

信用等级公告

联合[2007] 722 号

联合资信评估有限公司通过对中国对外经济贸易信托投资有限公司拟发行的“兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估, 确定

兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券

优先 A1 级证券的信用等级为 AAA

优先 A2 级证券的信用等级为 AAA

优先 B 级证券的信用等级为 A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年十一月三十日



兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券 信用评级报告

评级种类：

信贷资产支持证券（CLO）

评级结果

资产支持 证券	信用 级别	发行 规模	总量 占比	票面 利率
优先 A1	AAA	250000 万元	47.68%	固定利率
优先 A2	AAA	180000 万元	34.33%	浮动利率
优先 B	A	57000 万元	10.87%	浮动利率
次级	NR	37325 万元	7.12%	—

NR——未予评级

证券法定到期日：2014 年 04 月 26 日
交易类型：静态现金流型 CLO
载体形式：特殊目的信托
信托财产：兴业银行发放的 524325 万元公司贷款
资产池加权平均级别：A+/A
信用提升机制：优先/次级结构
发起机构/贷款服务机构：兴业银行股份有限公司
受托机构/发行人：中国对外经济贸易信托投资有限公司
主承销商/簿记管理人：国泰君安证券股份有限公司

交易概览

报告出具日：2007-11-30

评估基准日：2007-11-21

分析师

甘铭山 刘 静 张弛

Tel: 010-85679696

E-mail: lianhe@lianheratings.com.cn

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

<http://www.lianheratings.com.cn>

评级观点

联合资信综合考量了本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等多方因素，并在进行资产池信用分析和结构现金流分析的基础之上确定了本期“兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券”的评级结果：优先 A 级证券（包括优先 A1、优先 A2）信用等级为 AAA；优先 B 级证券信用等级为 A；上述优先级证券的评级结果反映的是优先级证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前足额偿付的可能性。

优势

1. 入池贷款信用质量较高，借款人加权平均级别为 A+/A（未考虑担保支持因素）；
2. 优先/次级结构等内部信用提升机制为优先级证券的偿付提供了有力保障；
3. 流动性准备金设置以及加速清偿事件、违约事件等触发机制为优先级证券的偿付提供了进一步的保障；
4. 入池贷款利率与本期证券利率之间所存在的较大利差收益幅度为本期证券提供了一定的信用支持。

关注

1. 入池贷款在行业分布、债务人分布等方面的集中度较高，存在一定的集中风险；
2. 入池贷款信用类贷款占比为 56.32%，占比偏高；
3. 房地产行业入池贷款占比超过 10%；
4. 部分入池贷款的偿付要依赖于地方政府的财政实力，地方政府的公共支出职责以及财政偿债能力等都将给贷款的偿付带来不确定性；
5. 资产证券化的法律法规尚处实践之中，新

兴市场中创新金融产品的法律及政策具有不确定性。

风险缓释

1. 联合资信在现金流分析过程中考虑了宏观经济系统性风险以及资产池集中度风险；
2. 部分房地产行业的入池贷款由实力较强的企业提供了担保；
3. 依赖于地方政府财政实力的入池贷款多处于经济较为发达地区，地方财政实力较强；
4. 实践之中的法律虽然尚待完善，但出于政策一致性以及风险控制的考虑，监管机构大幅度变动现行法律法规的可能性不大。

一、交易概要

1. 交易结构

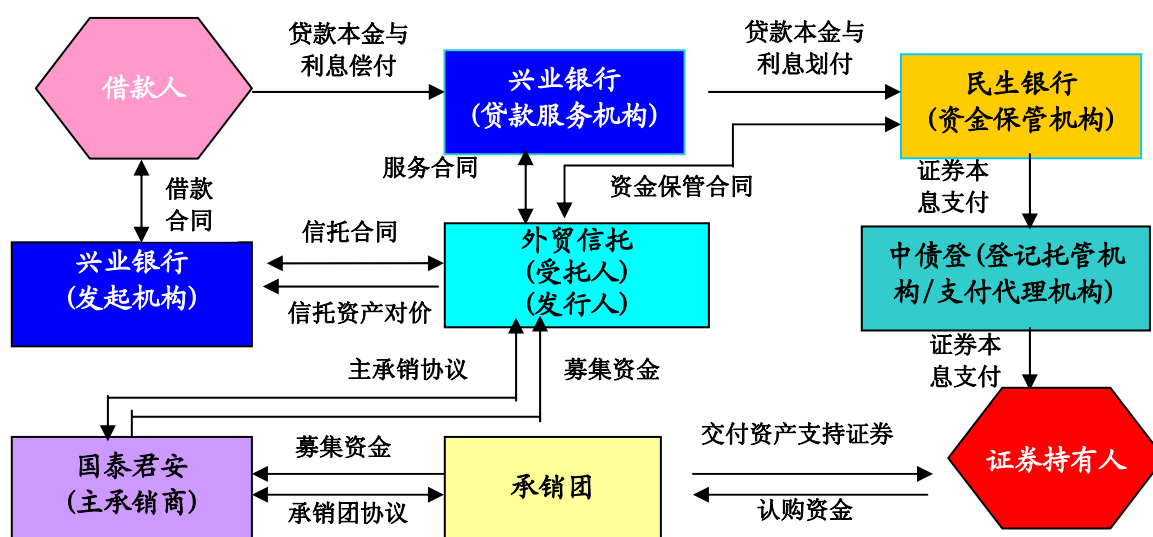
本交易之发起机构兴业银行股份有限公司(以下简称“兴业银行”)按照国内现行的有关法律及规章,将其合法所有并且符合本信托合同约定的合格标准的对公信贷资产 524325 万元(评估基准日 2007 年 11 月 21 日)作为基础资产,采用特殊目的信托载体机制,通过中国对外经济贸易信托投资有限公司(以下简称“外贸信托”)设立“兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产证券化信托”,外贸信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 级资产支持证券(包括 A1 级资产支持证券和 A2 级资产支持证券)、优先 B 级资产支持证券和次级资产支持证券,投资者通过购买并持有该资

产支持证券取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托机构: 兴业银行股份有限公司
受托机构/发行人: 中国对外经济贸易信托投资有限公司
贷款服务机构: 兴业银行股份有限公司
资金保管机构: 中国民生银行股份有限公司
证券托管机构: 中央国债登记结算有限责任公司
交易安排顾问: 渣打银行(香港)有限公司
信用评级机构: 联合资信评估有限公司
会计/税务顾问: 安永华明会计师事务所有限公司
法律顾问: 中伦金通律师事务所
主承销商/簿记管理人: 国泰君安证券股份有限公司

图 1 交易安排



2. 资产支持证券

本期资产支持证券(以下简称“证券”)按季清偿本息,优先 A 级、优先 B 级以及次级证券采用顺序偿付结构,劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级;优先 A 级证券拆分为优先 A1 和优先 A2 级证券,其中优先 A1 级证券按计划分期摊还,优先 A2 级证券采用过手式偿付结构;若优先 A2 级证券的

本金先于优先 A1 级证券的本金清偿完毕,则优先 A1 级证券不再按计划摊还,以过手式偿付结构偿付本金直至清偿完毕后,优先 B 级和次级证券按过手式顺序结构偿付本金。

优先 A1、优先 A2、以及优先 B 级证券采用簿记建档方式发行,次级证券采用定向方式发行。优先 A1 级证券采用固定利率,优先 A2 和优先 B 级证券采用浮动利率,次级证券不设

票面利率，在既定条件下取得不高于 5% 的限额 内期间收益以及最终的清算收益。

表 2 资产支持证券特征

资产支持证券	信用级别	发行规模	总量占比	票面利率	预定到期日	加权平均期限
优先 A1	AAA	250000 万元	47.68%	固定利率	2010-12-31	1.72 年
优先 A2	AAA	180000 万元	34.33%	浮动利率	2010-12-31	1.76 年
优先 B	A	57000 万元	10.87%	浮动利率	2011-6-30	3.19 年
次级	NR	37325 万元	7.12%	—	2012-6-30	-

NR——未予评级

3. 标的资产池

本交易的标的资产池涉及发起机构兴业银行向 34 户借款人发放的 47 笔人民币公司贷款，评估基准日资产池未偿本金余额为人民币 524325 万元。

根据信托合同规定，所有入池资产必须符合以下合格标准：

- ◆ 全部为兴业银行合法所有的信用贷款和保证担保贷款；
- ◆ 每笔债权均合法有效，没有关于债权转让的限制性规定；
- ◆ 每笔贷款均未到期，且合同到期日不迟于次级资产支持证券的预期到期日；
- ◆ 贷款组合不包含债务人为外国人或无国籍人或外国企业和组织的债权、或涉及军工或其它国家机密的债权；
- ◆ 兴业银行最终确定的附有担保的入池贷款的担保类型应为保证方式，且该

贷款所对应的保证均合法有效；

- ◆ 贷款全部为正常类贷款；
- ◆ 贷款组合均未涉及未决的诉讼或仲裁。

按照联合资信对资产池逐笔贷款的评估结果，资产池借款人加权平均信用级别为 A⁺/A。

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	524325 万元
资产池初始本金	563325 万元
借款人户数	34 户
贷款笔数	47 笔
单笔/单户贷款最大未偿本金余额	30000 万元/30000 万元
加权平均现行贷款利率	6.655%
入池贷款加权平均贷款期限/加权平均剩余期限	3.74 年/2.13 年
单笔贷款最短/最长剩余期限	0.59 年/4.21 年
借款人加权平均信用级别	A ⁺ /A

二、基础资产分析

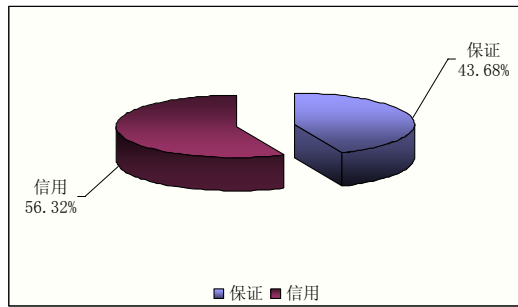
本交易的标的资产为受托人外贸信托受让的兴业银行静态人民币公司贷款资产池，评估基准日为 2007 年 11 月 21 日。

1. 入池贷款性质分布

入池贷款均为兴业银行发放的人民币信用或保证类公司贷款，其中保证类贷款共计 20 笔，未偿本金余额 229000 万元，占评估基准日

资产池未偿本金余额的 43.68%；信用类贷款共计 27 笔，未偿本金余额 295325 万元，占评估基准日资产池未偿本金余额的 56.32%，信用类贷款占比较高。按照兴业银行的五级分类统计口径，本资产池的入池贷款全部为正常类贷款。

图2 入池贷款性质分布情况



2. 入池贷款地区分布

入池贷款涉及的借款人分布于全国 10 个城市（具体分布见下表）。

表4 借款人地区分布 单位:万元

地区	借款人户数	入池贷款金额	占比
上海市	7	104500	19.93%
济南市	6	82000	15.64%
太原市	3	80000	15.26%
深圳市	3	52000	9.92%
广州市	3	50000	9.54%
佛山市	2	41000	7.82%
厦门市	5	39325	7.50%
宁波市	2	28000	5.34%
泉州市	2	24500	4.67%
重庆市	1	23000	4.39%
合 计	34	524325	100.00%

由上表可知，借款人均来自经济较为发达的城市，其中借款人占比最高的城市是上海市，共涉及 7 户借款人，9 笔贷款，未偿本金余额占比为 19.93%。上海市的借款人多具有政府背景，部分借款人的还款依赖政府财政拨款，借款人信用级别分布为 A⁺至 A⁻，9 笔贷款中，共有 5 笔贷款为信用贷款，借款人信用级别分布为 A 至 A⁻，分布在公共设施管理业、房屋和土木工程建筑业、以及环境管理业。资产池中占比超过 10%的城市还包括济南市和太原市，未偿本金余额合计占比 30.90%，共涉及 9 户借款人，15 笔贷款。总体看，本资产池贷款的地区分布较为集中。

3. 入池贷款行业分布

根据国民经济行业一级分类标准，入池贷款借款人的行业占比最大的两个行业分别为水利、环境与公共设施管理业以及制造业，其占比分别为 23.23%和 21.93%，共计 45.17%。

根据国民经济行业二级分类标准，入池贷款的借款人来自公共设施管理、房地产业、商务服务等 20 个行业，详见下表：

表5 借款人行业分布 单位: 万元

行业	借款人户数	入池贷款金额	占比
公共设施管理	5	71325	13.60%
房地产	3	56000	10.68%
煤炭	2	40000	7.63%
水利	2	38000	7.25%
钢铁	1	30000	5.72%
国家机构	1	30000	5.72%
造纸	2	28000	5.34%
建筑业	2	25000	4.77%
化工制造业	1	24000	4.58%
专业技术服务	1	23000	4.39%
城市公共交通	1	21500	4.10%
占比低于 4%的行业	13	137500	26.22%
合 计	34	524325	100.00%

上表列出了入池贷款按未偿本金余额统计的行业分布情况，其中公共设施管理的贷款本金余额所占比例最高，占资产池总额的 13.60%，共涉及 5 户借款人。公共设施管理行业的借款人普遍存在资产负债率偏高，盈利能力不强等情况，其还款来源多为政府财政拨款或土地出让收入，信用等级分布于 BBB⁺至 A⁺。本期资产池公共设施管理行业的借款人分别来自泉州市 1 户，上海市 3 户，厦门市 1 户，这些借款人全部具有政府背景，且多为当地政府的融资窗口单位。泉州、上海以及厦门均属我国经济发达城市，地方财政实力较强。

入池贷款房地产行业的未偿本金所占比例为 10.68%，仅次于公共设施管理行业，共涉及 3 户借款人。借款人信用等级最低为 A⁻，最高

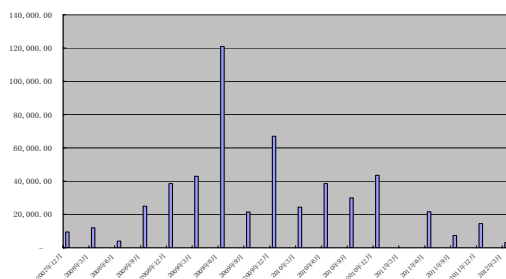
为 A⁺,其中有一笔贷款属保证类贷款,担保人实力较强。房地产行业借款人分别来自深圳市和厦门市,其中深圳市 2 户,未偿本金余额占房地产未偿本金余额的 78.57%;厦门市 1 户,未偿本金余额占房地产未偿本金余额的 21.43%。目前,房地产行业是我国重点调控行业,出台了多项调控措施,该行业风险较高。深圳市商品房以及二手房价格上涨速度在全国各主要城市中始终处于较高水平,随着政府宏观调控政策的相继出台,深圳市商品房以及二手房的成交量持续萎缩,房价上涨速度减缓。在此基础上,深圳市还将进一步增加住房用地供应规模,商品房价格上涨有望得到进一步缓解,并对炒房行为起到一定的抑制作用,使房地产行业朝良性方向发展。本期资产池房地产行业的 3 笔贷款中未偿本金余额最高的 1 笔属保证类贷款,该笔贷款未偿本金余额占房地产行业未偿本金余额的 53.57%,其担保人信用等级为 AAA,贷款偿还能力很强。

总体看,本资产池贷款的行业集中度较高。

4. 入池贷款本金偿还时间分布

入池贷款第一笔本金回收时间为 2007 年 12 月 20 日,最后一笔贷款本金回收时间为 2012 年 2 月 6 日。联合资信统计的在本信托存续内每个收款期间回收的本金见下图:

图 3 收款期间本金回收分布



上图可知,本期资产池从 2008 第三个收款期间开始,本金回收开始加速。2009 年第二个收款期间回收本金最多,共计回收本金 121000 万元。根据贷款合同规定的贷款偿还计划,截至 2009 年 6 月 30 日,共计回收本金 253000 万

元,占优先 A 级证券发行规模的 58.84%。此外,在 2009 年第四个收款期间回收的本金总额仅次于该年第二个收款期间回收的本金总额,共计 67000 万元。2009 年全年共计回收本金 252500 万元,占优先 A 级证券发行规模的 58.72%。联合资信认为,2009 年入池贷款的违约情况将对届时能否按时支付证券本金产生一定的影响。

5. 借款人集中度

表 6 债务人集中度

单户贷款 余额占比	单户贷款 余额合计 (单位:万元)	借款人 户数	合计占比
1%以下	16500	4	3.15%
1%-3%	165325	16	31.53%
3%-5%	192500	9	36.71%
5%以上	150000	5	28.61%
合计	524325	34	100.00%

上表给出了入池贷款的借款人集中度情况。资产池中借款人未偿本金余额为 1500 万元至 30000 万元不等。其中共有 5 户借款人未偿本金余额超过 5%。

表 7 前五名借款人占比情况统计

借款人所属行业	入池 贷款余额 (单位:万元)	占比	贷款 剩余期限 (单位:月)
钢铁	30000	5.72%	41
公共设施管理	30000	5.72%	38/38 ^a
房地产	30000	5.72%	18
国家机构	30000	5.72%	14/23/24 ^b
煤炭	30000	5.72%	22/23/23 ^c
合计	150000	28.61%	-

注: a: 公共设施管理业借款人共入池两笔贷款

b: 国家机构借款人共入池三笔贷款

c: 煤炭行业借款人共入池三笔贷款

入池贷款单户借款人占比前 5 名借款人未偿本金余额合计 150000 万元,共占资产池未偿本金余额的 28.61%,共涉及 10 笔贷款,其中房地产行业的贷款为保证类贷款,贷款保证人

信用等级为 AAA；煤炭行业的贷款也为保证类贷款，保证人信用等级为 AA⁻。5 户借款人均来自不同的行业，其中太原市借款人 2 户，上海市、广州市和深圳市借款人各 1 户。信用等级为 A 至 AA⁻，总体看，债务人集中度较高。

6. 借款人信用级别分布

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池贷款的信贷资料，包括公司借款人近几年的财务报表、兴业银行的信贷审核报告及贷后信用审查报告以及保证人的相关资料，据此联合资信对入池贷款所对应的借款人的信用风险做出相应评估，其影子级别评定结果分布如下表所示：

表 8 借款人信用等级分布

借款人信用级别	借款人户数	未偿本金余额 (单位：万元)	信用等级分布
AA	1	10000	1.91%
AA ⁻	5	94000	17.93%
A ⁺	11	152325	29.05%
A	10	179500	34.23%
A ⁻	4	51000	9.73%
BBB ⁺	2	24500	4.67%
BBB	1	13000	2.48%
合计	34	524325	100.00%

据上述入池贷款所涉及借款人的信用评估结果以及相应借款人未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比重，并结合联合资信的信用等级量化因子，联合资信评定资产池借款人的加权平均信用级别介于 A⁺和 A 之间，记为 A⁺/A。

三、交易结构分析

本交易设计了优先/次级结构、准备金限额备付机制、触发机制（包括加速清偿和违约事件触发）、特别信托受益权人账户以及清收式回购安排等。

1. 现金流支付机制

本信托设立生效后，受托人以外贸信托的名义在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户，包括信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户和信托（服务转移和通知）储备账户。其中信托收款账户包括收入分账户和本金分账户两个子账户，信托付款账户包括信托（税收）专用账户、信托分配（证券利息）账户、信托分配（证券本金）账户以及信托分配（费用和开支）账户三个子账户。

收入分账户项下资金由收入回收款（包括资产池利息收入、再投资收益等）和既定条件下从本金分账户、流动性储备账户转入的资金组成；本金分账户项下资金由资产池本金回收款和既定条件下从收入分账户转入的资金组成；流动性储备账户项下资金由委托人在信托

生效日转入的资金、既定条件下从本金分账户、收入分账户转入的资金以及流动性储备账户产生的利息组成，根据信托合同规定，流动性储备金账户限额为下一个支付日收入分账户应支付的 1-6 项（详见附图 1：正常情况下的现金流支付机制）所需资金的和；服务转移和通知储备账户项下资金来源于信托生效日委托人兴业银行交付的定额资金以及本账户产生的利息收入，账户资金限额 5 万元。

本期交易中基础资产本金现金流和收入现金流向证券持有人的偿付模式分为：正常情况下（指未发生违约触发事件），收入现金流用于顺序支付税收及规费、相关中介及参与机构的费用和报酬、优先级证券利息、补充流动性储备账户（如需）、补充本金分账户（如需）、相关中介及参与机构费用和报酬的超限额部分、以及次级证券不超过 5%的期间收益，如有剩余，则全部转入本金分账户；但如发生加速清偿事件，则不再支付次级证券的期间收益，其后续的安排也不再有效，余额全部转入本金分账户。本金现金流首先用于补足收益账 1-7

项支付（主要是税收及规费、参与机构报酬和费用，优先级证券利息以及流动储备金账户）的差额；加速清偿事件发生前，本金现金流按计划支付优先 A1 本金，余额以过手的方式支付优先 A2 级证券本金；优先 A2 级证券本金全部清偿结束后，本金现金流以过手方式支付优先 A1 证券本金直至清偿结束。在加速清偿事件发生后，本金现金流以过手方式支付优先 A1 级证券和优先 A2 级证券本金，直至清偿结束。待优先 A 级证券（包括优先 A1 和优先 A2 级证券）本金全部清偿后，本金现金流以过手方式支付优先 B 级证券本金，直至全部清偿。待优先 B 级证券本金全部清偿后，本金现金流以过手方式支付次级证券本金，直至清偿完毕。最后将全部余额作为次级证券收益，分配给次级证券持有人。（详见附图 1：正常情况下的现金流支付机制）

在出现违约触发事件情况下，则不再区分收入现金流和本金现金流，而是将二者混同，并用于顺序偿付税收及规费、相关中介及参与机构的费用和报酬、优先 A 级证券利息和本金（优先 A1 和优先 A2 级证券同顺序偿付，不足时按比例，不再区分为按计划摊还偿付方式）、优先 B 级证券利息和本金、其他费用支出，剩余资金分配给次级证券持有人。（详见附图 2：违约事件触发情况下的现金流支付机制）

2. 相关结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额利差以及流动性限额备付金等增级手段进行信用提升，并设计了相应的触发事件，同时采用了清收式回购安排。

(1) 优先/次级结构

本期证券采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 级证券（包括优先 A1 级和优先 A2 级）、优先 B 级证券和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后档次的证券为优先档次证券提供信用损失保护以及资金偿付延迟保

护。本交易中次级证券和优先 B 级证券为优先 A 级证券提供的信用支持为 17.99%，次级证券为优先 B 级证券提供的信用支持为 7.12%。

(2) 超额利差收益

根据合同约定，来自资产池的全部利息收入都将进入信托财产收入分账户，并用于相关参与机构服务费用的支付以及资产支持证券的兑付，本期资产池贷款组合的现行加权平均利率为 6.655%，减去优先级证券预计票面利率以及相关参与机构服务费率，仍存在较大的利差，对本交易起到一定的信用支持作用。在正常情况下，超额利差及收益分账户内资金将用于相关税费及优先级证券利息的偿付，补充违约贷款损失的本金，在支付次级证券不超过 5% 的期间收益后，剩余资金转入本金分账户，用于支付优先级证券本金；在违约事件发生后，剩余资金不支付次级证券收益，优先用于支付优先级证券的本金。因此，超额利差收益为本期优先级证券提供了一定的信用支持。

(3) 流动性准备金账户

本交易设置了限额流动性准备金账户；账户资金由委托人兴业银行于信托生效日交付的资金以及后续由收入分账户限额转入的资金组成，该准备金账户额度限定为下一个支付日收入分账户 1-6 项支出（参见附图 1：正常情况下的现金流支付机制）的总金额；账户内资金用于补足收益帐 1-6 项支出差额，联合资信认为该备付金机制为优先级证券的偿付提供了一定的流动性支持，同时也将有效缓解资产池现金流入同优先级证券兑付之间的流动性错配。

(4) 触发机制

本交易设置了加速清偿事件和违约事件的触发机制，上述事件一旦触发将引致基础资产现金流支付机制的重新安排：如果加速清偿事件被触发，则收入分账户的资金将不再用于次级证券收益的支付，而是将剩余资金全部转入本金分账户用于优先级证券的兑付；如果违约事件被触发，则不再区分收入分账户资金和本金分账户资金，而是将二者混同并在支付相关

的税费报酬以后首先用于偿付优先 A 级证券的利息和本金（优先 A1 级和优先 A2 级同顺序支付，不足时按比例），其次再支付优先 B 级证券的利息和本金，如资金有剩余，将被用于支付次级证券的本金，最后将剩余资金向次级证券持有人分配。

根据相关约定，当出现下面任一情形时，加速清偿机制被自动触发：

- ◆ 委托人丧失清偿能力；
- ◆ 发生贷款服务机构解任事件；
- ◆ 贷款服务机构在规定的宽限期内，未能按时付款或划转资金；
- ◆ 后备服务机构在限定期限内缺位或后备服务机构不履行其义务；
- ◆ 信托期限内，资产池贷款组合的累计违约比率超过 12%；
- ◆ 受托人无法履行其义务或被证实所做的陈述和保证不实，并且资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件。

根据相关约定，如发生以下任何情况，则被视为违约事件发生：

- ◆ 受托人未能在支付日后10个工作日内足额支付最优先级证券的利息；
- ◆ 受托人未能在法定到期日后10个工作日内对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券还本；
- ◆ 受托人失去以信托的名义持有信托财产的权利，并且未能为信托指派一个新的受托人；
- ◆ 受托人未能按约定履行其义务，并且在特定期限内未能替换受托人；
- ◆ 受托人被证实所做的陈述和保证不实，并且在特定期限内未能替换受托人。

(5) 特别信托受益权安排

本期交易安排了特别信托受益权账户，发起机构兴业银行为特别信托受益权人。在所有优先级证券全部被清偿完毕或违约事件发生

后，流动性准备金账户的余额将被划至特别信托受益权账户，由特别信托受益权人所有。

(6) 清仓回购安排

本交易给予发起机构兴业银行于既定条件下按照公允的市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。相关条件如下：回购起算日信贷资产未偿本金余额总和降至初始起算日的信贷资产的未偿本金余额总和的 10% 或 10% 以下，且剩余信托财产的市场价值应足以偿付优先级证券的本息、信托应付的税收、服务报酬和实际支出以及次级证券的净未偿本金余额（指次级证券的未偿本金余额减去资产池累计产生的净损失，如资产池累计产生的净损失超过次级证券的未偿本金余额则该项取零）。

本交易所安排的清仓回购符合巴塞尔新资本协议以及中国银行业监督管理委员会有关清收式赎回的操作要求，并未对本期证券的偿付提供任何结构性信用提升，仅是发起机构于既定条件下的一项选择权。

3. 交易结构风险分析

(1) 抵销风险

抵销风险是指因债务人行使可抵销债务权利而使贷款组合本息回收出现的风险。根据本次交易的信托合同规定，如果借款人依据法律法规行使抵销权且被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应即时地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。考虑到兴业银行拥有很高的信用等级，联合资信认为即使债务人行使抵销权，委托人兴业银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，本交易的抵销风险不大。

(2) 混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息回收与贷款服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。本交易规定，当贷款服务机构的信用等级高于或等于 AA⁻（联合资信给予贷款服务

机构的长期优偿无担保本币债务评级，下同）时，回收款转付日为每个收款期间最后一日期的第 5 个工作日；当贷款服务机构的信用等级降至 AA⁻以下但高于或等于 A⁻时，回收款转付日为每个月的第 5 个工作日；当贷款服务机构信用等级降至 BBB⁺时，回收款转付日为收到回收款后的三个工作日内。如贷款服务机构信用状况进一步恶化，降至 BBB 时，则触发个别通知事件，借款人归还的所有款项将直接划至信托收款账户。本交易通过调整回收款转付频率的方式，一定程度上降低了混同风险的可能。

此外，通过对兴业银行实际情况的分析，联合资信认为在本信托存续期内，兴业银行发生信用风险并导致本信托产生混同风险的可能性很小。

(3)提前偿还风险

资产池贷款组合中债务人提前还款会导致贷款组合产生的现金流量与初始预期的不同，从而发生与证券偿付现金流量预期不一致的风险。借款人自身财务状况、市场利率等因素发

生变化时都将影响债务人提前还款。联合资信在进行现金流压力测试时，将提前偿还作为压力测试的重要内容之一，测试结果表明，因提前偿还使优先级证券出现偿付风险的可能性很小。

(4)延迟支付风险

入池贷款的债务人延迟支付本息将导致本期证券兑付的流动性风险。本交易安排了外部准备金以保证优先级证券的及时兑付；同时，联合资信在进行现金流压力测试时，充分考虑了由债务人延迟支付所引致的流动性风险。

(5)后备贷款服务机构缺位风险

本交易并未预先指定后备贷款服务机构。相关合同约定，在发生贷款服务机构解任事件，或未能在规定时间内任命后备贷款服务机构，以及后备贷款服务机构未能充分尽职的情况下，将启动加速清偿机制以保证优先级证券本息的及时兑付。从贷款服务机构兴业银行的履约能力及意愿来看，我们认为本交易贷款服务机构更换风险很小。

四、资产池信用状况分析

联合资信有关结构融资产品的定量分析包括资产池信用分析和结构现金流分析两部分，其中资产池信用分析采用蒙特卡洛模拟方法为资产池组合的信用风险建模，以确定优先级证券达到目标评级所必要的评级违约比率或损失比率（亦即必要的信用提升水平），而结构现金流分析主要用于压力测试和返回检验，用以确定相应优先级证券在压力景况下的兑付状况。

在进行蒙特卡洛模拟时，从审慎的角度出发，我们以联合资信公布的信用等级与违约率对应表为基准，并充分考虑到国内现行市场经济运行的特点，在设定回收率等参数时，更多是以国内相关部门统计或公布的，且受到市场投资者普遍认可的数据为基准，在此基础上适当调整。经过蒙特卡洛模型的数十万次模拟，确定的本次贷款组合评级违约比率和回收率见

下表：

表 9 评级违约比率(RDR)和评级回收率(RRR)

证券级别	RDR	RRR
AAA	14.69%	17.04%
A	9.82%	19.17%

违约时间分布见下表，违约回收周期为 24 个月。

表 10 违约时间分布

时间	违约时间分布
第 1 年	34.69%
第 2 年	36.54%
第 3 年	22.24%
第 4 年	6.04%
第 5 年	0.48%
总计	100.00%

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，并在经济运行景况分析以及资产池信用特征分析的基础上，通过该现金流模型进行各种压力测试，主要的压力测试手段包括违约时间前置、模拟集中违约、缩小利差支持、增加提前还款

比例、债务人延迟支付等，用以测算资产池在各种压力测试景况下所能产生的最小现金流，以及该现金流对各优先级证券偿付的支持情况。从最终压力测试的结果来看，优先 A 级证券和优先 B 级证券能够通过相应评级压力情景的测试。

五、主要参与方分析

1. 贷款服务机构分析

本交易的贷款服务机构是兴业银行。兴业银行成立于 1988 年 8 月，是在原福建省福兴财务公司的基础上，经国务院和中国人民银行批准组建的首批股份制商业银行之一，初始名称为福建兴业银行，注册资本 15 亿元，总部设在福建省福州市。2002 年，经中国人民银行批准，原福建兴业银行更名为兴业银行。2004 年 5 月，兴业银行引入 3 家境外战略投资者。2007 年 1 月 12 日，经中国证券监督管理委员会批准，兴业银行在上海证券交易所公开发行 10.01 亿 A 股，募集资金净额 157.22 亿元，总股本达到 50 亿股。

公司治理方面，根据监管政策要求及董事会需要，兴业银行董事会下设了执行委员会、风险管理委员会、审计委员会、关联交易控制委员会和提名、薪酬与考核委员会五个委员会，各专门委员会在董事会授权下开展工作，向董事会提供专业意见或就专业事项进行决策；监事会下设监督委员会和提名、薪酬与考核委员会两个委员会。此外，兴业银行引入 3 名资深外方金融专家出任董事，引入 5 名独立董事和 2 名外部监事，董事会、监事会成员专业结构合理，从业经验丰富，体现出专家治行的治理宗旨。董事会和监事会下设委员会均能按照法律、法规和兴业银行章程、议事规则、工作规则的要求独立、规范召开会议，履行相应的职责。

风险管理方面，兴业银行采取了矩阵式和镶嵌式相结合的风险管理体制，其中针对分行

实行矩阵式双线风险管理，在各分行设立风险管理部门，分行风险管理部门在日常工作中接受总行风险管理部门的指导、监督并向总行风险管理部门报告。而对运营金额大、时效性要求较高的总行资金运营中心则由总行风险管理部门直接派驻风险管理中台，实行嵌入式管理。

兴业银行构建了风险管理五道防线：一是实行双人、双职、双岗；二是部门之间、岗位之间、流程上下线之间的互相监督，形成职责分离、横向与纵向相互监督制约的机制；三是健全分行领导班子，规定分管业务拓展的行领导与分管风险管理的行领导不得为同一人，管理班子成员合理分工，形成决策制约机制；四是通过电子化硬约束手段锁定经营机构的办理权限，规范业务操作；五是通过内外审计、监察部门实施再监督。

授信审批方米昂，兴业银行还积极推进授信审批机制改革，设立区域审批中心。截至 2006 年底，兴业银行已在北京、上海、广州、福州等四地设立总行派驻审批中心，各审批中心在总行授权范围内履行信用业务审查审批职能。兴业银行结合区域审批中心的设立，推进审查审批流程改革，授予区域审批中心相应的审批权限，对总行本部和分行业务权限进行相应调整，适当缩小分行风险敞口审批权限，进一步优化审批权限设置。

截至 2006 年末，兴业银行资产总额 6177.04 亿元，负债总额 6015.05 亿元，所有者权益 162.00 亿元；营业收入 136.50 亿元，净利润 37.98 亿元。截至 2006 年末，兴业银行不良贷

款率为 1.53%，贷款损失准备金率为 126.02%。A 股上市后，截至 2007 年一季度末，兴业银行资本充足率为 11.44%，核心资本充足率为 8.14%。

综合以上分析，兴业银行财务状况良好，资本充足率达到国家监管水平。此外，兴业银行建立了完善的信贷风险控制制度，并且已经架构了能够严格执行这些制度的风险控制部门。因此，联合资信认为兴业银行能够较好的履行贷款服务机构职责。

2. 受托机构

经中国人民银行批准，外贸信托于 1987 年 9 月 30 日在北京成立。1994 年 12 月 31 日，国务院批准外贸信托加入中国化工进出口总公司（2003 年 11 月更名为中国中化集团公司），与原中化财务公司合并。2002 年 9 月，外贸信托经中国人民银行批准重新登记，并获颁《信托机构法人许可证》，成为受中国银行业监督管理委员会直接监管的信托公司。重新登记后的外贸信托注册资本 8.32 亿元人民币（含 3500 万美元）。2007 年 2 月，外贸信托收到股东中国中化集团公司缴纳的新增注册资本金 3.68 亿元人民币，增资后外贸信托注册资本达到 12 亿元，目前相关增资手续正在办理中，增资后公司股东为中国中化集团公司（持股比例 93.07%）和远东国际租赁有限公司（持股比例 6.93%）。

外贸信托自营业务主要包括信贷、融资租赁、长期股权投资、短期投资等，涉及房地产、基础设施、医疗、金融、证券等行业和领域。公司信托业务主要包括资金信托、财产信托、融资租赁、买入返售资产等，涉及房地产、基础设施、医疗、金融等行业和领域。

外贸信托已形成管理超百亿规模受托资产的能力。近三年来，作为受托人，年受托管理资产规模持续保持在 100 亿元以上。2006 年年底，受托管理资产规模为 167.85 亿元，较上年增长 65.5%。2006 年外贸信托新增信托计划

29 只，总金额 103.46 亿元，到期兑付信托计划 20 只，金额 30.60 亿元。信托计划资金主要运用于能源、交通、通信、房地产、医疗设备租赁领域等行业。所有到期信托计划均如期兑付，市场反映良好。全年共实现信托资产增值 7.64 亿元，向信托受益人分配信托收益 6.09 亿元。

为有效履行特定目的信托受托机构职责，外贸信托建立了较为完善的资产证券化受托业务操作规程和相关制度，包括《信贷资产证券化受托业务管理办法》、《信贷资产证券化受托业务操作规程》、《信贷资产证券化受托业务风险控制制度》、《信贷资产证券化受托业务会计核算制度》和《信贷资产证券化有关参与机构管理制度》。在组织结构、人员配备、内部管理、业务流程、技术系统和信息管理各方面建立了有效的操作程序和规则，建立起包括制度、组织、流程、措施等方面的风险管控体系。

总的来看，外贸信托拥有丰富的信托业务经验，建立了较为完善的资产证券化受托业务管理办法以及操作流程，本期资产证券化业务由受托机构导致发生信用风险的可能性较小。

3. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）。民生银行成立于1996年1月，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行，初始注册资本13.80亿元。2000年12月，民生银行A股股票（600016）在上海证券交易所挂牌上市。截至2006年12月31日，民生银行实收股本101.67亿元，前五大股东见表11：

表 11 民生银行 2006 年末五大股东表 单位:亿股

股东名称	持股数	占比
新希望投资有限公司	6.08	5.98%
中国泛海控股集团有限公司	5.73	5.64%
中国中小企业投资有限公司	5.08	5.00%
东方集团股份有限公司	4.79	4.71%
中国船东互保协会	4.72	4.64%

截至 2006 年 12 月 31 日，民生银行资产总

额 7004.49 亿元，其中贷款 4474.47 亿元；负债总额 6811.44 亿元，其中存款 5833.15 亿元；2006 年实现净利润 38.32 亿元；资本充足率 8.12%。截至 2006 年 12 月 31 日，民生银行不良贷款余额 55.02 亿元，不良贷款率 1.23%，较年初下降 0.05 个百分点，处于同业很低水平；已提贷款减值准备 64.17 亿元，较年初增加 32.58 个百分点；准备金覆盖率 116.63%，较年初增加 16.38 个百分点。

截至 2006 年底，民生银行在全国 24 个城市设立了 23 家分行、1 家直属支行，在香港设立了 1 家代表处，机构网点达到 287 家，并与 733 家银行建立了代理行关系，共有在职员工 13831 人。

2006 年，民生银行按照业务转型和改革的需要，对授信管理体系、技术流程和评审方法等进行了改革。加强授信风险预警管理，完善授信风险流程系统，加大不良资产清收力度；开发上线资产负债管理系统，使全行的流动性风险、利率及汇率风险管理获得基础平台的支持；根据银监会《合规工作指引》并结合自身实际，建立了较完备的合规风险管理组织体系；调整稽核机构，实现内审职能转型，建立以风险为导向、围绕组织机构及业务流程再造的新型稽核运行体制。

自《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施后，民生银行积极参与证券投资基金托管业务。2004 年 7 月报经银监会和证监会批准，获得证券投资基金托管资格。截止到 2006 年底，民生银行已成功托管“天治品质优选”、“东方精选”、“长信动态策略”三只股票型基金和“融通易支付”、“天治天得利”、“东方金帐簿”三只货币型基金产品。2005 年 4 月，民生银行又获得了全国社保基金托管业务资格，这为民生银行托管业务开辟了更加广阔的业务领域。2006 年 4 月根据中国证监会、中国人民

银行、国家外汇管理局联合发文《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》规定，民生银行因拥有证券投资基金托管资格，同时即拥有了 QDII 业务托管资格。随即民生银行于 2007 年 1 月 18 日，成功托管一只人民币兑换美元境外投资的 QDII 产品——“兴业银行代客境外理财-环球理财 1 号”。

总体看，民生银行经营状况良好，风险控制能力较强，资金托管业务经验丰富。此外，民生银行资本充足率较高，不良贷款率较低，准备金覆盖率较高，产生信用风险的可能性很小。因此，联合资信认为，本次交易发生与资金保管相关的风险的可能性很小。

4. 证券登记托管机构

本次交易的证券登记托管机构是中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）。中央结算公司成立于 1996 年 12 月，是为全国债券市场提供国债、金融债券、企业债券和其他固定收益证券的登记、托管、交易结算等服务的国有独资非银行金融机构，是财政部唯一授权主持建立、运营全国国债托管系统的机构，是中国人民银行指定的全国银行间债券市场债券登记、托管、结算机构和商业银行柜台记账式国债交易一级托管人。

截止 2007 年 3 月底，中央结算公司拥有开户结算成员单位 6514 家，基本涵盖国内商业银行、农村和城市信用社、保险公司、证券公司、证券投资基金、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司以及外资银行在华分行等金融机构；在中央结算公司托管的债券品种达 794 只，托管债券市值达 102303.68 亿元。

总体看，中央结算公司的政府背景及其所取得的市场地位，使本期证券因登记托管而发生风险的可能性很小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试

点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点

监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由发起人处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移为合法有效得以对抗债务人及第三方等，均有相应的规范。

我们收到的法律、会计等方面的意见书表明：基于本期资产池贷款组合设立的特殊目的

信托实现了真实销售与破产风险隔离，且信托财产的权利可有效对抗债务人及第三方。本次交易，全部环节暂免征收印花税，基本实现了税收中性原则。

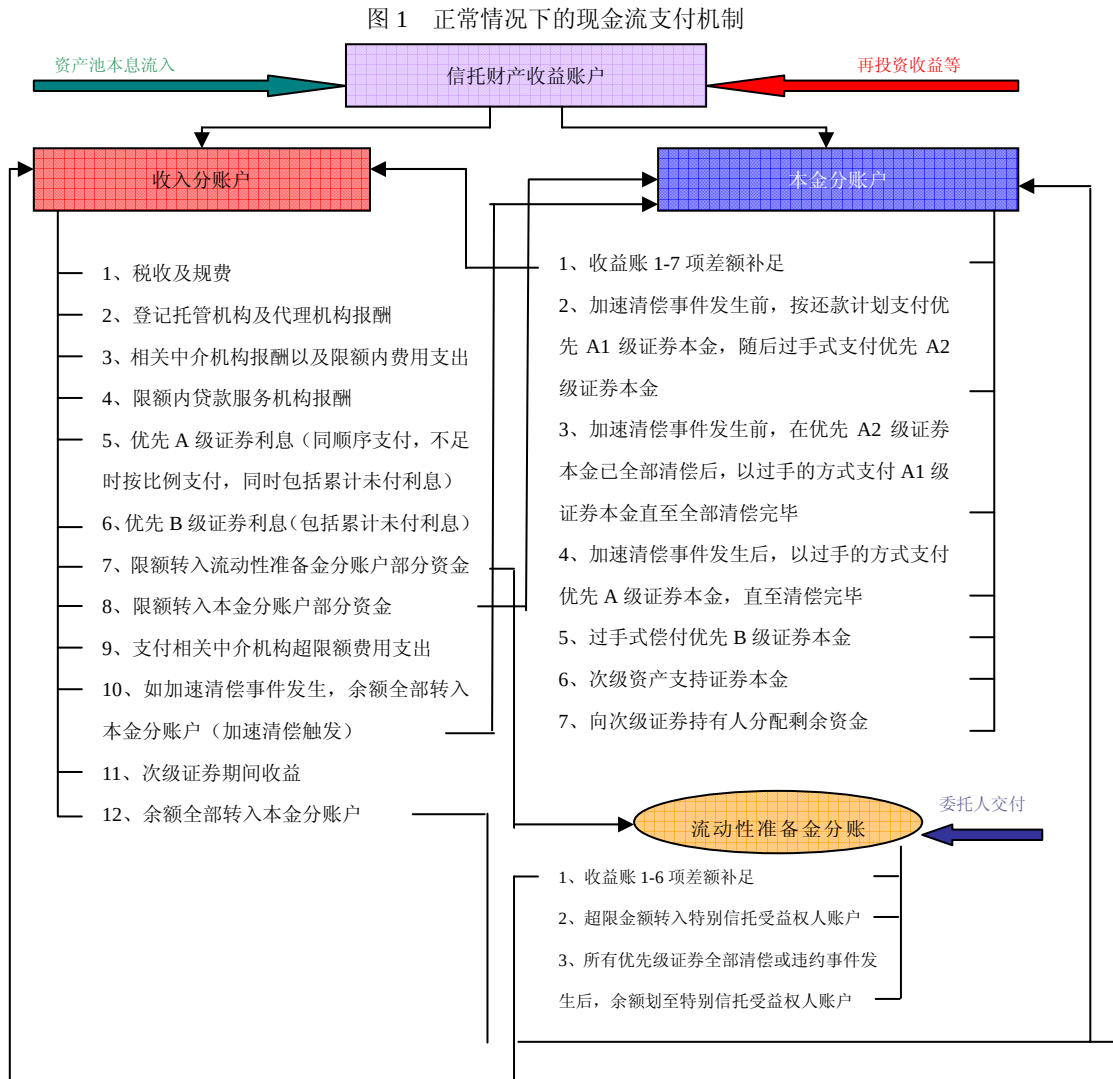
鉴于实践中的法律法规处于试行阶段，其可执行性尚待检验，并且可能被更新或修订，联合资信将在后续跟踪评级的过程当中对此保持持续关注。

七、评级结论

联合资信综合考量了本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等多方因素，并在进行资产池信用分析和结构现金流分析的基础之上出具本期“兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券”

的评级结果：优先 A 级证券信用等级为 AAA；优先 B 级证券信用等级为 A。上述优先级证券的评级结果反映的是优先级证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前足额偿付的可能性。

附图. 现金流支付机制



优先 A1 级证券还款计划

2008-1-26	2008-4-26	2008-7-26	2008-10-26	2009-1-26	2009-4-26
2.00%	2.80%	1.20%	5.20%	5.20%	12.40%
2009-7-26	2009-10-26	2010-1-26	2010-4-26	2010-7-26	2010-10-26
28.40%	5.60%	11.60%	6.00%	12.80%	6.80%

注：表中比例为当期应偿还金额所占优先 A1 级证券金额的比重

图 2 违约事件触发情况下的现金流支付机制



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信对信贷资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级，包括四个等级，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级；二等为投机级，包括四个等级，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级；三等为倒闭级，即 C 级。具体等级含义如下表：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	AAA 级证券为最高级证券，其还本付息能力最强。
	AA 级	AA 级证券属高级证券，其还本付息能力很强，基本无风险。
	A 级	A 级证券还本付息能力较强。尽管其还本付息能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低。
	BBB 级	BBB 级证券还本付息能力一般。内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB 级	BB、B、CCC 和 CC 级证券属于投机级证券。BB 级证券的投机性最低，CC 级证券的投机性最高。投机级证券的还本付息能力在变化的内外部环境和经济条件下，具有很大的不确定性，风险很大。
	B 级	
	CCC 级	
	CC 级	
倒闭级	C 级	C 级证券不能偿还债务。

注：AA ~ CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

附件2 特别提示

本报告中所引用之贷款组合的基础信息主要源于兴业银行，我公司对这些信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证，报告中对相关借款人的级别判断并非我公司对其发布的信用等级。除因承做本项目与各参与方构成合作关系外，我公司及其评级人员与本项目参与各方均不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，本报告的评级结论系我公司对本项目独立、客观的分析判断，未受任何第三方的授意、影响。本报告中的观点、结论仅供参考，并不构成对投资者的买卖或持有的建议，投资者据此做出的任何投资决策与我公司无关。

联合资信评估有限公司

兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券 跟踪评级安排

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与中国对外经济贸易信托投资有限公司（以下简称“发行人”）签署的协议，本次信用评级结果的有效期为发行人本期发行的兴业银行 2007 年兴元一期信贷资产支持证券（以下简称“本期证券”）的存续期。

联合资信承诺，在评级有效期内，联合资信根据发行人提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。根据中国人民银行制定的《资产支持证券信息披露规则》规定，联合资信将保证在本期证券存续期间，于每年 7 月 31 日前，在收到跟踪评级资料后 20 个工作日内向发行人提供跟踪评级结果及跟踪评级报告。

发行人如发生重大变化，或发生可能对发行人或信托财产信用状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，联合资信将在发行人提供相关资料后 10 个工作日内向发行人提供跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合资信将根据实际情况，对发行人及信托财产进行不定期跟踪评级，并随时据实对本期证券进行信用等级调整并予公布。如发行人不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整本期证券的信用等级并予以公布；必要时，可公布本期证券的信用等级暂时失效，直至发行人向联合资信提供有关跟踪评级资料。



联合资信评估有限公司
二零零七年十二月