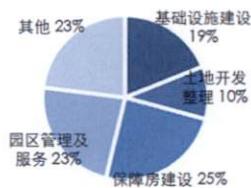
### 评级关键要素

交易结构	资金归集	正常情况	发生加速清偿事件后	目标信用等级	资产池违约比例	资产池损失比例	大额测试损失比例
本息兑付	正常情况	正常情况	发生加速清偿事件后	AAA <sub>sf</sub>	29.63%	13.83%	16.19%
	发生加速清偿事件后	正常情况	发生加速清偿事件后	AA+ <sub>sf</sub>	24.97%	12.98%	12.98%
基础资产	承租人户数	6户	6户	信用风险测试	违约及损失分布	压力条件	违约回收率下降至0%;早偿率下降至0%;回收期上升至6个月;超额利差缩减100BP;违约时间分布后置
	承租人加权平均信用级别	AA <sub>-3</sub>	AA <sub>-3</sub>				
	地区分布	江苏省 100%	江苏省 100%				
	行业分布	4个,基础设施建设 48.68%	4个,基础设施建设 48.68%				
	OPB	80110.69万元	80110.69万元				
	应收租赁债权笔数	12笔	12笔				
	加权平均利率	6.44%	6.44%				
	加权平均账龄	12.49个月	12.49个月				
资产池	加权平均利率	6.44%	6.44%	测试结果	优先A级和优先B级资产支持票据临界违约率分别为99.99%和41.04%,可通过AAA <sub>sf</sub> 级的压力测试;优先C级资产支持票据临界违约率为9.38%,无法通过AAA <sub>sf</sub> 级的压力测试	内部增信	优先/次级结构;不合格资产/违约资产赎回;信用触发机制
	加权平均账龄	12.49个月	12.49个月				
	加权平均剩余期限	23.94个月	23.94个月				
加权平均信用级别	AA <sub>3</sub>	AA <sub>3</sub>	外部增信	扬子国投(AAA/稳定)为优先级资产支持票据提供差额支付承诺			

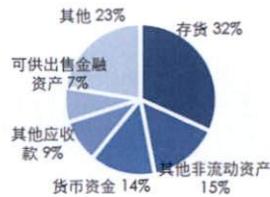
**特别提示:** 最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。本报告是基于委托方于2021年3月31日及之前提供的相关资料所出具的售前评级报告。东方金诚将根据资产支持票据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行确认或调整,在发生重大变化的情况下确认评级报告的评级结果有可能与本报告不一致。

## 扬子国投及地区经济主要指标及依据

2019年营业收入构成



2019年末资产构成



主要财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额	1786.10	2063.27	2301.12	2649.15
所有者权益	522.92	624.73	693.54	797.45
营业收入	72.74	71.74	75.75	46.67
利润总额	9.89	7.60	8.99	1.77
全部债务	1092.46	1251.95	1372.79	1663.48
资产负债率	70.72	69.72	69.86	69.90
全部债务资本化比率	67.63	66.71	66.44	67.60

全部债务构成 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2018年	2019年
地区	南京市江北新区	
GDP 总量	1471.05	1800.99
GDP 增速	13.1	13.2
人均 GDP (元)	202137	-
一般公共预算收入	172.60	186.60
一般公共预算支出	97.70	120.50
财政自给率	176.66	154.85

### 优势

- 本资产支持票据基础资产全部为正常类租赁债权，入池资产加权平均信用等级为 AA<sub>3</sub>，基础资产整体信用质量较好；
- 本资产支持票据采用了优先/次级结构设计，优先 A 级、优先 B 级资产支持票据可分别获得各自劣后档资产支持票据 65.05%和 35.09%的信用支持，内部增信作用较明显；
- 扬子国投作为江北新区最重要的基础设施建设主体，业务区域专营性很强，综合实力极强，其对优先级资产支持票据提供差额补足承诺，具有很强的增信作用。

### 关注

- 本资产支持票据基础资产涉及 6 户承租人，前三大承租人 OPB 占比 74.84%，承租人集中度、行业集中度和区域集中度均较高；
- 扬子国投近年来有息债务规模持续增长，债务率保持较高水平，经营性和投资性现金流持续净流出，对外部融资较为依赖；
- 截至报告出具日，基础资产中 1 笔资产存在权利负担，预计于本期信托生效日后五十个自然日内解除，东方金诚将持续关注权利负担解除进展。

评级日期

2021/3/31

评级组长

邢岳飞

评级成员

李睿

### 评级方法及模型

《东方金诚非金融企业资产支持票据（债权类）信用评级方法及模型（RTFBO02202011）》

### 历史评级信息

资产支持票据	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

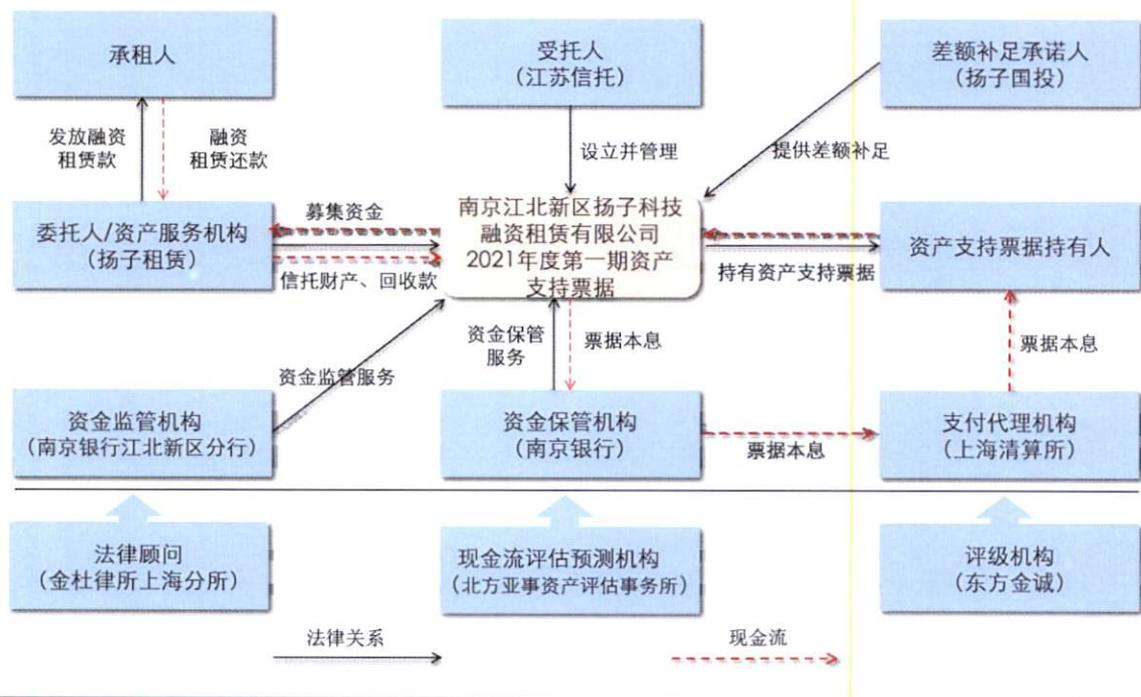
## 资产支持票据概况

### 交易结构概况

委托人南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司（以下简称“扬子租赁”）以其依据融资租赁合同自初始起算日<sup>1</sup>（含该日）对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益<sup>2</sup>作为信托财产，信托予受托人江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“江苏信托”）设立“南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司2021年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“本信托”）。江苏信托作为发行载体管理机构向投资人发行以信托财产支持的资产支持票据（以下简称“本资产支持票据”）。投资者通过购买并持有资产支持票据取得本资产支持票据项下相应的信托受益权。

根据《资产服务协议》，扬子租赁为本信托提供与基础资产收益有关的管理服务及其它服务。为保障信托利益的实现，根据《差额补足承诺函》，南京扬子国资投资集团有限责任公司（以下简称“扬子国投”）对信托财产不足以支付优先A级、优先B级和优先C级资产支持票据的各期应付本息及相关税收、费用和报酬的差额部分，承担差额补足义务。根据《资金监管协议》和《资金保管合同》，南京银行股份有限公司江北新区分行（以下简称“南京银行江北新区分行”）和南京银行股份有限公司（以下简称“南京银行”）分别为本信托提供资金监管服务和资金保管服务。本资产支持票据的具体交易结构如图表1所示：

图表1：交易结构图



<sup>1</sup> 初始起算日：系指资产池的封池日，即2020年8月16日00:00，从该日起（含该日）资产池产生的全部回收款应归入信托财产。

<sup>2</sup> 基础资产仅涉及融资租赁债权及其附属担保权益，为免疑义，资产服务机构处置租赁物件所得款项中超出该笔资产未偿本金余额、累计应付未付利息及其他委托人根据租赁合同有权收取的款项之和的部分不属于信托财产的范畴，应返还给委托人，并依据租赁合同及中国法律规定返还给出租人（如需）。

## 基础资产

本资产支持票据基础资产系指资产清单<sup>3</sup>所列的扬子租赁依据融资租赁合同<sup>4</sup>自初始起算日<sup>5</sup>（含该日）起对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益。

截至初始起算日，基础资产包括 12 笔租赁债权，涉及承租人 6 户，未偿本金余额（OPB）合计 80110.69 万元，概况如图表 2 所示：

图表 2：截至初始起算日基础资产概况表

基础资产合同金额总额（万元）	81110.69
资产池 OPB（万元）	80110.69
资产笔数（笔）	12
承租人户数（户）	6
单笔资产最大 OPB（万元）	10000.00
单笔资产平均 OPB（万元）	6675.89
单户资产平均 OPB（万元）	13351.78
入池资产加权平均实际利率（%）	6.44
入池资产加权平均账龄（月）	12.49
入池资产加权平均剩余期限 <sup>6</sup> （月）	23.94
单笔资产最短剩余期限（月）	2.80
单笔资产最长剩余期限（月）	35.93
承租人加权平均信用级别	AA <sub>s</sub>
入池资产加权平均信用级别	AA <sub>s</sub>

## 资产支持票据

本资产支持票据采用优先/次级结构化设计，劣后受偿的次级资产支持票据能够为优先受偿的优先级资产支持票据提供 5.01% 的信用支持。

本资产支持票据目标募集总规模为 80110.00 万元。优先 A 级、优先 B 级、优先 C 级以及次级资产支持票据目标募集规模分别为 28000.00 万元、24000.00 万元、24100.00 和 4010.00 万元。次级资产支持票据由发起机构扬子租赁全额持有。

优先级资产支持票据均按季付息，利息均采用固定利率，本金按季度过手摊还。次级资产支持票据不参与期间分配，在优先级资产支持票据本息分配完毕后获得分配。假设本资产支持票据在 2021 年 4 月 16 日成立，本资产支持票据基本要素如图表 3 所示。

<sup>3</sup> 资产清单：委托人扬子租赁准备的截至初始起算日（含该日）的、有关每笔基础资产信息的一览表。

<sup>4</sup> 租赁合同：指扬子租赁与承租人签订的《租赁合同》（含直租、回租）及其所有变更或补充协议及相关协议。

<sup>5</sup> 初始起算日：系指即 2020 年 8 月 16 日 00:00，从该日起（含该日）资产池产生的全部回收款应归入信托财产。

<sup>6</sup> 剩余期限：初始起算日至租赁合同到期日天数/30。

图表 3：本资产支持票据基本要素（单位：万元、%）

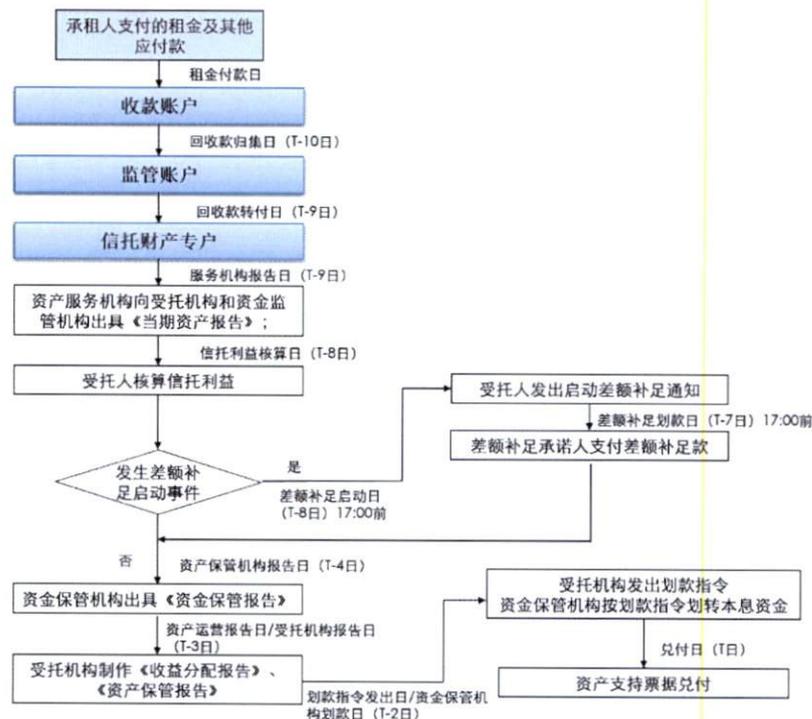
资产支持票据	规模	占比	利息支付	本金支付	预期到期日
优先 A 级	28000.00	34.95	按季支付	按季过手摊还	2021/10/15
优先 B 级	24000.00	29.96	按季支付	按季过手摊还	2022/7/15
优先 C 级	24100.00	30.08	按季支付	按季过手摊还	2023/4/17
次级	4010.00	5.01	优先级资产支持票据本金全部偿付完毕后 以剩余资金分配		2023/4/17
合计	80110.00	100.00	-	-	-

## 交易结构分析

### 现金流归集与现金流支付机制

本资产支持票据涉及账户包括委托人开立的用于接收承租人支付资产回收款的收款账户，委托人在资金监管机构开立的监管账户<sup>7</sup>，受托人专门在资金保管机构为发行载体而开立的信托财产专户<sup>8</sup>。为促进资金及时归集、收益如期支付，本资产支持票据规定了资产支持票据期间归集、分配的具体流程，如图表 4 所示。

图表 4：本资产支持票据的现金流归集和支付流程图



注：T 日为兑付日<sup>9</sup>，T-n：系指兑付日（T 日）前的第 n 个工作日。

<sup>7</sup> 监管账户：专门用于接收收款账户转付的承租人支付的回收款，以及向信托财产专户转付资产回收款的人民币资金账户。

<sup>8</sup> 信托财产专户：用于信托的一切货币收支（包括但不限于接收资产支持票据募集资金、向委托人支付基础资产转让对价、存放信托财产中的现金部分、接收监管账户转付的回收款、支付信托利益及信托费用、进行合格投资等）。

<sup>9</sup> T 日/兑付日：期间分配兑付日为本信托存续期间每【1】、【4】、【7】、【10】月的第【15】日（非工作日则顺延至下一个工作日），期末分配兑付日为信托受益权份额的预期到期日及/或信托终止日；发生加速清偿事件的情形（详见附件一）下，兑付日应为信托存续期间每个自然月的第【15】日。第一个兑付日为【 】年【 】月【 】日。

## 1. 现金流归集

本资产支持票据存续期内，承租人按照租赁合同约定（提前）支付租金及其他应付款。在加速清偿事件、权利完善事件或违约事件（详见附件一）发生前，资产服务机构应在回收款归集日（T-10日）13:00前将回收款归集期间<sup>10</sup>收款账户收到的回收款全部划付至监管账户，并于回收款转付日（T-9日）15:00前将回收款全部划付至信托财产专户。

若发生加速清偿事件，回收款归集日和回收款转付日调整为每个自然月最后一个工作日。若发生委托人/资产服务机构相关的权利完善事件或违约事件，本资产支持票据将触发权利完善措施，委托人应根据交易文件约定通知承租人、融资租赁保证人、保险人（如需）将其应支付的款项直接支付至信托财产专户，仍支付至收款账户的，委托人应于收到该回收款后3个工作日内划付至信托财产专户。

若发生差额补足启动事件（详见附件一），受托人于差额补足启动日（T-8日）17:00前向差额补足承诺人发出启动差额补足通知，差额补足承诺人于差额补足划款日（T-7日）17:00前根据《差额补足承诺函》相关约定将差额补足款支付至信托财产专户。资金保管机构于（T-4日）对信托财产专户进行核算，并向受托人提交《资金保管报告》，受托人于受托机构报告日（T-3日）拟定当期分配方案和信托费用支付方案，并于（T-2日）15:00前向资金保管机构发出划款指令，资金保管机构于（T-2日）17:00前将相应数额资金划付至支付代理机构指定资金账户。

## 2. 现金流支付

各情形下，信托财产不足以支付所有应支付项目的，分配顺序在前的项目未获得足额分配前，不得向分配顺序在后的项目分配，同一级别的项目按照各项目应受偿金额的比例进行分配。

在未发生违约事件、加速清偿事件时，信托资金按照如下顺序在相应的兑付日进行分配：本信托相关的税收；资金保管机构、受托人等参与方报酬，以优先支出上限<sup>11</sup>为限的各参与机构各自可报销的费用支出，受托人、主承销商以固有财产垫付费用（如有）及发行登记服务费、簿记建档费；优先A级资产支持票据的利息；优先B级资产支持票据的利息；优先C级资产支持票据的利息；优先A级资产支持票据的本金；优先B级资产支持票据的本金；优先C级资产支持票据的本金；资产服务机构应收全部服务报酬（如有）；超出优先支出上限的受托人、资金保管机构各自可报销的费用支出；剩余信托财产（如有）向次级资产支持票据持有人分配。

在发生违约事件、加速清偿事件后，信托资金按照如下顺序在发生事件之日（含）起的每个兑付日进行分配：本信托相关的税收；资金保管机构、受托人、支付代理机构等参与方应付未付的报酬，各参与机构可报销的费用支出总额（包括以往各期未付金额），受托人、主承销商以固有资产垫付的费用（包括以往各期未付金额，如有），发行登记服务费、簿记建档费；优先A级资产支持票据的利息；优先A级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；优先B级资产支持票据的利息；优先B级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；优先C级资产支持票据的利息；优先C级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；资产服务机构累计应付未付的服务

<sup>10</sup> 回收款归集期间：正常情况下，系指计算日（含该日）至下一个计算日（不含该日）之间的期间，其中第一个回收款归集期间应自初始起算日（含该日）起至首个计算日（不含该日）结束。其中计算日系指每个兑付日前的第【11】个工作日（T-【11】日）。当发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件、违约事件时，委托人或受托人将根据本合同的约定通知承租人、融资租赁担保人将其应支付的款项支付至信托专户，如果此时承租人、融资租赁担保人仍将其应支付的款项支付至归集账户，相应的委托人应当于收到该等回收款后3个工作日内任一工作日转付至信托专户。

<sup>11</sup> 优先支出上限：人民币10万元。

报酬；超出优先支出上限的受托人、资金保管机构各自可报销的费用支出；剩余信托财产（如有）向次级资产支持票据持有人分配。

在信托终止后，受托人应将清算所得信托财产按照如下顺序进行分配：本信托相关的税收；信托清算费用；资金保管机构、受托人、评级机构、法律顾问、评估机构等参与方应付未付的报酬，各参与机构可报销的费用支出总额（包括以往各期末未付金额），受托人、主承销商以固有资产垫付费用（包括以往各期末未付金额，如有）；优先 A 级资产支持票据的利息；优先 A 级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；优先 B 级资产支持票据的利息；优先 B 级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；优先 C 级资产支持票据的利息；优先 C 级资产支持票据的本金直至全部清偿完毕；剩余信托财产（如有）按原状向次级资产支持票据持有人分配。

## 结构化安排

### 1. 优先/次级结构

本资产支持票据采用优先/次级结构化设计，优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级、优先 C 级和次级资产支持票据合计 65.05% 的信用支持，优先 B 级资产支持票据能够获得优先 C 级和次级资产支持票据合计 35.09% 的信用支持，优先 C 级资产支持票据能够获得次级资产支持票据 5.01% 的信用支持，优先/次级结构化设计对优先级资产支持票据具有较好的增信作用。

### 2. 差额补足承诺

本资产支持票据设置了差额补足承诺机制，当触发差额补足启动事件时，扬子国投依据《差额补足承诺函》约定履行相应的差额补足义务。

扬子国投信用状况详见本报告“差额补足承诺人”部分。东方金诚认为，扬子国投业务具有很强的区域专营性，在货币注资、股权划拨、资产划拨和财政补贴等方面得到股东及相关方的大力支持，偿债能力极强，由其提供的差额支付承诺具有很强的增信作用。

### 3. 不合格资产/违约资产赎回

在本资产支持票据存续期间，若委托方、受托人或资产服务机构发现不合格资产或违约资产（详见附件三），发现不合格资产的一方应在发现后 5 个工作日内通知前述其他方，委托方应将出现上述情形的原因说明提供给受托人和评级机构，并在重大方面纠正该等情形，如该情形一旦发生即无法被纠正或在通知后 30 日内不能被纠正的，委托人有义务对不合格资产或违约资产予以赎回。委托人应于受托人发出书面通知（若受托人提出）或受托人同意之日（若委托人书面提出并经受托人同意的）所在的收款期间后的第一个回收款转付日，将等同于待赎回的不合格资产或违约资产的赎回价格的款项一次性划付至信托账户。该赎回价格为在回购起算日<sup>12</sup>当日 24:00 时以下三项数额之和：（1）该等不合格资产或违约资产的未偿本金余额；（2）从初始起算日至相关回购起算日时有关该笔资产的所有已经被核销（为本协议之目的，指坏账核销）的本金；以及（3）该等不合格资产或违约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。

此安排将基础资产相关风险转化为资产服务机构扬子租赁的违约风险。东方金诚认为，受

<sup>12</sup> 赎回起算日：就赎回而言，系指受托人提出（或受托人同意资产服务机构提出的）赎回相应不合格基础资产与违约资产要求之日后第一个工作日。

益于股东资金和融资方面的支持，扬子租赁业务实现较快发展，具备一定的盈利能力，东方金诚将持续关注扬子租赁信用状况变化及其作为资产服务机构的履职意愿和能力。

#### 4.信用触发机制

本资产支持票据设置了权利完善事件、违约事件和加速清偿事件（详见附件一）。若发生权利完善事件或违约事件，委托人应根据交易文件的约定通知承租人、融资租赁保证人、保险人（如需）将其应支付的款项直接支付至信托财产专户，对于仍支付至收款账户的款项，委托人应于收到该等回收款后3个工作日内转付至信托财产专户。若发生加速清偿事件，资金归集及兑付频率由按季度变更为按月。东方金诚认为，上述信用触发机制的安排能够在一定程度上缓解风险事件的影响。

### 交易结构风险

#### 1.委托人/资产服务机构破产风险

扬子租赁将基础资产转让给本资产支持票据后，还将继续持有租赁物件的所有权。虽然随着基础资产的转移，租赁物件所有权已经成为经济利益近乎于零的名义所有权，但在本资产支持票据存续期间，若扬子租赁进入破产程序，租赁物件是否会被列入破产财产仍存在司法不确定性。

根据交易文件约定，当发生包括资产服务机构有关的丧失清偿能力事件等资产服务机构解任事件时，将触发权利完善事件，扬子租赁应通知承租人、融资租赁保证人、保险人（如需）将其应支付的款项直接支付至信托财产专户，同时将资产对应的租赁物件的所有权转移给受托人。东方金诚认为，上述权利完善事件对本资产支持票据有一定保障作用，东方金诚将持续跟踪扬子租赁的信用状况，并对上述风险及时做出分析。

#### 2.抵销风险

基础资产池中相关承租人在本资产支持票据存续期内可能存在对委托人的债权，因而本资产支持票据存在承租人将上述债权与入池资产相抵销的风险，进而可能影响资产支持票据本金及收益的偿付。

为防止承租人在本资产支持票据存续期内行使抵销权对基础资产回收款造成影响，根据《信托合同》约定，委托人扬子租赁于初始起算日和信托生效日就其向受托人交付的资产状况作出保证，包括委托人是融资租赁债权的唯一债权人；委托方未向第三方转让该等融资租赁债权及其附属权益，且委托人未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押或任何其他财产负担；每一笔资产均符合合格标准；信托财产交付日<sup>13</sup>起，受托人成为信托财产融资租赁债权的唯一债权人，且该等权力将依法完善以具有对抗第三人的效力。此外，根据基础资产合格标准，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。

基于上述约定，东方金诚认为发生抵销风险的可能性很小。

#### 3.混同风险

混同风险发生在资产服务机构或受托人信用状况严重恶化时，此种情况下基础资产回收款

<sup>13</sup> 信托财产交付日：委托人将信托财产交付给受托人之日，与缴款日（主承销商将所获配售额度对应的募集的款项全额划至主承销商指定的银行账户之日）为同一日。

容易与资产服务机构或受托人的其他资金混同，从而造成基础资产的损失。

根据交易结构安排，资产服务机构在回收款归集日将收款账户所收到基础资产产生的回收款划付至监管账户；加速清偿事件（详见附件一）发生时，回收款归集日和回收款转付日为每个兑付日前的第10个工作日（T-10日）和兑付日前第9个工作日（T-9日）；加速清偿事件发生后，回收款归集日和回收款转付日随兑付日的调整频率调整为按月归集转付；若发生委托人/资产服务机构相关的权利完善事件或违约事件，委托人应根据交易文件约定通知承租人、融资租赁保证人、保险人（如需）将其应支付的款项直接支付至信托财产专户，仍支付至收款账户的，委托人应于收到该回收款后3个工作日内划付至信托财产专户。

为防止基础资产回收款与受托人的其他资金混同，根据《信托合同》约定，受托人管理、处分信托财产所产生的债权，不得与受托人固有财产产生的债务相抵销，管理、处分不同信托的信托财产所产生的债权债务，不得相互抵销；受托人在管理、处分信托财产时，不得违反信托目的或者违背管理职责，因受托人违背管理职责或处理信托事务不当，导致信托财产损失的，受托人以其固有财产承担赔偿责任。同时，本信托引进了资金保管机制，由南京银行为本信托提供资金保管服务。

东方金诚认为，上述制度安排能够在一定程度上降低基础资产回收款与资产服务机构、受托人其他资金相混同的风险。

#### 4.提前还款风险

基础资产池中承租人提前还款将导致资产池组合产生的现金流量与初始预期不同，从而导致资产支持票据实际获得偿付现金流量与预期不一致的风险。影响承租人提前还款的因素有承租人自身财务状况、市场利率走势、经济形势变化等。

东方金诚在“现金流分析及压力测试”中已考虑并评估了提前退租风险对本资产支持票据的影响。

#### 5.流动性风险

流动性风险产生于资产池当期现金流入与优先级资产支持票据当期收益支付所需现金之间的错配。根据交易结构安排，在本资产支持票据存续期间，扬子国投作为差额支付承诺人对信托财产不足以支付优先A级、优先B级和优先C级资产支持票据的各期应付本息及相关税收、费用和报酬的差额部分承担差额补足义务。

考虑到扬子国投极强的偿债能力，东方金诚认为本资产支持票据的流动性风险能够得到有效缓解。

#### 6.在先权利负担风险

截至本报告出具日，基础资产中存在出质资产<sup>14</sup>，对应融资租赁债权及其附属担保权益存在在先权利负担（详见图表5）。扬子租赁与中国农业银行股份有限公司南京江北新区分行（以下简称“农业银行南京江北新区分行”或“质权人”）于2019年6月21日签订了编号为32010120190010483号的《中国农业银行股份有限公司流动资金借款合同》，借款金额为1.70亿元，借款期限为2019年6月21日至2022年6月20日。同时，针对该笔借款，扬子租赁

<sup>14</sup> 出质资产：质押负担合同项下已质押于质权人的资产。

与农业银行南京江北新区分行签订编号为 32100720190000483 号的《中国农业银行股份有限公司最高额权利质押合同》，质押物为扬子租赁对江苏洋口港股份有限公司融资租赁合同项下扬子租赁的应收账款，并签订《应收账款质押登记协议》。截至本报告出具日，上述借款余额为 1.34 亿元。

图表 5：出资产情况（单位：万元、%）

承租人	OPB	OPB 占比	租约起始日	租约终止日	债项级别	担保方式
江苏洋口港股份有限公司	9000.00	11.23	2019/6/25	2022/6/25	AA <sub>s</sub>	保证
合计	9000.00	11.23	-	-	-	-

针对上述出资产的权利负担，本资产支持票据基础资产合格标准中规定，对于出资产，委托人扬子租赁承诺于本期信托生效日前取得质权人农业银行南京江北新区分行关于委托人以出资产设立本期信托的同意，并承诺于信托生效后【50】个自然日内解除出资产上的权利负担并办理完毕出资产应收账款质押登记的变更/注销手续。若信托生效日起【50】个自然日内扬子租赁未能解除其权利负担并办理完毕应收账款质押登记的变更/注销手续的出资产，该笔出资产将成为不合格资产，触发不合格资产赎回机制，由扬子租赁将等同于待赎回的不合格资产的赎回价格的款项一次性划付至信托账户。东方金诚将会持续关注上述事项的后续进展，并对相关风险做出及时分析。

### 法律完备性

根据北京市金杜律师事务所上海分所出具的《关于南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司 2021 年度第一期资产支持票据信托之法律意见书》，本资产支持票据发起机构均具备必备的主体资格，已取得本次发行所需的内部批准与授权；发行文件已按照法律、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；中介机构均具备法律、法规和规范性文件要求的相关资质，与发起机构均不存在关联关系；在质权人同意扬子租赁以出资产设立本项目且扬子租赁根据本项目相关安排解除出资产的质押负担的前提下，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；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、管理机制、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发起机构自有财产的混同风险；项目的信用增进方式符合《民法典》《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。

## 基础资产信用质量分析

### 委托人/资产服务机构

扬子租赁成立于2017年1月，注册资本3.00亿元，由扬子国投和富添国际发展有限公司（以下简称“富添国际”）共同出资设立，扬子国投和富添国际分别持股70.00%和30.00%。2020年9月18日，由New & High (HK) Limited 受让富添国际持有扬子租赁的全部股份，并完成工商变更备案。New & High (HK) Limited 为扬子国投控股子公司南京江北新区产业投资集团有限公司（以下简称“江北产投”）在香港设立的全资子公司，实际控制人为南京市江北新区管理委员会。截至2020年9月末，扬子租赁注册资本3.00亿元，实收资本1.80亿元，扬子国投和New & High (HK) Limited 分别直接持股70.00%和30.00%。南京市江北新区管理委员会为扬子租赁实际控制人。

扬子租赁主要从事包含售后回租和直租在内的融资租赁业务。作为江苏省第一家科技类融资租赁公司，扬子租赁成立之初主要定位于为南京江北新区内集成电路、生命健康等新兴产业企业提供融资租赁服务。随着业务的发展，扬子租赁业务区域逐步拓展至江苏省内南京市以外的区域。其中，扬子租赁直租客户主要为南京江北新区内芯片制造、基因及生命健康产业类的制造业及科技推广和应用服务业公司，回租客户以江苏省内地方投融资平台公司为主。截至2020年9月末，扬子租赁累计投放融资租赁项目25个，累计投放本金30.23亿元，项目期限以3年期为主；同期末，扬子租赁在投项目19个，项目本金余额22.01亿元，其中直租类融资租赁本金余额4.08亿元；关联方客户融资租赁本金余额6.48亿元，占比29.44%。

扬子租赁投放资金主要来源于扬子国投内部借款及通过扬子国投担保的银行借款，其中内部借款利率水平在4.785%~5.225%，外部银行保证借款资金成本在4.15%~6.175%，整体资金成本较低。内部控制方面，扬子租赁制定了《业务管理制度》，明确租赁项目从尽职调查、审查、审议、审批和投放审核各操作过程规程；设置风险管理部和风控委员会，分别负责项目的前期核查尽调、投后管理和项目投放风险把控；项目的投放除需通过扬子租赁内部风险控制委员会和董事会的审批外，还需上报扬子国投审批。项目投放后，扬子租赁主要通过定期获取客户财务信息以及定期和不定期的客户回访进行投后管理。截至2020年9月末，扬子租赁所有已投项目中，未出现关注、逾期或违约情况。

扬子租赁提供了经众华会计师事务所（特殊普通合伙）江苏分所审计并出具无保留意见的2017年~2019年合并审计报告和2020年1~9月未经审计的合并财务报表。

图表 6：2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月扬子租赁主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	17.14	18.37	27.18	25.21
所有者权益 (亿元)	1.99	2.00	2.06	2.37
应收融资租赁款净额 (亿元)	9.36	7.03	16.54	22.01
全部债务 (亿元)	13.96	15.73	24.01	20.89
营业收入 (亿元)	0.51	2.95	1.05	1.56
净利润 (亿元)	0.19	0.003	0.06	0.31
净资产收益率 (%)	9.72	0.15	2.92	-
资产负债率 (%)	88.38	89.13	92.43	90.61
全部债务资本化比率 (%)	87.50	88.73	92.11	89.82
应收融资租赁资产不良率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率 (%)	23.70	55.28	30.85	33.44
风险资产/净资产 (倍)	8.17	8.10	13.01	10.18

2017 年~2019 年末，随着业务的扩张，扬子租赁资产规模逐年增长，年均复合增长率为 25.84%。2019 年末，扬子租赁资产总额 27.18 亿元，非流动资产占比 89.82%。流动资产方面，2019 年末，扬子租赁其他流动资产 4.26 亿元，主要为扬子租赁持有的尚处采购期、未起租的融资租赁资产 3.52 亿元和待抵扣进项税 0.74 亿元；应收账款 0.62 亿元，主要为对南京江北新区科技投资集团有限公司（以下简称“江北科投”）、南京明发新城置业有限公司、明发集团和南京孵鹰智能科技有限公司的直租项目在设备采购期间采购款支出计提的应收融资租赁利息，待直租项目起租后一次性收回；货币资金 0.42 亿元。非流动资产方面，2019 年末，扬子租赁长期应收款账面价值 16.57 亿元，主要为已起租的应收融资租赁款，未计提减值准备；持有至到期投资 5.12 亿元，主要为扬子租赁投资的人才公寓定制项目，该项目为扬子租赁投资的明发集团南京房地产开发有限公司开发项目，由扬子租赁完成证照办理后再打包卖出，截至 2020 年 6 月末，该项目已完成证照办理并出售给南京扬子江新城发展有限公司（以下简称“扬子新城发展”）。2019 年末，扬子租赁无受限资产。截至 2020 年 9 月末，扬子租赁资产总额 25.21 亿元，非流动资产占比 87.60%，其中流动资产 3.13 亿元，较 2019 年末减少 2.36 亿元，其中其他流动资产 1.14 亿元，较 2019 年末下降 3.07 亿元，主要系对江北科投的本金总额 3.93 亿元的超算二期等直租项目起租，由其他流动资产中融资租赁科目转入长期应收款所致；持有至到期投资减少 5.12 亿元，主要系扬子租赁投资的人才公寓定制项目出售给扬子新城发展，冲减原有对扬子新城发展的往来款所致。

负债方面，随着业务规模的扩大，近年来扬子租赁负债规模快速增长。截至 2019 年末，扬子租赁负债总额 25.12 亿元，其中流动负债 17.77 亿元，占比 70.76%。其中，其他应付款 11.92 亿元，主要为扬子租赁向扬子国投的借款 11.49 亿元和对部分承租人的租赁保证金、代开款项；一年内到期的非流动负债 5.17 亿元，全部为一年内到期的长期借款；长期借款 7.35 亿元，全部为扬子国投提供保证担保的银行借款。截至 2020 年 9 月末，扬子租赁负债总额 22.84 亿元，流动负债占比 40.93%，负债结构较 2019 年末未发生大的变动。

近年来，扬子租赁营业收入有所波动，主要受业务波动影响。2018年营业利润率3.57%，主要系当期开展直租项目设备尚未签收交付，前期设备采购款计入预付账款，未确认收入所致。2019年，扬子租赁实现营业收入1.05亿元，实现净利润0.06亿元，营业利润率20.51%；同期，扬子租赁总资本收益率1.10%，净资产收益率2.92%。2020年1~9月，扬子租赁实现营业收入1.56亿元、净利润0.31亿元。

有息负债方面，截至2020年9月末，扬子租赁全部债务20.89亿元，其中长期债务全部为长期借款13.49亿元，短期债务7.40亿元，包括短期借款0.50亿元和其他应付款（付息项）6.90亿元；同期末，扬子租赁全部债务资本化比率为89.82%，资产负债率为90.61%。同期末，扬子租赁获得银行授信额度21.00亿元，其中未使用额度为7.01亿元。

东方金诚认为，受益于股东资金和融资方面的支持，扬子租赁业务实现较快发展，内控制度基本能够满足现阶段经营的需求，具备一定的盈利能力，但东方金诚也关注到扬子租赁成立时间不长，客户区域和行业集中度较高，受直租项目影响营业利润率波动较大、项目前期资金投入较大导致经营性净现金流持续净流出。综上，东方金诚认为，扬子租赁能够履行本期资产支持票据要求的资产服务职责。

### 基础资产组合特征分析

本资产支持票据制定了较为严格的基础资产合格标准，同时安排了不合格资产/违约资产赎回机制，保障了入池基础资产的质量，有利于维持资产池现金流的稳定。

#### 1.入池资产担保方式

截至初始起算日，入池租赁资产全部为正常类资产，其中采用保证担保方式的租赁资产8笔，OPB为60157.40万元，占全部资产OPB的75.09%。入池资产担保方主要为AA<sub>3</sub>级别及以上的江苏省内市县平台公司，能够有效降低入池资产的违约率及提高违约后的回收率。

图表7：截至初始起算日资产池担保方式（单位：万元、%、笔）

担保方式	OPB	OPB占比	笔数	笔数占比
保证担保	60157.40	75.09	8	66.67
信用	19953.29	24.91	4	33.33
合计	80110.69	100.00	12	100.00

#### 2.入池资产还本息偿付方式和利率分布

入池租赁资产的付息方式全部为按季付息，计息方式全部为以固定利率计息，入池资产利率最低为4.60%，最高为7.60%，入池资产加权平均利率为6.44%。还本方面，分期还本资产OPB占比为73.65%、到期还本资产OPB占比为26.35%。

图表 8：截至初始起算日资产池利率分布（单位：万元、%、笔）

利率分布	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
4.50% (不含) ~5.50% (含)	10000.00	12.48	1	8.33
5.50% (不含) ~6.50% (含)	19953.29	24.91	4	33.34
6.50% (不含) ~7.50% (含)	49000.00	61.17	6	50.00
7.50% (不含) ~8.50% (含)	1157.40	1.44	1	8.33
合计	80110.69	100.00	12	100.00

### 3.账龄分布

本资产支持票据入池资产合同期限全部为 3 年。截至初始起算日，本资产支持票据入池资产加权平均账龄 12.49 个月，其中最短账龄为 0.07 个月，最长账龄为 33.73 个月，整体资产池加权平均账龄适中。

图表 9：截至初始起算日资产池账龄分布（单位：万元、%、笔）

账龄分布	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
0 个月 (不含) ~12 个月 (含)	50000.00	62.41	6	50.00
12 个月 (不含) ~24 个月 (含)	14052.72	17.54	3	25.00
24 个月 (不含) ~36 个月 (含)	16057.96	20.04	3	25.00
合计	80110.69	100.00	12	100.00

### 4.剩余期限分布

截至初始起算日，资产池加权平均剩余期限为 23.94 个月，剩余期限主要分布于 24 个月 (不含) ~36 个月 (含) 之间，OPB 为 50000.00 万元，占比 62.41%，资产池信用风险暴露时间较长。

图表 10：截至初始起算日资产池剩余期限分布（单位：万元、%、笔）

剩余期限分布	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
0 个月 (不含) ~12 个月 (含)	16057.96	20.04	3	25.00
12 个月 (不含) ~24 个月 (含)	14052.72	17.54	3	25.00
24 个月 (不含) ~36 个月 (含)	50000.00	62.41	6	50.00
合计	80110.69	100.00	12	100.00

### 5.入池资产债项影子评级分布

根据委托人提供的相关资料，东方金诚对每笔入池资产进行了信用风险分析和评估。根据评估结果，承租人主体加权平均信用等级为 AA<sub>s</sub>。考虑保证担保因素后，入池资产债项加权平均信用等级为 AA<sub>s</sub>，单笔债项信用水平处于 AA<sub>s</sub>~AA<sub>s</sub><sup>+</sup>之间，整体信用质量较高。

图表 11：入池资产债项影子评级分布（单位：万元、%、笔）

信用级别	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
AA <sub>s</sub>	31157.40	38.89	4	33.33
AA <sub>s</sub>	28953.29	36.14	5	41.67
AA <sub>-s</sub>	20000.00	24.97	3	25.00
合计	80110.69	100.00	12	100.00

#### 6.入池资产承租人分布

截至初始起算日，资产池涉及 6 户承租人，单户承租人 OPB 最高占比为 24.97%，前三大承租人 OPB 占比 74.84%。总体来看，入池资产承租人集中度较高。

图表 12：入池资产承租人情况（单位：万元、%）

承租人	OPB	OPB 占比	行业归属 <sup>15</sup>	扬子租赁 关联方	承租人级别	债项级别	担保方式
承租人 1	20000.00	24.97	电力、热力、燃气及水生 产和供应业	否	A <sub>-s</sub>	AA <sub>s</sub>	保证
承租人 2	20000.00	24.97	基础设施建设	否	AA <sub>-s</sub>	AA <sub>-s</sub>	保证
承租人 3	19953.29	24.91	制造业	是	AA <sub>s</sub>	AA <sub>s</sub>	信用
承租人 4	10000.00	12.48	基础设施建设	否	AA <sub>-s</sub>	AA <sub>s</sub>	保证
承租人 5	9000.00	11.23	基础设施建设	否	A <sub>s</sub>	AA <sub>s</sub>	保证
承租人 6	1157.40	1.44	科学研究和技术服务业	否	BB <sub>s</sub>	AA <sub>s</sub>	保证
合计	80110.69	100.00	-	-	-	-	-

#### (1) 承租人 1 及其保证人

承租人 1 成立于 2010 年 4 月，截至 2020 年 3 月末注册资本和实收资本均为 0.30 亿元，由南通嘉禾科技投资开发有限公司全资控股，实际控制人如皋市人民政府。承租人 1 是如皋市金属表面处理园的集中式污水处理中心，项目占地 30 亩，项目日处理能力 3500 吨/天。2018 年末，承租人 1 资产总额 6.18 亿元，主要包括固定资产 5.04 亿元、存货 0.74 亿元；同期末，负债总额 4.34 亿元，主要为对江苏皋开投资发展集团有限公司和对如皋皋鼎不动产经营管理有限公司的其他应付款 3.95 亿元；同期末，所有者权益 1.84 亿元。承租人 1 收入全部为废水处理收入，收入来源较为单一；随着园区管网建设的扩大，营业收入和净利润逐步稳定增长，2018 年承租人 1 实现营业收入 0.56 亿元、利润总额 0.24 亿元、净利润 0.18 亿元。整体来看，随着园区管网规模和污水处理需求的增长，承租人 1 营业收入稳步增长，但整体资产规模和收入规模较小，偿债能力一般，基础资产的到期租金支付较大程度上依赖于担保方的偿付能力。

承租人 1 担保人 1 是原江苏英田集团（以下简称“英田集团”）全资子公司江西英田汽车制造有限公司，专业生产低速载货汽车、自卸汽车及各类改装车。2016 年，承租人 1 担保人 1 从江西宜丰迁回如皋经济开发区，引入股东方南通嘉禾科技投资开发有限公司（以下简称“南通嘉禾科技”），对基础设施及设备进行技术改造，于 2017 年 6 月获取轻型载货汽车资质，成为南通地区唯一具备载货汽车底盘和整车生产资质的企业。2020 年 7 月，英田集团将其持有

<sup>15</sup> 根据东方金诚内部行业分类标准划分。

股份全部转让至南通嘉禾科技，截至2020年7月末，承租人1担保人1由南通嘉禾科技100%持股，实际控制人为如皋经济技术开发区管理委员会。承租人1担保人1拥有汽车生产四大工艺设备和研发、检测设备，具备自主研发、试制、试验、检测能力以及完善的营销和售后服务、配件供应体系，具备年产50000辆载货汽车及零部件的能力。截至2018年末，承租人1担保人1资产总额18.82亿元，其中固定资产10.27亿元、存货2.90亿元、应收账款2.62亿元；负债总额6.87亿元，全部为流动负债，包括其他应付款3.64亿元、应付账款2.29亿元和预收账款0.95亿元，无有息负债。同期末，承租人1担保人1所有者权益11.95亿元。受获得新资质加大生产存货储备影响，2018年，承租人1担保人1汽车零部件和整车销售业绩大幅增长，当期实现营业收入11.07亿元，同比大幅增长384.30%；同期，实现利润总额0.56亿元，净利润0.42亿元。整体来看，承租人1担保人1具有较完整的汽车生产销售业务链，随着汽车商用车整车生产资质的获取，其销售收入和利润同比大幅增长，但其资产规模较小，所处行业竞争激烈，毛利率较低，受宏观和区域环境影响较大，其对承租人1提供的保证担保效力较弱。

承租人1担保人2由如皋经济技术开发区管理委员会（以下简称“如皋经开区管委会”）于1993年2月发起组建的全民所有制公司，历经数次增资，截至2020年6月末，注册资本和实收资本均为30.00亿元，如皋经开区管委会为其唯一股东和实际控制人。承租人1担保人2是如皋经济技术开发区（以下简称“如皋经开区”）最重要的基础设施建设和土地开发整理主体，主要从事如皋经开区范围内的基础设施建设、土地开发整理和汽车零部件销售等业务，业务区域专营性很强。2019年末，承租人1担保人2资产总额560.10亿元，以流动资产为主，其中其他应收款、存货、货币资金和应收账款分别占资产总额的39.47%、35.33%、9.83%和6.70%；负债总额316.44亿元，主要包括长期应付款90.91亿元、长期借款65.74亿元、一年内到期的非流动负债51.93亿元。同期末，承租人1担保人2所有者权益243.66亿元，其中实收资本30.00亿元，资本公积170.16亿元。2019年，承租人1担保人2实现营业收入24.36亿元，利润总额6.40亿元，其中政府财政补贴收入为6.18亿元，占利润总额的比重为96.54%，利润对政府财政补贴依赖度较高。整体来看，作为如皋经开区最重要的投融资平台，承租人1担保人2业务区域专营性很强，在财政补贴等方面获得政府及相关方大力支持，偿债能力很强。

## （2）承租人2及其保证人

承租人2成立于2009年，系由泰州华信药业投资有限公司与泰州华健创业投资有限公司共同出资设立的有限责任公司。经多次股权变更，截至2020年3月末，承租人2注册资本29.56亿元，实收资本19.56亿元，泰州医药高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）持股93.23%，为承租人2实际控制人。承租人2是泰州医药高新技术产业开发区（以下简称“医药高新区”）重要投融资主体之一，主要从事医药园区教育学区基础设施的建设及运营工作，包括工程建设、房地产业务等，业务具有较强的区域专营性。

近年来承租人2资产总额持续增长，2019年末为196.18亿元，流动资产占比74.09%，其中存货68.21亿元、其他应收款32.97亿元、应收账款23.55亿元和货币资金18.38亿元，应收款项和其他应收款金额较高，对资金形成一定占用；非流动资产59.83亿元，主要包括投资性房地产26.21亿元和在建工程10.56亿元。截至2020年3月末，承租人2资产总额221.37

亿元，受限资产占比 21.76%，受限比例较高。2019 年末，承租人 2 负债总额 137.10 亿元，主要包括短期借款 23.16 亿元、应付票据 10.86 亿元、长期借款 70.50 亿元和应付债券 7.86 亿元。截至 2020 年 3 月末，承租人 2 负债总额 151.68 亿元。截至 2020 年 3 月末，承租人 2 所有者权益 69.69 亿元，主要包括实收资本 29.56 亿元和资本公积 22.65 亿元。2019 年，承租人实现营业收入 9.60 亿元，利润总额 2.79 亿元，其中政府补贴 1.73 亿元，自身盈利能力较弱。2019 年，承租人 2 分别实现经营活动净现金流、投资活动净现金流和筹资活动净现金流 1.13 亿元、-13.43 亿元和 1.82 亿元。截至 2020 年 3 月末，承租人有息债务余额为 135.84 亿元，短期债务占比 41.52%，主要集中在 2020 年和 2021 年，面临一定集中偿债压力。整体来看，承租人 2 作为医药高新区教育学区基础设施建设主体，业务区域专营性较强，在注资和财政补贴方面获得股东方及关联方支持，整体偿债能力较强。

承租人 2 对应的保证人成立于 2004 年 6 月，由泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泰州城投”）和泰通市交通产业集团有限公司（以下简称“泰通交投”）共同组建，2013 年 11 月，泰州城投和泰通交投将承租人 2 股份全部划归至泰州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。截至 2020 年 6 月末，泰州市国资委持有承租人 2 的 100% 股权，是承租人 2 保证人的实际控制人。

承租人 2 的保证人是泰州高教园区的投融资主体，承担高教园区建设开发及项目融资等职能，主要业务包括基础设施建设和土地整理开发、教育投资和后勤服务等，其中基础设施建设和土地整理开发业务模式相同，由承租人 2 保证人自筹资金投资建设/土地整理，建成/整理完毕后委托方高教园区管委会按照成本加成一定比例（一般为 7%~12%）与承租人 2 保证人结算，市财政及高教园区管委会就项目回购款的结算进行统筹安排。教育投资业务方面，承租人 2 保证人于 2003 年 12 月与南京理工大学和南京师范大学分别签订合作协议，设立南理工泰州学院和南师大泰州学院，由承租人 2 保证人负责学院的基本建设和办学初期经费筹集，后续收入主要包括学费分成收入（分成比例 28%）、住宿费及后勤服务费等。2019 年，上述两校已有约 2.09 万人的规模，学费约 14000 元~16500 元/人/年。

近年来，承租人 2 保证人资产总额有所波动，2019 年末为 190.46 亿元，以流动资产为主；其中其他应收款 44.90 亿元，主要为往来款；无形资产 38.22 亿元，为土地使用权；应收账款 31.33 亿元，高教园区管委会欠款占比 70.92%；在建工程 11.44 亿元；存货 9.67 亿元，主要为代建项目和土地开发成本；货币资金 9.74 亿元；一年内到期的流动资产 9.00 亿元，全部为委托贷款。2019 年末，负债总额 102.69 亿元，主要包括长期借款 36.33 亿元、应付债券 22.50 亿元、一年内到期的非流动负债 32.88 亿元、短期借款 7.41 亿元。2019 年末，承租人 2 保证人所有者权益 87.77 亿元，实收资本和资本公积分别占 57.14%和 31.74%。2019 年，承租人 2 保证人实现营业收入 11.45 亿元、净利润 0.72 亿元，其中收到补贴收入 0.62 亿元，盈利对政府补贴收入依赖性较高；同期，承租人 2 实现经营性现金流净额 2.23 亿元、投资性现金流净额 6.47 亿元、筹资性现金流净额-33.25 亿元。整体来看，承租人 2 保证人是高教园区核心投资建设主体，业务区域专营性很强，在财政补贴等方面得到地方政府的有力支持，偿债能力很强。

### (3) 承租人 3

承租人3成立于2012年7月,初始注册资金2.44亿元,经多次股权变更和增资,截至2020年3月末,承租人3注册资本25.47亿元,实收资本22.32亿元,扬子国投、工银金融资产投资有限公司、南京扬子开发投资有限公司和南京扬子工银科技产业投资基金一期(有限合伙)分别对承租人3的持股比例分别为78.53%、11.91%、5.32%和4.24%,实际控制人为南京市政府。承租人3与扬子租赁存在关联关系。

作为江北新区科技创新的主要运营平台,承租人3主要负责投资运营科创中心、创客中心等科创载体,运作项目包括国家健康医疗大数据中心试点工程、中欧迷你硅谷<sup>16</sup>等。近年来,承租人3资产总额持续增长,截至2019年末,资产总额达85.61亿元,主要是在建工程26.60亿元、投资性房地产24.92亿元和固定资产4.41亿元,资产流动性较弱;同期末,负债总额45.24亿元,主要为长期借款17.21亿元、其他应付款15.70亿元和长期应付款5.65亿元,资产负债率47.16%。同期末,承租人3所有者权益40.37亿元,主要包括实收资本25.47亿元和资本公积12.63亿元。盈利方面,2017年~2019年,承租人3营业收入年均复合增长率为174.71%,快速增长。2019年,承租人3实现营业收入1.48亿元,主要包括检验业务0.72亿元和租赁业务0.65亿元;近年来,承租人3利润总额有所波动,其中2019年实现利润总额0.41亿元,净利润0.23亿元。2019年,承租人实现经营活动产生的现金流净额0.74亿元,投资活动产生的现金流净额-10.36亿元,筹资活动产生的现金流净额10.05亿元。总体来看,承租人3作为是江北新区科技创新的主要运营平台,业务具备较强的区域专营性,资产和营业收入快速增长,整体偿债能力很强。

#### 7.入池资产承租人地区分布

从入池资产承租人所属地区来看,承租人全部位于江苏省,分布于4个城市,位于南通市的OPB占比为36.20%,区域集中度较高。

图表 13: 入池资产承租人地区分布(单位:万元、%、笔)

地区	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
南通市	29000.00	36.20	3	25.00
南京市	21110.69	26.35	5	41.67
泰州市	20000.00	24.97	3	25.00
丹阳市	10000.00	12.48	1	8.33
合计	80110.69	100.00	12	100.00

#### 8.入池资产承租人行行业分布

入池资产承租人所属行业分布较为多元,共涉及4个行业。其中,OPB占比最高的行业为基础设施建设行业,OPB为39000.00亿元,涉及5笔资产,行业集中度较高。

<sup>16</sup> 中欧迷你硅谷项目:与瑞典WINNOC集团签订合作备忘录,共同建设“中欧迷你硅谷创新中心”,在智慧城市、生命健康、大数据等领域展开深入合作。

图表 14：入池资产承租人前十大行业分布（单位：万元、%、笔）

行业	OPB	OPB 占比	笔数	笔数占比
基础设施建设	39000.00	48.68	5	41.67
电力、热力、燃气及水生产和供应业	20000.00	24.97	2	16.67
制造业	19953.29	24.91	4	33.33
科学研究和技术服务业	1157.40	1.44	1	8.33
合计	80110.69	100.00	12	100.00

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高。2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

## 基础资产违约及损失分布

基于入池资产组合特征分析，东方金诚综合考虑违约率、回收率、资产池内各笔基础资产间违约相关性等因素，利用自身开发的资产池信用风险评估模型，模拟了入池资产组合的违约分布和损失分布，同时进一步考虑基础资产与担保人扬子国投的联合违约行为，进而确定受评资产支持票据达到目标信用等级所能承受的资产池违约比率和损失比例。

受评资产支持票据达到目标信用等级所能承受的资产池违约比率和损失比例如图表 15 所示：

图表 15：资产支持票据目标信用等级与资产池违约比率和损失比例的对应关系（单位：%）

目标信用等级	资产池违约比例 (RDR)	资产池损失比例 (RLR)
AAA <sub>sf</sub>	29.63	13.83
AA <sub>sf</sub> <sup>+</sup>	24.97	12.98
AA <sub>sf</sub>	18.72	9.74

注：RDR 为目标信用等级所能承受的资产池违约金额占比，RLR 为预定信用等级所能承受的损失金额占比。

根据测算结果，结合本资产支持票据的分层结构，优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B

级、优先 C 级和次级资产支持票据合计 65.05% 的信用支持、优先 B 级资产支持票据能够获得优先 C 级和次级资产支持票据合计 35.09% 的信用支持，均高于 AAA<sub>sf</sub> 级目标信用等级所能承受的资产池损失比例 13.83%；优先 C 级资产支持票据能够获得次级资产支持票据 5.01% 的信用支持，低于 AAA<sub>sf</sub> 级目标信用等级所能承受的资产池损失比例 13.83%。

同时，基于谨慎性原则，东方金诚采用大额资产集中违约测试，对大额资产集中度风险进行分析，即通过模拟各信用区间下 OPB 占比较高的资产集中违约时目标信用等级的损失比率来判断资产支持票据分层结构是否能提供足够的信用支撑。

图表 16：大额资产集中度风险测试结果（单位：%）

目标信用等级	资产池损失比例
AAA <sub>sf</sub>	16.19
AA <sub>sf</sub>	12.98
AA <sub>sf</sub>	9.74

经过测算，优先 A 级和优先 B 级资产支持票据分别可以获得其对应劣后级 65.05% 和 35.09% 的信用支持，均能够通过 AAA<sub>sf</sub> 级信用等级下大额资产集中违约测试，优先 C 级资产支持票据无法通过 AAA<sub>sf</sub> 级信用等级下大额资产集中违约测试。

## 现金流分析及压力测试

### 现金流分析

东方金诚根据本资产支持票据现金流支付机制、结构化安排以及基础资产池的组合特征，构建了本资产支持票据的现金流模型，并进行了压力测试。其中现金流的流入主要包括入池资产利息回款和本金回款、差额支付承诺人支付的差额补足款等，现金流的流出包括税费、优先级资产支持票据利息和本金等。

假设优先 A 级、优先 B 级和优先 C 级资产支持票据的预期收益率分别为 3.50%、4.00% 和 4.50%，假设本资产支持票据于 2021 年 4 月 16 日设立，本资产支持票据设立之后，正常情况下（即承租人完全按照合同还本付息、无违约、拖欠和提前偿还），现金流入和流出情况如图表 17 所示。

自初始起算日至 2021 年 3 月 6 日，入池资产已回收本金 23953.29 万元，回收利息 3188.93 万元，已回收本金占资产池初始起算日时的 OPB 比例为 29.90%，能够进一步为优先级资产支持票据的按时足额兑付提供保障。

图表 17: 正常情况下现金流入与现金流出的匹配情况 (单位: 万元)

兑付期	预期兑付日	租金收入	税费	优先级收益	优先 A 级 本金	优先 B 级 本金	优先 C 级 本金	次级 本金及收益
1	2021-7-15	25642.98	148.06	745.77	24749.16	0.00	0.00	0.00
2	2021-10-15	6347.70	26.08	544.00	3250.84	2526.78	0.00	0.00
3	2022-1-17	12549.50	41.92	500.50	0.00	12007.08	0.00	0.00
4	2022-4-15	5674.23	77.02	352.76	0.00	5244.45	0.00	0.00
5	2022-7-15	5599.89	24.18	312.48	0.00	4221.69	1041.53	0.00
6	2022-10-17	6166.34	18.91	267.23	0.00	0.00	5880.21	0.00
7	2023-1-16	10920.58	15.69	192.73	0.00	0.00	10712.16	0.00
8	2023-4-17	13041.96	37.24	72.54	0.00	0.00	6466.10	6466.08

### 压力测试

东方金诚通过设置不同的压力条件, 利用现金流模型对优先级资产支持票据本息保障程度进行了压力测试。

若承租人未来收入和还款能力下降, 则基础资产池违约率上升、违约回收率降低。违约事件的发生时间具有不确定性, 若违约时间分布提前或后置, 将对优先级资产支持票据的本息偿付产生不利影响。货币政策的变化和承租人自身状况的改变会导致提前还款率的变化, 从而对本资产支持票据的偿付产生不同影响。若资产支持票据实际发行利率大于预计发行利率, 或者基础资产利率下浮, 都将降低超额利差。东方金诚根据上述不确定因素设置了不同压力情景以测试优先级资产支持票据的临界违约率<sup>17</sup>, 设置的压力情况包括资产回收率下降至 0%、违约回收期上升至 6 个月、早偿率上升至 10%或下降至 0%、违约分布前置或后置、发行利率上浮 100bp。

在预定优先 A 级资产支持票据信用等级上限为 AAA<sub>sf</sub> 的水平下, 设定违约资产回收率降低至 0%、回收期上升至 6 个月、违约时间分布后置、提前还款率下降至 0.00%、利差缩减 100 个基点等压力条件, 优先 A 级资产支持票据本息恰好得到偿付的临界违约率为 99.99%, 高于 AAA<sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平, 可以通过 AAA<sub>sf</sub> 级目标信用等级的压力测试。优先 A 级资产支持票据压力测试结果如图表 18 所示。

图表 18: 优先 A 级资产支持票据压力测试条件和结果

资产支持票据	压力条件	压力测试结果
优先 A 级	违约回收率降低至 0.00%	优先 A 级资产支持票据临界违约率为 99.99%, 高于 AAA <sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平, 可以通过 AAA <sub>sf</sub> 信用等级的压力测试。
	违约时间分布前置	
	回收期上升至 6 个月	
	提前还款率下降至 0.00%	
	利差缩减 100 个 BP	

在预定优先 B 级资产支持票据信用等级上限为 AAA<sub>sf</sub> 的水平下, 设定违约资产回收率降低

<sup>17</sup> 临界违约率是指在预定信用等级的压力情景下, 受评资产支持票据本息恰好得到偿付时的资产池违约率。

至 0%、回收期上升至 6 个月、违约时间分布后置、提前还款率下降至 0.00%、利差缩减 100 个基点等压力条件，优先 B 级资产支持票据本息得到偿付的临界违约率为 41.04%，高于 AAA<sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平，可以通过 AAA<sub>sf</sub> 级目标信用等级的压力测试。

图表 19：优先 B 级资产支持票据压力测试条件和结果

资产支持票据	压力条件	压力测试结果
优先 B 级	违约回收率降低至 0.00%	优先 B 级资产支持票据临界违约率为 41.04%，高于 AAA <sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平，可以通过 AAA <sub>sf</sub> 信用等级的压力测试。
	违约时间分布前置	
	回收期上升至 6 个月	
	提前还款率下降至 0.00%	
	利差缩减 100 个 BP	

在预定优先 C 级资产支持票据信用等级上限为 AAA<sub>sf</sub> 的水平下，设定违约资产回收率降为 0.00%、回收期上升至 6 个月、违约时间分布后置、提前还款率下降至 0.00%、利差缩减 100 个基点等压力条件，优先 C 级资产支持票据本息得到偿付的临界违约率为 9.38%，低于 AAA<sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平，不能通过 AAA<sub>sf</sub> 级目标信用等级的压力测试。但考虑到扬子国投为优先级资产支持票据提供的差额补足承诺，优先 C 级资产支持票据信用等级可提升至 AAA<sub>sf</sub>。

图表 20：优先 C 级资产支持票据压力测试条件和结果

资产支持票据	压力条件	压力测试结果
优先 C 级	违约回收率为 0.00%	优先 C 级资产支持票据临界违约率为 9.38%，低于 AAA <sub>sf</sub> 信用等级下的 RDR (29.63%) 水平，不能通过 AAA <sub>sf</sub> 信用等级的压力测试。
	违约时间分布前置	
	回收期上升至 6 个月	
	提前还款率下降至 0.00%	
	利差缩减 100 个 BP	

综合考虑资产池组合信用风险模型、现金流分析及压力测试结果以及扬子国投的增信作用，东方金诚评定优先 A 级资产支持票据、优先 B 级资产支持票据和优先 C 级资产支持票据的信用等级均为 AAA<sub>sf</sub>。

## 差额支付承诺人

### 1. 主体概况

扬子国投是经南京市人民政府（以下简称“南京市政府”）批准，于 2014 年 4 月由南京市江北新区管理委员会（以下简称“江北新区管委会”）出资设立的国有独资公司。历经数次增资，截至 2020 年 9 月末，扬子国投注册资本和实收资本均为 130.00 亿元，江北新区管委会为其唯一股东，南京市政府为其实际控制人。

扬子国投是南京市江北新区最重要的基础设施建设主体，目前主要从事江北新区直管区范

围内的基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、园区管理及服务、基金投资和公用事业运营等业务。扬子国投原持有南京江北新区国有资产管理有限公司（以下简称“江北国资”）51%的股权。2020年6月，扬子国投对江北国资的股权完全划转至江北新区管委会后<sup>18</sup>，江北国资将主要负责江北新区直管区北部<sup>19</sup>的开发建设，扬子国投不再从事江北新区直管区中化工园的园区管理及服务业务，基础设施建设业务规模亦有所减少，将更加聚焦江北新区核心区的开发建设和江北新区“两城一中心”<sup>20</sup>的主导产业投资。

为弥补江北国资股权划出，江北新区管委会陆续向扬子国投注入与江北国资净资产体量基本相当的货币资金和股权，包括货币资金注资103.74亿元<sup>21</sup>和4家公司100%的股权<sup>22</sup>。截至2018年末，上述划入的4家公司资产总额合计为30.35亿元，净资产合计为8.67亿元。截至2020年9月末，上述事项均已完成工商变更登记，江北新区管委会为弥补江北国资股权划出而向扬子国投的货币注资和股权划入事项已全部完成。

## 2.南京市江北新区直管区区域经济

南京市江北新区是2015年6月经国务院批复设立的全国第13个、江苏省首个国家级新区，战略定位为“三区一平台”，即逐步建设成为自主创新先导区、新型城镇化示范区、长三角地区现代产业集聚区、长江经济带对外开放合作重要平台。

江北新区位于南京市长江以北，包括浦口区、六合区和栖霞区八卦洲街道。2017年5月，江北新区空间架构和组织架构进行了调整。空间架构方面，江北新区划分为直管区（386平方公里，包括南京高新区<sup>23</sup>、南京化工园<sup>24</sup>和顶山、葛塘街道）、共建区（788范围）和协调区（2451范围）三大部分。组织架构方面，南京高新区、南京化工园并入江北新区直管区，南京高新区和南京化工园管理机构并入江北新区管委会。截至2019年末，江北新区直管区面积386.25平方公里（其中核心区面积约33.2平方公里），常住人口84.34万人。

图表 21：江北新区区域划分情况（单位：平方公里）

区域	面积	规划范围	管理体制
直管区	386	高新区、化工园以及顶山街道、葛塘街道（包含核心区）	江北新区管委会统一管理
共建区	788	规划范围内除直管区以外的其他区域	由浦口区、六合区为主开发建设，江北新区对改革创新、经济社会发展、产业布局、开发开放等重大事项进行统筹
协调区	2451	浦口区、六合区和栖霞区八卦洲范围内，除直管区、共建区以外的其他区域	江北新区对涉及关联和长远的事项与相关行政区沟通协调

数据来源：公开资料，东方金诚整理

<sup>18</sup> 根据江北新区管委会《关于江北新区国资公司股权结构调整的通知》（宁新区管发[2019]183号），2019年12月和2020年6月，扬子国投分别将其对江北国资的2%股权和49%股权划转至江北新区管委会，划转后不再持有江北国资股权，并完成了工商变更手续。截至2018年末，江北国资资产总额323.58亿元，净资产111.22亿元；2018年实现营业收入27.21亿元，净利润1.10亿元。

<sup>19</sup> 包含化工园区域及其周边的居民区。

<sup>20</sup> “两城一中心”：江北新区打造的IC之城、基因之城、新金融中心。

<sup>21</sup> 其中70.00亿元用于对扬子国投增资，计入实收资本；其余资金计入资本公积。

<sup>22</sup> 包括南京江北新区中心区发展有限公司（以下简称“江北中心发展”）、南京江北新区枢纽经济发展有限公司（以下简称“江北新区枢纽”）、南京国鼎投资置业有限公司（以下简称“国鼎置业”）、南京江北新区新城科技创业有限公司<sup>22</sup>（以下简称“江北新城科创”）。其中，江北中心发展和江北新区枢纽股权由江北新区管委会划转，国鼎置业股权由南京泰山农工商总公司（以下简称“泰山农工商”）划转，江北新城科创股权由扬子国投控股子公司江北产投通过股权转让方式受让取得。

<sup>23</sup> 南京高新区位于南京市浦口区，范围包括沿江街道、泰山街道、盘城街道，是全国首批也是江苏省首家国家级高新区，园区面积160平方公里，初步形成了软件、生物医药、新能源新材料三大特色产业集群。

<sup>24</sup> 化工园隶属六合区，范围包括大厂、长芦街道，是国家级化学工业园区，规划总面积45平方公里，重点发展石油化工、原料、精细化工、高分子材料、新型化工材料、生命医药项目。

近年来，江北新区直管区重点发展集成电路、生物医药、新金融等前瞻性先导性产业，地区经济保持快速增长，经济实力很强

2018年~2019年，江北新区直管区地区生产总值同比分别增长13.1%和13.2%，增速引领江苏省及南京市。从经济增长动力来看，2019年，江北新区直管区固定资产投资同比增长15.0%，社会消费品零售总额同比增长6.2%，进出口总额同比增长18.3%，均呈现较快增长。产业结构来看，江北新区直管区以二三产业为主，第三产业占比持续提升，2019年，三次产业结构为0.4:56.4:43.2，第三产业占比同比提升7.5个百分点。

图表 22：江北新区直管区主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1471.05	13.1	1800.99	13.2
人均 GDP	202137		-	
规模以上工业总产值	3285.93	-	3536.13	12.5
第三产业增加值	525.54	12.0	778.11	14.2
固定资产投资	630.03	18.0	700.06	15.0
社会消费品零售总额	415.9	12.5	476.31	6.2
进出口总额	261.6	11.8	317.64	18.3
产业结构	0.4: 63.9: 35.7		0.4: 56.4: 43.2	

数据来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，江北新区直管区聚焦“两城一中心”，重点打造具有国际影响力的“芯片之城”、引领国际产业创新前沿的“基因之城”和具有强大辐射力的扬子江“新金融中心”，大力发展集成电路、生物医药、新金融等前瞻性先导性产业。在台积电、健康医疗大数据中心等龙头企业和国家试点带动下，集成电路、生命健康上下游企业正加速集聚。同时，江北新区直管区大力发展资产管理、股权投资等新金融业态，为新兴产业发展提供资本支撑。2019年，江北新区直管区列入省市重大项目共101个，总投资2120亿元；剑桥大学南京科技创新中心正式奠基、华为鲲鹏生态产业基地开园运营、世界500强企业思爱普江苏创新赋能中心、500亿元国家先进制造产业投资基金等纷纷落户。项目建设将为江北新区直管区经济持续发展提供基础。

2019年，随着江苏自贸试验区南京片区落户江北新区，江北新区直管区进入自贸区与国家级新区“双区”联动发展时代，发展前景向好

2019年8月2日，中国（江苏）自由贸易试验区经国务院批复设立，包括南京、苏州、连云港三个片区，其中南京片区全部位于南京江北新区范围内<sup>25</sup>。根据《中国（江苏）自由贸易试验区总体方案》要求，中国（江苏）自由贸易试验区南京片区（以下简称“自贸区南京片区”）功能定位为“两区一平台”，即建设具有国际影响力的自主创新先导区、现代产业示范区和对外开放合作重要平台，力争通过3-5年的改革探索，建成投资贸易便利、服务体系健全、金融创新功能突出、监管高效便捷、法制环境规范、全域联动效应明显的中国自贸试验区新标杆。2019年8月30日，自贸区南京片区在江北新区直管区揭牌。江北新区直管区步入自贸区与国家级新区“双区”联动发展时代，发展前景向好。

<sup>25</sup> 自贸区南京片区规划面积39.55平方公里，东至长江、横江大道、浦滨路，南至虎桥路、西江路，西至环山路、沿江大道、浦乌路，北至锦绣路、凯天路、浦东路；其中，1.4平方公里位于江北新区直管区外，其余均位于江北新区直管区范围内。

### 江北新区直管区一般公共预算收入增长较快，财政实力较强

2017年~2019年，江北新区直管区实现一般公共预算收入127.20亿元、172.60亿元和186.60亿元，保持较快增长；同期，以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入分别为92.06亿元、314.60亿元和260.20亿元，有所波动，易受房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性。支出方面，2017年~2019年，江北新区直管区一般公共预算支出分别为69.60亿元、97.70亿元和120.50亿元，持续增长；同期，地方财政自给率分别为182.76%、176.66%和154.85%，财政自给率很高。截至2019年末，江北新区直管区地方政府债务余额为218.9亿元。

### 3.业务概况

扬子国投是江北新区最重要的基础设施建设主体，目前主要从事江北新区直管区（不含化工园）范围内的基础设施建设、土地开发整理、保障房建设、园区管理及服务、基金投资和公用事业运营等业务。

扬子国投营业收入主要来自于基础设施建设、保障房建设和园区管理及服务等业务。2017年~2019年，受土地开发整理和保障房建设业务项目建设及结算周期影响，营业收入有所波动；其他业务收入主要来自于公用事业运营、租赁、服务费、环境治理等，近年来收入规模保持增长，对营业收入形成重要补充。同期，扬子国投毛利润及毛利率均保持增长。

江北国资股权划出后，扬子国投不再从事化工园的园区管理及服务业务，基础设施建设业务规模亦有所减少，预计园区管理及服务业务收入将大幅下降，未来营业收入或将有所下降。

图表 23：扬子国投营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年		2018年		2019年		2020年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	15.55	21.38	15.71	21.89	14.29	18.86	14.40	30.85
土地开发整理	7.16	9.84	3.00	4.18	7.85	10.36	4.07	8.72
保障房建设	26.55	36.50	20.99	29.25	18.57	24.51	15.92	34.11
园区管理及服务	16.02	22.02	16.78	23.38	17.59	23.22	2.48	5.31
其他	7.47	10.26	15.28	21.29	17.45	23.04	9.80	21.00
合计	72.74	100.00	71.74	100.00	75.75	100.00	46.67	100.00
业务类型	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	3.18	20.44	3.74	23.82	3.35	23.46	3.12	21.67
土地开发整理	2.33	32.54	0.84	27.94	1.48	18.87	0.79	19.41
保障房建设	1.96	7.37	1.24	5.91	2.27	12.23	3.91	24.56
园区管理及服务	3.18	19.85	2.81	16.74	3.46	19.69	0.40	16.13
其他	2.29	30.62	5.91	38.68	6.68	38.28	4.11	41.94
合计	12.93	17.77	14.54	20.26	17.25	22.77	12.33	26.42

资料来源：扬子国投审计报告及财务报表，东方金诚整理

#### (1) 基础设施建设

扬子国投是江北新区最重要的基础设施建设主体，江北国资划出后，基础设施建设业务规模有所减少，但仍将维持很强的专营地位

扬子国投主要负责江北新区直管区范围内的园区路网、配套设施等基础设施建设，是南京江北新区最重要的基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性。业务模式方面，扬子国投自筹资金进行基础设施项目建设，纯公益性项目主要采用代建、回购等模式，即江北新区管委会分年度按照成本加成 10%~30%与扬子国投进行结算，扬子国投据此确认收入；准公益性项目主要以财政补贴及项目经营收益进行平衡；经营性项目完全以经营收入覆盖投资成本。

扬子国投基础设施建设业务主要涉及子公司扬子国投控股子公司江北产投、原江北国资下属子公司南京江北新区建设投资集团有限公司（以下简称“江北建投”）<sup>26</sup>（2019年之前）、南京江北新区公用资产投资发展有限公司（以下简称“江北公用”）、南京市浦口新城开发建设有限公司（以下简称“浦口新城建”）和南京国际健康城投资发展有限公司等。江北产投自2010年以来负责高新区范围内的基础设施建设任务，建设完成了高新区内老区、盘城街道、泰山街道、沿江街道等大街道的升级改造、绿化等项目。江北建投基础设施建设业务范围为化工园区域，承担了化工园 23 平方公里的“十通一平”工程建设任务，江北国资股权划出后，扬子国投在化工园区域的基础设施建设项目规模将相应减少。江北公用主要负责化工园中城市功能区的绿化、环境整治、水利防汛等基础设施建设项目。此外，扬子国投本部投资建设了明发智汇城、“垂直森林”、科创中心和国家健康医疗大数据中心等自建科创载体及相关配套项目，主要用于对外出租。

2017年~2019年，扬子国投实现基础设施建设业务收入 15.55 亿元、15.71 亿元和 14.29 亿元，其中江北建投的基础设施建设业务收入分别为 1.95 亿元、1.56 亿元和 1.03 亿元。2020年 1~9 月，扬子国投基础设施建设业务实现收入 14.40 亿元。

扬子国投未提供全口径在建及拟建基础设施项目情况。截至 2020 年 3 月末，江北产投重点在建基础设施建设项目计划总投资 39.48 亿元，已完成投资 20.62 亿元，尚需投资 18.86 亿元，主要包括大厂、盘城街镇片区雨污分流工程、南京高新区产业区四期 A 片区道路、河道建设工程等项目。截至 2019 年末，江北公用重点在建项目计划总投资为 50.82 亿元，已投资 27.83 亿元，尚需投资 22.99 亿元；重点拟建项目计划总投资 52.94 亿元。

## （2）土地开发整理

扬子国投土地开发整理业务待结算规模较大，预计未来该项收入可保持一定规模，但收入实现进度易受项目建设和结算进度等影响，存在一定不确定性

扬子国投承担江北新区范围内土地一级开发任务，业务区域专营性较强。2019年前，该业务由子公司江北产投和原子公司江北建投负责，2019年后仅由江北产投负责。2017年~2019年，扬子国投实现土地开发整理业务收入分别为 7.16 亿元、3.00 亿元和 7.85 亿元，波动较大。

江北产投受原南京高新区技术产业开发区管委会（以下简称“高新区管委会”，现江北新区管委会）委托，负责高新区范围内委托地块整理和开发工作。江北产投自筹资金对委托地块进行“五通一平”等前期整理和开发。2016年前，原高新区管委会按照挂牌成交价格的 70%~80%返还给江北产投作为土地开发整理收入；2016年起，原高新区管委会在土地整理项目完工后，以经审计的工程成本加成 20%~30%与江北产投进行结算，江北产投以此确认收入。2017

<sup>26</sup> 江北国资对江北建投持股 69.25%，为江北建投控股股东，江北国资划出后，江北建投不再纳入合并报表范围。

年~2019年，江北产投分别实现土地开发整理收入6.60亿元、2.70亿元和6.09亿元。2019年末，江北产投存货中土地开发整理项目账面金额为255.26亿元，主要为江北产投在泰山、盘城、老区、沿江、产业区三期、软件园和产业区四期等片区土地。

江北建投2007年以前负责化工园范围内的土地成片开发任务，通过自筹资金，支付拆迁费、征地费等开发成本。《国有土地使用权出让收支管理办法》发布以来，江北建投不再承担土地成片开发任务，土地开发整理收入由2007年以前开发完成的土地逐步出让形成。江北建投与江北新区管委会于2017年11月制定最新的结算办法，江北建投已开发完成尚未出让的市政用地按最低16万元/亩、项目用地按照最低23万元/亩。2017年，因江北新区管理体制调整，江北新区管委会未对江北建投的土地进行结算；2018年~2019年，江北建投实现土地开发整理收入0.02亿元和0.16亿元。截至2019年末，江北建投存货中未结算土地账面价值为8.75亿元。江北建投不再新增土地开发整理业务，且未结算土地开发整理成本规模较小，预计江北建投不再纳入合并报表范围对扬子国投土地开发整理业务影响较小。

### (3) 保障房建设

扬子国投保障房建设业务区域专营性很强，同时在建及拟建保障房建设项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力

扬子国投保障房建设业务涉及江北新区直管区范围内安置房和经济适用房的建设，主要由子公司江北公用、江北产投及其子公司南京北园投资置业有限公司（以下简称“北园置业”）负责。2017年~2019年及2020年1~9月，扬子国投保障房建设业务收入分别为26.55亿元、20.99亿元、18.57亿元和15.92亿元，收入持续下降，主要系受保障房项目建设及销售进度影响所致。

扬子国投保障房建设完成后，以相关部门制定的销售价格向拆迁居民销售，拆迁居民以获得的拆迁款支付购房款，拆迁款不足以覆盖投资成本的部分由财政补贴向扬子国投补足，财政补贴部分占总房款的比重在15%左右。此外，江北产投负责的保障房项目，可以设置8%的商业配套，以市场价对外出售；江北公用负责的保障房项目，江北新区管委会给予项目总价款（包含税费）的3%作为管理费、3%作为利润。

截至2019年末，江北产投在建保障房项目计划总投资额71.50亿元，已完成投资26.48亿元，尚需投资45.02亿元；拟建保障房项目计划总投资94.00亿元。同期末，江北公用在建保障房项目计划总投资43.85亿元，已完成投资5.86亿元，尚需投资37.99亿元。扬子国投在建及拟建保障房建设项目投资额较大，面临一定的资本支出压力。

### (4) 园区管理及服务

江北国资股权划出后，扬子国投不再从事化工园范围内的园区管理及服务业务，该业务收入将大幅下降

扬子国投园区管理及服务业务由江北国资的下属子公司江北建投和江北公用的下属子公司南京高新公用事业有限责任公司（以下简称“高新公用”）经营。江北建投利用自有的管廊、管线及铁路专线资源，负责化工园范围内公用事业、资产出租及铁路运输等业务。高新公用的园区管理及服务业务范围集中于南京高新区，业务规模相对较小。

2017年~2019年，扬子国投园区管理及服务业务收入分别为16.02亿元、16.78亿元和17.59亿元，其中江北建投占比分别为94.65%、96.33%和95.21%。江北国资股权划出后，扬子国投不再从事化工园范围内的园区管理及服务业务，园区管理及服务业务收入大幅下降，2020年1~9月，扬子国资实现园区管理及服务业务收入2.48亿元。

#### (5) 基金投资和管理

扬子国投基金投资业务主要投资于江北新区范围内基础设施建设、自建科创载体及南京市各区棚户区改造等项目，促进了江北新区基础设施完善及产业培育发展，随着江北新区不断发展，预计基金投资将实现一定收益

扬子国投基金投资和管理业务运营主体为子公司南京扬子江投资基金投资和管理有限公司（以下简称“扬子江基金”）。为进一步促进江北新区建设发展，南京市政府于2014年8月设立江北新区发展基金，委托扬子国投进行运作。江北新区发展基金作为母基金，出资设立子基金，按照市场化运作，重点对江北新区范围内基础设施建设和优势行业、特色产业等科创载体、南京市各区棚户区改造项目进行投资。母基金的资金来源包括市级财政扶持资金、基金（含子基金）运作取得的收益等，子基金的资金来源包括母基金的出资、合伙人的出资、社会募集资金等。市级财政扶持资金由南京市财政局分季度预拨江北新区管委会，年末南京市财政局对预拨资金进行清算，江北新区管委会每年通过预算形式明确市级财政扶持资金的规模和用途。2017年~2019年，扬子江基金分别实现基金管理费收入80.11万元、227.52万元和1325.84万元。截至2019年末，扬子国投设立的主要子基金22支，总规模1249.62亿元。

#### (6) 其他

扬子国投其他业务收入主要来自于公用事业运营、租赁、服务费、环境治理等，近年来收入规模保持增长，对营业收入形成重要补充

江北公用子公司南京远古水业股份有限公司负责南京化学工业园区、六合区全区和浦口区部分地区的自来水供应和部分工业企业的自来水和原水的生产供应，同时承担了以上范围内街镇供水管道的铺设、增压泵站等涉水设施的施工以及自来水安装入户工作。截至2019年末，扬子国投拥有1个自来水厂，设计供水能力为30万吨/日；用水户数达23.84万户，以居民和非居民用水户为主。由于江北新区的供水需求不断增加，该业务收入呈增长趋势。

江北公用子公司南京沿江热力有限公司（以下简称“沿江热力”）是化工园唯一的集中供热主体，沿江热力购热后，通过自身铺设并维护的管线等设施，变压后为化工园内的各类食品生产、印染、洗衣等企业、宾馆、学校等事业单位提供热力蒸汽产品。此外，2019年，江北公用收购南京高新公用事业有限责任公司（以下简称“高新公用”）。高新公用主要负责南京高新区范围内的供热及市政工程施工等业务，供热服务面积为南京高新区建成区内约9平方公里，年供热量约为15~22万吨热蒸汽。

租赁收入主要源于子公司江北产投出租名下办公用房及厂房获得的收入，2019年末，江北产投可供出租资产面积合计155.26万平方米，已出租面积142.29万平方米。随着扬子国投为入园企业提供的3~5年租金减免政策集中到期，公司租赁收入大幅提高，2019年及2020年1~9月，扬子国投租赁业务分别实现收入8.38亿元和2.99亿元。

扬子国投服务费收入源于子公司南京绿环环境服务有限公司提供的城市环境治理、市政环卫设施建设所取得的收入，随着江北新区的建设发展，服务费收入逐年增高。2019年，扬子国投实现物业管理服务收入1.82亿元、项目管理服务收入0.74亿元。

此外，2014年以来，子公司南京扬子开发投资有限公司（以下简称“扬子开投”）作为南京市棚改贷款主体，自国家开发银行获得贷款，转贷给南京市各区棚户区改造主体，贷款本息由各棚户区改造主体承担，南京市政府以棚户区改造项目总投资额的1%向公司支付管理费。各区棚户区改造主体以政府购买服务形式承接棚户区改造项目，相关项目均已列入国家和省级棚户区改造计划。截至2019年末，扬子开投承接的国开行25年期贷款余额为210亿元，已全部转贷。扬子租赁未来将不再新增棚改转贷款。

### 3.外部支持

作为江北新区最重要的基础设施建设主体，扬子国投获得股东及各方在货币注资、股权划拨、资产划拨和财政补贴等方面的大力支持

为弥补原子公司江北国资股权划出，货币注资方面，截至2020年6月末，江北新区管委会已累计向扬子国投注资资金103.74亿元；股权划拨方面，2019年12月，江北新区管委会将江北中心发展、江北新区枢纽100%的股权划转至扬子国投；泰山农工商将其持有的国鼎置业100%股权无偿划转至扬子国投。

资产划拨方面，成立以来，江北新区管委会陆续向扬子国投划拨车辆、土地使用权等资产，2018年末划拨资产账面价值达到14.81亿元。

财政补贴方面，2017年~2019年，扬子国投分别获得财政补贴9.76亿元、2.52亿元4.06亿元。

考虑到未来扬子国投将继续在江北新区基础设施建设和土地开发整理等领域发挥重要作用，预计其将持续获得股东和相关各方的有力支持。

### 4.财务状况

扬子国投提供了经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年的合并审计报告及2020年1~9月未经审计合并财务报表。

图表 24: 2017年~2019年及2020年1~9月扬子国投主要财务数据及指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	1786.10	2063.27	2301.12	2649.15
所有者权益(亿元)	522.92	624.73	693.54	797.45
全部债务(亿元)	1092.46	1251.95	1372.79	1663.48
营业收入(亿元)	72.74	71.74	75.75	46.67
利润总额(亿元)	9.89	7.60	8.99	1.77
营业利润率(%)	16.41	18.73	20.93	23.19
净资产收益率(%)	1.36	0.92	0.84	-
资产负债率(%)	70.72	69.72	69.86	69.90
全部债务资本化比率(%)	67.63	66.71	66.44	67.60
流动比率(%)	361.23	383.67	328.05	406.37
全部债务/EBITDA(倍)	50.37	50.73	54.46	-

EBITDA 利息倍数 (倍)	0.39	0.57	0.45	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-117.84	-61.68	-103.82	-75.70
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-115.90	-100.91	-275.22	-146.78
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	253.01	193.62	322.07	249.98

近年来，扬子国投资产总额保持增长，但以基础设施和土地开发整理等成本为主的存货占比较高，资产流动性一般

近年来，扬子国投资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主。2019年末，扬子国投资产总额2301.12亿元，流动资产占比为60.23%，其中存货731.80亿元，在流动资产中占比较高，对资产流动性造成一定的影响，主要为基础设施建设、土地开发整理、在建保障房业务开发成本672.10亿元、完工开发产品32.25亿元和江北公用负责基础设施建设的工程施工24.19亿元；货币资金322.12亿元，用于质押的存单和保证金为7.18亿元；其他应收款<sup>27</sup>210.91亿元，应收款对象主要为江北新区范围内政府部门及国有企业，2019年末前五单位对应应收款合计占比达65.40%，较为集中；应收账款50.91亿元，主要为应收工程代建费、房租和保障房补偿款等，前五大应收单位款项合计在应收账款中占比为73.08%，较为集中。截至2020年9月末，扬子国投资产总额2649.15亿元，流动资产占比59.84%，资产结构未发生大的变动。

2019年末，扬子国投非流动资产915.12亿元，其中其他非流动资产349.13亿元，为棚户区项目转贷款和委托贷款等；可供出售金融资产169.90亿元，主要为持有的基金及股权投资，包括对江苏惠泉新兴产业发展基金（有限合伙）等基金的投资及对南京宁北轨道交通有限公司等参股公司的以成本计量的可供出售金融资产账面价值159.30亿元，及对南京银行、交通银行及航天发展等上市公司的以公允价值计量的可供出售金融资产账面价值11.67亿元；固定资产148.63亿元；在建工程115.64亿元，主要为扬子国投自建开发的长江之舟综合体、明发智汇城、加速器二期、大众科创中心等科创载体及相关配套项目；投资性房地产68.78亿元，主要为江北新区范围内用于出租的房产，以工业用地、办公楼、商业用地等为主，2019年末大幅增长52.00亿元系计价方式由成本法调整为公允价值计量法所致。截至2020年9月末，扬子国投非流动资产1063.95亿元。

受限资产方面，2019年末，扬子国投受限资产合计为109.04亿元，占资产总额的比重为4.74%，其中受限的货币资金7.18亿元，用于抵押的房产、土地和质押的应收账款合计101.86亿元。

**受股东注资、股权投资基金对非全资子公司增资等影响，近年来扬子国投所有者权益保持增长**

2017年末~2019年末，扬子国投所有者权益年均复合增长率为15.16%，逐年增长。截至2020年9月末，扬子国投所有者权益797.45亿元，其中实收资本130.00亿元，受益于股东增资，近年持续增长；资本公积238.08亿元，近年增长较快，主要由股东及相关各方资金注入、股权出资溢价、财政扶持资金等形成；少数股东权益334.84亿元，占所有者权益比重为41.99%，占比较高，对所有者权益稳定性造成一定影响；其他权益工具57.89亿元，系扬子国投发行的

<sup>27</sup> 不包含应收票据及应收账款。

“18 扬子国投 MTN001”、“18 扬子国投 MTN002”、“18 江北产投 MTN003”等永续债券；未分配利润 20.07 亿元，为历年经营累积。

#### 扬子国投负债总额和有息债务增长较快，债务率保持较高水平

2017 年末~2019 年末，扬子国投负债规模年均复合增长率为 12.81%，较快增长，2019 年末，负债总额为 1607.58 亿元，其中非流动负债占比 73.72%。2019 年末，扬子国投流动负债总额 422.49 亿元，其中短期借款 79.53 亿元，以信用借款和保证借款为主；其他应付款 77.53 亿元，主要为与南京市各级政府或国有企业的经营性往来款，账龄主要集中在 1 年以内；一年内到期的非流动负债 206.65 亿元，包括一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款分别为 146.01 亿元、56.83 亿元和 3.82 亿元。同期末，扬子国投非流动负债 1185.08 亿元，其中长期借款 741.09 亿元，包括质押借款、保证借款和信用借款分别为 250.34 亿元、462.10 亿元和 111.00 亿元；应付债券 299.23 亿元，发债主体包括公司本部、江北产投和江北公投，发债品种涉及企业债、公司债、中期票据及美元债等；专项应付款 72.54 亿元，主要是专项置换债券和专项资金；长期应付款 47.60 亿元，主要为融资租赁借款和信托融资款。截至 2020 年 9 月末，扬子国投负债总额为 1851.70 亿元，负债结构较 2019 年末未发生大的变动。

近年来，扬子国投有息债务规模持续增长，其中短期有息债务增速较快。截至 2020 年 9 月末，扬子国投有息债务规模为 1663.48 亿元，其中短期有息债务占比 16.24%。同期末，扬子国投资产负债率 69.90%，近年来维持在 70%左右，资产负债率较高；全部债务资本化比率 67.60%。

截至 2020 年 9 月末，扬子国投货币资金为 357.05 亿元，短期有息债务为 270.12 亿元，货币资金对短期有息债务覆盖能力较好；流动比率、速动比率分别为 406.37%、176.50%，保持在较高水平。2017 年~2019 年，扬子国投 EBITDA 利息倍数逐年有所下降，全部债务/EBITDA 有所波动，2019 年 EBITDA 利息倍数为 0.45 倍，全部债务/EBITDA 为 54.47 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度很弱。

2020 年 6 月末，扬子国投对外担保余额 30.62 亿元，担保比率为 3.95%，担保比率相对较低，担保对象主要为浦口区、六合区基础设施建设主体，预计代偿风险较小。

扬子国投与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为顺畅。2019 年末，扬子国投共获得金融机构授信 1786.26 亿元，未使用授信额度为 604.93 亿元。作为江北新区最重要的基础设施建设主体，扬子国投业务具有很强的区域专营性，得到股东及相关各方的有力支持，同时融资渠道顺畅。东方金诚认为，扬子国投综合偿债能力极强。

**扬子国投近年来利润总额有所波动，利润对投资收益和政府补贴的依赖程度较高，整体盈利能力较弱**

近年来，扬子国投营业收入有所波动，营业利润率保持增长，2019 年扬子国投实现营业收入 75.75 亿元，营业利润率为 20.93%；2017 年~2019 年，扬子国投期间费用分别为 14.44 亿元、18.47 亿元和 20.83 亿元，占营业收入的比重分别为 19.85%、25.75%和 27.50%，以管理费用和财务费用为主。2020 年 1~9 月，扬子国投实现营业收入 46.67 亿元，营业利润率 23.19%，

利润总额 1.77 亿元。

扬子国投公允价值变动损益主要来自于投资性房地产公允价值波动，投资收益主要来自于可供出售金融资产持有期间的分红和权益法核算的长期股权投资收益。2017 年~2019 年，扬子国投利润总额有所波动，分别为 9.89 亿元、7.60 亿元和 8.99 亿元，财政补贴占利润总额的比重分别为 98.74%、33.12%和 45.16%，利润总额对投资收益和政府补贴的依赖程度较高。同期，扬子国投总资产收益率和净资产收益率均较低，2019 年分别为 0.88%和 0.84%，整体盈利能力较弱。

#### 近年来，扬子国投经营性和投资性净现金流入持续净流出，现金来源主要依靠筹资活动

2017 年~2019 年，扬子国投经营活动现金流持续为净流出，其中，经营活动现金流入主要来自于保障房销售、园区管理及服务等主营业务现金流入和收回的往来款项；经营活动现金流出主要用于支付土地开发整理、基础设施等项目建设支出以及往来款支出。2019 年，扬子国投实现经营活动净现金流-103.82 亿元。同期，扬子国投现金收入比分别为 83.64%、129.92%和 80.48%，有所波动但总体维持较高水平，主营业务获现能力较好。

2017 年~2019 年，扬子国投投资活动现金流持续为净流出，投资活动现金流入主要来自于收回投资及可供出售金融资产持有期间的分红；投资活动现金流出主要用于棚户区改造项目转贷及自建科创载体等项目投资。2019 年，扬子国投实现投资活动净现金流-275.22 亿元。

2017 年~2019 年，扬子国投筹资活动现金流持续净流入，筹资活动现金流入主要来自于股东注资、棚户区改造贷款、金融机构借款等；筹资活动现金流出主要用于偿还有息债务及其利息。2019 年，扬子国投实现筹资活动净现金流 322.07 亿元。

综上，东方金诚评定扬子国投的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。东方金诚认为，扬子国投作为差额补足承诺人对本资产支持票据具有很强的增信作用。

## 参与机构履约能力分析

### 受托人

本资产支持票据的受托人为江苏信托。江苏信托前身为江苏省国际信托投资公司，成立于 1981 年，2001 年和江苏省投资管理有限责任公司进行集团化重组改制，控股股东变为江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“江苏国信资管”）；2002 年更名为江苏省国际信托投资有限责任公司，注册资本 24.84 亿元；2007 年，更名为现名；2013 年，注册资本增至 26.84 亿元。2016 年，江苏舜天船舶股份有限公司（后于 2017 年更名为江苏国信股份有限公司，以下简称“江苏国信”）向江苏国信资管发行股份以收购其所拥有的江苏信托 81.49%的股权，成为江苏信托的控股股东。2018 年 6 月，江苏信托注册资本增至 37.60 亿元。截至 2019 年末，江苏信托注册资本为 37.60 亿元，江苏国信持股比例 81.49%，为江苏信托控股股东。

2019 年末，江苏信托总资产 234.28 亿元，所有者权益 204.86 亿元；2019 年实现主营业务收入 32.35 亿元，利润总额 29.50 亿元，同比分别增长 42.52%和 35.86%，业务发展态势良好。2019 年末，江苏信托受托资产规模为 3677.23 亿元，其中，集合信托计划规模为 1031.67 亿元，

单一信托计划规模为 2563.10 亿元，财产权信托计划规模为 82.46 亿元；2019 年，江苏信托实现手续费及佣金收入 11.53 亿元，较 2018 年增长 4.18%。在资产证券化业务领域，江苏信托积极部署和推动相关业务，作为发行载体管理机构、受托机构等参与的资产证券化项目共 10 单，在资产证券化项目受托人业务方面积累了一定的经验。

内部控制和风险管理方面，江苏信托设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层的“三会一层”的组织结构，设立重大项目决策委员会对所有重大项目和交易安排进行审议，前中后台各部门职责分明，相互分离、相互制约；业务内控上，江苏信托对自营业务和信托业务相互分离，制定了关联交易审批制度，加强管理交易决策和监督的控制；建立了信息交流和反馈机制、内部管理信息系统，并设立内审部门，加强内控的监督评价与纠正。风险管理方面，江苏信托建立了以“事前预防为主、事中控制及事后补救为辅”的风险控制基本原则，明确由董事会、风险管理委员会、首席风控官、风险管理部、审计部、财务部的风险管理组织结构与职责划分，制定对信用风险、市场风险、操作风险和其他可能面临风险的风险管理策略。总得来看，江苏信托已基本形成了较为健全的内控机制和风险管理体系。

东方金诚认为，江苏信托业务发展良好，内控流程及风险管理机制较完善，在资产证券化业务有相关的受托管理经验，能够为本资产支持票据提供合格的受托管理服务。

### 保管人/监管银行

南京银行前身为成立于 1996 年的南京城市合作银行股份有限公司，是在原南京市 39 家城市信用社及信用联社的基础上组建而成，初始注册资本 3.50 亿元。2001 年和 2005 年，南京银行分别引入境外战略投资者国际金融公司和法国巴黎银行；2006 年，正式更名为南京银行股份有限公司。2007 年南京银行在上海证券交易所上市，成为国内首批上市的城市商业银行之一。上市后，南京银行股权较为分散、无控股股东和实际控制人，在业务和经营方面保持了较高的独立性。经多次增资，截至 2020 年 9 月末，南京银行总股本 100.07 亿元，前三大股东分别为法国巴黎银行、南京紫金投资集团有限责任公司、江苏交通控股有限公司，持股比例分别为 13.92%、11.92%和 9.99%。

2020 年 6 月末，南京银行在全国设立分行 18 家，营业网点 200 家，经营规模和市场地位稳步提升。2020 年 9 月末，南京银行合并口径资产总额为 14951.03 亿元，股东权益为 1048.38 亿元，存款总额 9166.00 亿元，贷款总额 6744.70 亿元；不良贷款率为 0.90%；拨备覆盖率 379.93%，按照新监管口径计算的期末资本充足率为 14.71%、一级资本充足率为 10.90%、核心一级资本充足率为 9.86%。2019 年，南京银行实现营业收入 324.42 亿元，净利润 125.67 亿元。2020 年 1~9 月，南京银行实现营业收入 250.45 亿元，净利润 101.74 亿元。

在资产托管业务方面，南京银行在 2016 年 8 月将资产托管部整体搬迁至上海总部，上线“鑫托管”系统，托管业务规模和收入持续增长。2019 年，南京银行资产托管业务加强客户拓展，加快系统建设，积极营销净值型理财产品，理财托管规模保持增长，通过多种方式推进与信托公司的合作关系，开通托管网银直通车版，新增中债、上清的直联模块，升级“鑫托管”系统内控管理模块，实现鑫托管系统对业务的全流程控制。2019 年末，南京银行托管业务规模为 1.77 万亿元。2019 年，南京银行实现资产托管收入 3.15 亿元。

南京银行已构建了董事会领导下的职责清晰、分工明确的全面风险管理组织架构，持续完

善符合自身实际的全面风险管理体系，不断推进风险管理技术的开发和应用，深化落实新资本协议，针对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、法律与合规风险、信息技术风险及声誉风险等建立了相应风险防范对策，南京银行风险管理能力在不断提升。

东方金诚认为，南京银行作为本期资产支持票据的资金保管机构/资金监管机构，综合实力很强，风险管理体系完备，本期资产支持票据因南京银行履约能力不足所引致的风险极低。

## 结论

东方金诚通过对本期资产支持票据的交易结构、基础资产信用质量、增信措施以及各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流分析及压力测试基础上，评定优先 A 级~优先 C 级资产支持票据的信用等级均为 AAA<sub>sf</sub>，对次级资产支持票据未予评级。

## 附件一：本资产支持票据涉及的信用触发事件

### 权利完善事件：

系指以下任一事件：

- (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) 当评级机构给予差额补足承诺人的主体长期信用评级低于【AA】级；
- (c) 发生与委托人有关的丧失清偿能力事件；
- (d) 资产服务机构最近一次经审计的不良率高于【5】%；
- (e) 发生违约事件。

### 违约事件：

系指以下任一事件：

- (a) 受托机构未能在兑付日后 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
- (b) 受托机构未能在法定到期日前 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；
- (c) 交易文件的相关方（委托人、受托机构、资产服务机构、资金保管机构、差额补足承诺人等）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；
- (d) 差额补足承诺人未能根据《差额补足承诺函》的约定按时足额支付差额补足款；
- (e) 发生债务人丧失清偿能力事件的。

### 丧失清偿能力事件：

就债务人、差额补足承诺人、委托人、受托人、资金保管机构、借款人而言，系指以下任一事件：

- (a) 经相关监管机构同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或相关监管机构向人民法院提出对上述机构进行重整或破产清算的申请；
- (b) 其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在 120 个工作日内被驳回或撤诉；
- (c) 上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向相关监管机构申请解散；
- (d) 相关监管机构根据有关法律规定责令上述机构解散；
- (e) 相关监管机构公告将上述机构接管；
- (f) 上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的法律被视为不能按期偿付债务；或
- (g) 上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。

### 差额补足启动事件：

系指以下任一事件：

(a) 在信托终止日之前，

(i) 截至任何一个兑付日（若该兑付日非预期到期日）的前一个信托利益核算日，信托财产专户内可供分配的资金不足以支付该兑付日应付的优先级资产支持票据当期的应付利息及相关税收、费用和报酬；

(ii) 截至任何一个预期到期日的前一个信托利益核算日，信托财产专户内可供分配的资金不足以支付完毕相关税收、费用和报酬、预期到期日届至的优先级资产支持票据的未偿本金余额和应付未付利息以及预期到期日未届至的优先级资产支持票据的应付利息；

(b) 在信托终止日之后，受托机构根据经资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产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应付本息及相关税收、费用和报酬。

#### 加速清偿事件：

系指以下任一事件：

##### (a) 自动生效的加速清偿事件

(i) 委托人发生任何丧失清偿能力事件；

(ii) 发生任何资产服务机构解任事件；

(iii) 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；

(iv) 根据《信托合同》的约定，需要更换受托人，且在 90 个自然日内仍无法找到合格的继任机构。

(v) 在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过【5】%；

##### (b) 需经宣布生效的加速清偿事件

(vi) 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（iii）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 个自然日内未能得到补救；

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

(viii) 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有重大不利影响的事件；

(ix) 交易文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响；

(x) 在任一差额补足划款日，差额补足承诺人未按照本合同及《差额补足承诺函》的相关约定向信托财产专户划转足额差额补足金额。

发生以上（i）至（v）项所列的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（vi）至（x）项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时，受托人应于知悉后（资产服务机构已通知受托人）通知所有的资产支持票据持有人。资产支持票据持有人大会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、登记托管机构和评级机构发送书面通知，宣布加速清偿事件已经发生，宣布之日应视为该等加速清偿事件的发生之日。资产支持票据持有人大会可以决议不宣布发生加速清偿事件。

**重大不利变化:**

系指任何自然人、合伙、有限责任公司、股份有限公司、信托（包括商业信托）、非公司制团体、合资企业、企业法人、政府实体或其他任何实体的法律地位、财务状况、资产或业务前景的不利变化，这些变化对其履行交易文件项下义务的能力产生重大不利影响。

**重大不利影响:**

系指根据受托机构的合理判断，可能对以下各项产生重大不利影响的事件、情况、监管行为、制裁或罚款：

- (a) 资产的可回收性；
- (b) 委托人或资产服务机构的财务或其他状况、业务或财产，或
- (c) 委托人、受托机构、资产服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构履行其在交易文件下各自义务的能力；
- (d) 资产支持票据持有人的权益；
- (e) 信托或信托财产。

**资产服务机构解任事件:**

系指以下任一事件：

(a) 资产服务机构未能于回收款转付日根据《资产服务协议》按时付款（除非由于资产服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而使该回收款转付日顺延），且在回收款转付日（如发生前述顺延情形，则指顺延后的回收款转付日）后的3个工作日内仍未付款；

(b) 资产服务机构停止或明确表示将停止其全部或实质部分的融资租赁业务；

(c) 发生与资产服务机构有关的丧失清偿能力事件；

(d) 资产服务机构未能保持履行《资产服务协议》项下实质性义务所需的资格（特别是从事与资产有关的融资租赁业务的资格）、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；

(e) 资产服务机构严重违反：(i) 除付款义务和提供报告义务以外的其他义务；(ii) 资产服务机构在交易文件中所做的任何陈述和保证，且在资产服务机构实际得知（不管是否收到受托人的通知）该等违约行为后，该行为仍持续超过15个工作日，以致对资产池的回收产生重大不利影响；

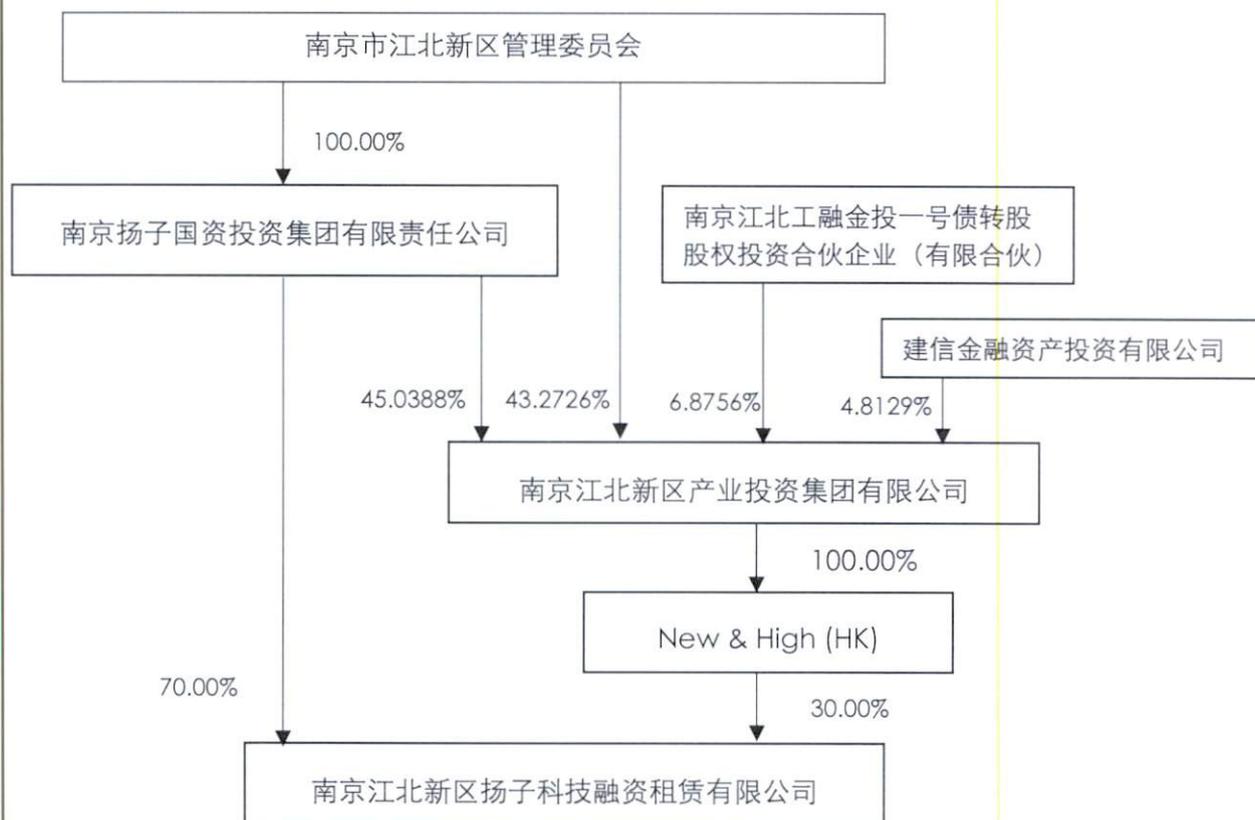
(f) 资产支持票据持有人会议合理认为已经发生与资产服务机构有关的重大不利变化；

(g) 仅在委托人为资产服务机构时，资产服务机构未能落实《资产服务协议》的规定，在信托生效后90日内，未能按照受托人的要求，对《资产服务协议》指明的所有资产文件原件以及与上述资产文件相关的所有文件按《资产服务协议》的约定进行保管；

(h) 在将对资产服务机构报告执行商定程序的报告的审阅结果书面通知资产服务机构后的90日内，受托人合理地认为：(i) 资产服务机构已经实质性违反其在任何交易文件中所做的陈述或保证；或(ii) 审阅结果无法令人满意时，受托人应立即通知资产服务机构。资产服务机构在接到该通知后5个工作日内应向受托人书面出具回复意见。如果受托人对资产服务机构的书面回复意见仍不满意，则受托人将上述相关事项提交资产支持票据持有人会议决议，且资产支

持票据持有人会议合理认为已经发生重大不利影响。

附件二：截至 2020 年 9 月末扬子国投、扬子租赁股权结构图



### 附件三：合格资产、不合格资产、违约资产

#### 合格标准：

(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) 资产涉及的融资租赁债权应当基于真实、合法的交易活动产生，交易对价公允，具备商业合理性；

(c) 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；

(d) 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；

(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，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，且承租人未被列为失信被执行人；

(f) 融资租赁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；

(g) 委托人合法拥有资产，且除出质资产外，资产上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；就出质资产而言，委托人承诺于信托生效日前取得质权人关于委托人以出质资产设立信托的同意并承诺于信托生效日后【50】个自然日内解除出质资产上的权利负担并办理完毕出质资产应收账款质押登记的变更/注销手续；

(h) 除出质资产外，资产可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人或其他主体的同意；就出质资产而言，委托人承诺于信托生效日前取得质权人关于委托人以出质资产设立信托的同意；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) 资产如附有由融资租赁保证人提供的保证担保或由融资租赁物权担保人提供的抵押、质押等担保，则由融资租赁保证人签署的融资租赁保证合同、由融资租赁物权担保人签署的融资租赁物权担保合同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、融资租赁保证人、融资租赁物权担保人或其他主体的同意；

(j) 资产所对应的任一份租赁合同项下到期的租金均已按时（含5天宽限期）足额支付，无违约情况；

(k) 委托人已按照租赁合同或其相关租赁物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购买价款（委托人有权保留的服务费、首期租金（如有）除外）；

(l) 租赁物上未向第三方（向委托人抵押的除外）设定抵押权、质权或其他担保物权；

(m) 资产所对应的任一份租赁合同项下的租金支付条件已满足，历史租金支付情况良好，承租人履行其租金支付义务不存在任何抗辩事由和抵消情形；

(n) 资产或租赁物不涉及国防、军工或其他国家机密；

(o) 资产或租赁物不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(p) 资产均属正常类；

(q) 根据租赁合同，相关租赁物均已按照租赁合同的约定交付给承租人并已起租；

(r) 基础资产所包含的每笔融资租赁债权的起租日最晚不迟于 2020 年 8 月 16 日，每笔融资租赁债权的到期日不迟于 2023 年 10 月 16 日。

**不合格资产：**

系指发生以下任一情形的基础资产：

- (a) 在初始起算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《信托合同》第 3.9.1 款约定的在权利完善事件发生后的相应期限内办理完毕相应“抵押权”、“质权”的转移登记手续及租赁物件所有权变更登记手续的。
- (c) 在抵押权和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。
- (d) 出现善意第三人对租赁物件主张权利，导致出租人或受托人所享有的租赁物件的所有权无法对抗善意第三人的。
- (e) 信托生效日起【50】个自然日内未能解除其权利负担并办理完毕应收账款质押登记的变更/注销手续的出质资产。

**违约资产：**

在无重复计算的情况，系指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。为避免异议，仅重新确定还款计划未延长租赁期限或降低未偿本金余额的融资租赁债权以及资产服务机构根据《资产服务协议》约定在受托人授权范围内对租赁合同予以变更的资产不属于本项所述的违约资产。

融资租赁债权在被认定为违约资产后，即使承租人或融资租赁担保人又正常还款或结清该笔融资租赁债权，该笔融资租赁债权仍不能恢复为正常融资租赁债权。

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
<b>经营效率指标</b>	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务  
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：主体信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 附件六：资产支持票据信用等级符号及定义

符号	定义
AAA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 附件七：影子评级符号及定义

东方金诚影子评级所采用的基本原理和方法与东方金诚的主体长期信用评级及其相关债项评级一致，是对受评对象偿债能力和偿债意愿的综合评价，是对违约可能性及违约损失程度的综合评估。东方金诚主要基于资产服务机构所提供的基础资产资料，对债务人及担保方（若有）进行综合分析，在考察因素包括其所属行业、企业性质、企业规模、企业经营状况、企业财务状况、款项偿还情况等基础上形成影子评级分析结果，由东方金诚信用评审委员会讨论确定影子评级结果。

考虑到资产支持票据评级作业在条件和时间上的限制，入池资产对应债务人及债项的影子评级流程相对于东方金诚的企业主体长期信用评级及其相关债项评级过程有一定程度的简化。影子评级用于衡量每笔入池资产所涉及的债务人主体和债项的信用质量，是判断基础资产池整体信用质量以及评定资产支持票据信用等级的基础。影子评级不是东方金诚对债务人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。

符号	定义
AAA <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	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 <sub>s</sub>	不能偿还债务

注：除 AAA<sub>s</sub> 级，CCC<sub>s</sub> 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“南京江北新区扬子科技融资租赁有限公司 2021 年度第一期资产支持票据”的存续期内密切关注基础资产质量变化、交易结构稳定性、参与方实际履约能力及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，并于每年 7 月 31 日前出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评对象信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人等相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于资产管理报告、托管报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2021年3月31日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。