

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一四年三月七日

信用等级公告

联合[2014] 061 号

联合资信评估有限公司通过对“招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托
资产支持证券

优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 B 档资产支持证券的信用等级为 A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年三月七日



招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级结果

单位：万元/%

证券名称	金额	总量占比	利率类型	信用级别
优先 A 档	576700.00	79.21	浮动利率	AAA
优先 B 档	72800.00	10.00	浮动利率	A ⁺
高收益档	78540.00	10.79	-	NR
总额	728040.00	100.00	-	-

注：1、NR——未予评级

2、高收益档资产支持证券：受益权劣后于优先级资产支持证券的证券。

评级时间

2014 年 3 月 7 日

交易概述

信托财产初始起算日：2013 年 10 月 1 日
证券法定到期日：2020 年 7 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：招商银行股份有限公司 728040.00 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：AA⁻/A⁺
信用提升机制：优先/次级结构
发起机构/贷款服务机构：招商银行股份有限公司
受托机构/发行人：华润深国投信托有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司深圳市分行
联席主承销商：招商证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司

分析师

宋 峰 杨 帆 谢晴晴

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信对本期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因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上确定“招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 A⁺；高收益档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力较强，违约风险较低。

优势

- 1、本期交易入池贷款均为招商银行股份有限公司发放的正常类贷款，联合资信评定本期交易资产池加权平均信用级别为 AA⁻/A⁺，资产池整体信用质量较好。
- 2、本期交易入池资产涉及 85 户借款人的 108 笔贷款，仅有三户借款人未偿本金余额占比超过 5%，最大占比为 6.92%，前五大借款人未偿本金余额占比为 27.49%，借款人的分散性较好。
- 3、本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和高收益档资产支持证券提供的 20.79% 的信用支持，优先 B 档证券获得高收益档证券提供的 10.79% 的信用支持。
- 4、本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了一

定的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“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。

- 5、本期交易的发起机构招商银行股份有限公司开展公司贷款的业务流程、风险控制和信息系统比较完善，且曾成功发起“招元2008年第一期信贷资产证券化”项目，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，具有较丰富的信贷资产证券化交易经验，能更好地为本期交易提供服务。

关注及缓释

- 1、入池贷款以信用类贷款为主，存在一定的回收风险。

风险缓释：入池信用类贷款借款人的影子评级整体较高，且联合资信在违约模型中通过降低信用类贷款借款人的回收率来模拟整个资产池的回收表现，评级结果已经反映了回收风险。

- 2、本期交易入池贷款中固定利率贷款占比为42.75%，占比较高，而优先级资产支持证券均为浮动利率，存在一定的因利率波动导致的利率风险。

风险缓释：联合资信测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本期交易利率风险对优先级证券的信用影响较小。

- 3、本期交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金分账户和收入分账户的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险；对于单户借款人还本占比较高的收款期间，占比最大的借款人信用等级较高，发生拖欠或违约的可能性较小。联合资信对各档证券的现金流进行了压力

测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。

- 4、目前债券发行利率高企，而此次交易的基础资产池的加权平均利率为6.11%，利率水平较低。资产池较低的利率水平及证券较高的发行利率可能会导致超额利差缩小甚至负利差，优先级资产支持证券将可能面临一定的流动性风险和信用风险。

风险缓释：本期交易所发行的高收益档证券达到10.79%的厚度，能为优先级证券提供较充足的信用支持；且本金分账户对收入分账户的补偿机制为优先级证券提供了较好的流动性支持，经过多种压力情景测试，该交易安排能较有效地缓解由超额利差缩小带来的风险。

- 5、高收益档资产支持证券设有期间收益，可能会在一定程度上降低超额利差为优先级证券提供的信用支持。

风险缓释：联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了由于超额利差的信用支持水平降低而可能引发的优先级证券违约风险。

- 6、影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小利差支持、加大处置回收时间等手段，反复测试优先级证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

- 7、全球经济疲弱和我国出口增速减缓、经济增长放缓等宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构招商银行股份有限公司和发行人华润深国投信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与发起机构/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发起机构/发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“招商银行2014年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期债券的信用等级有可能发生变化。

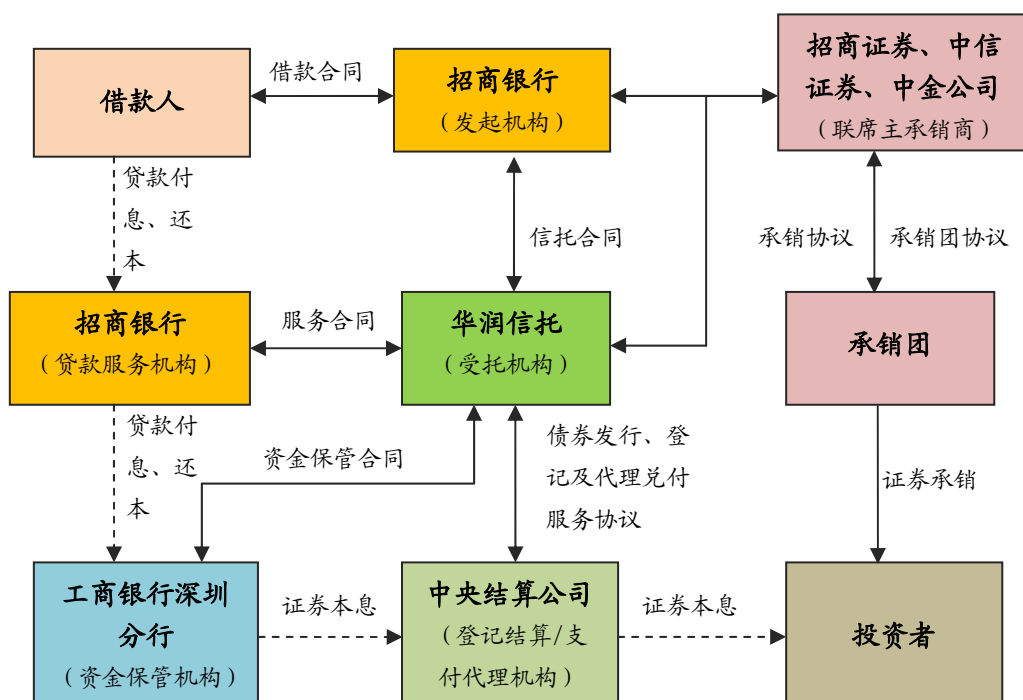
联合资信评估有限公司
二零一四年三月七日

1、交易结构

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：招商银行股份有限公司
 发行人/受托人：华润深国投信托有限公司
 贷款服务机构：招商银行股份有限公司
 资金保管机构：中国工商银行股份有限公司深圳市分行
 登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
 会计顾问/税务顾问：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙）
 联席主承销商：招商证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司
 评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

图 1 交易安排



2、资产支持证券

优先级受益权；高收益档证券享有次级受益权。

本期交易采用优先/次级的顺序偿付结构，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档、优先B档证券均按季

偿付利息，在优先级证券全部偿付完毕之前，高收益档证券可按季取得期间收益，在优先级证券清偿完毕后，高收益档证券将不再获得期间收益。优先A档、优先B档、高收益档证券均采用过手式结构并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

优先A档、优先B档证券采用公开招标方式发行，高收益档证券采用招标方式发行，其中发起机构持有一定比例的各档证券。优先A档、优先B档证券采用浮动利率，票面利率等于基准

利率加上利差之和，基准利率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率，利差根据公开招标结果确定；如果人民银行取消制定或控制定期存款利率，则基准利率以人民银行取消制定或控制定期存款利率前最后一次公布的一年期定期存款利率为准；如遇基准利率调整，证券利率将在基准利率调整生效日后的第12个自然月对应日进行调整；高收益档证券不设票面利率，在既定条件下取得年利率不高于2%的期间收益以及最终的清算收益。

表2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	本金偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先A档	AAA	过手摊还	576700.00	79.21	浮动利率	2016年1月26日	2020年7月26日
优先B档	A ⁺	过手摊还	72800.00	10.00	浮动利率	2016年7月26日	2020年7月26日
高收益档	NR	—	78540.00	10.79	—	2018年7月26日	2020年7月26日

NR——未予评级；

3、基础资产

本期交易的入池资产涉及发起机构招商银行向 85 户借款人发放的 108 笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2013 年 10 月 1 日 0:00），入池贷款的未偿本金余额为人民币 728040 万元。

根据信托合同约定，本期交易入池贷款的合格标准如下：(a)资产池中的各笔贷款均为招商银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；(b)每笔贷款项下债权均可进行合法有效的转让；每份借款合同及其保证合同（如有）中均无限制或禁止委托人转让债权或委托人转让债权须征得借款人或保证人（如有）同意的约定；(c)资产池项下每笔贷款的质量应为正常类资产；(d)各笔贷款均不涉及违约和未决的诉讼或仲裁；(e)各笔贷款均为招商银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；(f)各笔贷款的担保类型（如有）为保证方式，不包含涉及抵押或质押的贷款；(g)各笔贷款所对应的保证合同（如有）均合法有效，并构成保证人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向保证人主张权利；且不包括最高额保证（但最高额保证担保的债权确定期间已经结束且最高额担

保项下债权余额小于或等于最高担保限额的或者债权确定期间虽未届满但最高额担保项下债权已经全部发放完毕且不存在可循环的情形除外）；(h)同一借款合同项下的贷款已经全部发放完毕，且同一借款合同项下的贷款的未偿本金、利息及其他款项全部入池；(i)贷款对应的全部借款合同、保证合同（如有）均适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效，构成借款人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向借款人主张权利；(j)贷款应有确定的本金还款计划；(k)资产所包含的贷款的合同到期日不早于 2014 年 6 月 30 日且不晚于 2018 年 12 月 31 日；(l)借款人均依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织，保证人如为非自然人的，均依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织；(m)借款人对资产不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（但法定抵销权除外）；(n)借款人及保证人（如有）不得为事业单位、军工企业或外国企业/组织，贷款不涉及国家机密；(o)借款人不得为房地产企业、炼钢企业、水泥企业；(p) 借款人包含小企业、三农和基础设施建设相关企业。

初始起算日资产池概要统计如表 3:

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	728040.00 万元
借款人户数	85 户
贷款笔数	108 笔
单笔贷款最大未偿本金余额	36000 万元
单户贷款最大未偿本金余额	50350 万元

加权平均现行贷款利率	6.11%
入池贷款加权平均贷款账龄	17.68 个月
入池贷款加权平均剩余期限	21.32 个月
单笔贷款最短剩余期限	3.03 个月
单笔贷款最长剩余期限	57.10 个月
资产池加权平均信用级别	AA-/A+

注：资产池加权平均信用级别为考虑保证后的影子评级。如无特殊说明，涉及资产池中借款人的信用级别均指考虑保证后的影子评级。

二、基础资产分析

联合资信对基础资产信用风险的评估着眼于资产池的整体表现，即信用损失分布的整体形态。通常情况下，入池贷款借款人的信用级别、行业和地区以及借款人集中度、借款人之间的相关性以及入池贷款的剩余期限分布均会对组合信用风险概率分布的形态（尤其是尾部形态）有重要影响。据此并结合当前宏观经济形势等因素，联合资信将在违约模型中对参数进行适度调整。

1、入池贷款质量分布

按照招商银行贷款质量风险分类方法，本期交易入池贷款全部为招商银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

2、入池贷款担保性质分布

本期交易入池贷款的担保性质分布如表 4 所示：

表 4 入池贷款担保性质分布 单位：万元/%

担保性质	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
保证	55	299550.00	41.14
信用	30	428490.00	58.86
合 计	85	728040.00	100

可以看出，本期交易入池贷款中，信用类贷款未偿本金余额占比较高。

3、入池贷款借款人影子评级

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，对本期交易入池贷款借款

人的信用风险进行了评估。对于有保证人的借款人，联合资信对其信用风险评估的同时考虑了保证人的保证效力；对于有外部评级的借款人，联合资信以外部评级为参考，结合对借款人信用质量的分析，确定借款人信用等级。按照上述原则，联合资信逐笔评定借款人的影子评级。资产池借款人最终影子评级结果如表 5 所示：

表 5 借款人影子评级分布 单位：万元/%

信用级别	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
AAA	5	153350.00	21.06
AA ⁺	5	63800.00	8.76
AA	17	223850.00	30.75
AA ⁻	10	129600.00	17.80
A ⁺	8	60450.00	8.30
A	12	35700.00	4.90
A ⁻	12	32990.00	4.53
BBB ⁺	3	5000.00	0.69
BBB	3	5300.00	0.73
BBB ⁻	7	10500.00	1.44
BB ⁺	2	1600.00	0.22
BB	1	5900.00	0.81
合 计	85	728040.00	100

根据上述信用评级结果及借款人未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比重，并结合信用等级量化因子，联合资信评定本期交易资产池加权平均信用级别介于 A⁺至 AA⁻之间，记为 AA-/A⁺。该结果表明资产池整体信用质量较好。

4、入池贷款借款人集中度

截至初始起算日，本期交易入池贷款中未

偿本金余额前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 45.32%，前五大借款人未偿本金余额占比为 27.49%，最大借款人未偿本金余额占

比为 6.92%，借款人的分散性较好。未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况如表 6 所示：

表 6 未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况 单位：万元/%

序号	未偿本金余额	金额占比	所属行业	所在地区	担保性质	影子评级
1	50350	6.92	道路运输业	江苏省	保证	AAA
2	40800	5.60	水的生产和供应业	上海市	信用	AA ⁺
3	38000	5.22	电力、热力生产和供应业	辽宁省	保证	AAA
合 计	129150	17.74	—	—	—	—

可以看出，未偿本金余额占比超过 5%的借款人数量较少，合计占比不高，入池贷款整体分散性较好。联合资信在违约模型中，通过提高占比较大借款人的违约率等手段反映借款人集中风险。

5、入池贷款利率类型

本期交易入池贷款的利率类型分布如表 7 所示：

表 7 入池贷款利率类型分布 单位：万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动利率	44	416790.00	57.25
固定利率	64	311250.00	42.75
合 计	108	728040.00	100

可以看出，本期交易入池贷款中，固定利率类型贷款占比较高，而优先级证券均为浮动利率，存在一定的因利率波动导致的利率风险。

6、入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 17.68 个月，最短账龄 1.07 个月，最长账龄 87.27 个月，具体分布如表 8 所示：

表 8 入池贷款账龄分布 单位：月/万元/%

账龄	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	281250.00	38.63
(6, 12]	199950.00	27.46
(12, 18]	92750.00	12.74
(18, 24]	6850.00	0.94
(24, 30]	0.00	0.00
(30, 36]	13990.00	1.92

(36, 42]	10000.00	1.37
(42, 48]	10000.00	1.37
(48, 54]	16000.00	2.20
(54, 60]	19200.00	2.64
60 个月以上	78050.00	10.72
合 计	728040.00	100

注：①账龄是指自贷款实际发放日至资产池初始起算日的时间区间。

②(,]为左开右闭区间，例如(6, 12]表示大于 6 个月但小于等于 12 个月，下同。

从表 8 可以看出，本期交易入池贷款账龄集中在一年以内，占比达到 66.10%，账龄较短。

7、入池贷款剩余期限分布

本期交易入池贷款加权平均剩余期限为 21.32 个月，最短剩余期限为 3.03 个月，最长剩余期限为 57.10 个月，加权平均剩余期限较长。入池贷款剩余期限具体分布如表 9 所示：

表 9 入池贷款剩余期限分布 单位：月/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	1000.00	0.14
(6, 12]	249850.00	34.32
(12, 18]	82040.00	11.27
(18, 24]	143050.00	19.65
(24, 30]	88300.00	12.13
(30, 36]	91900.00	12.62
(36, 42]	45000.00	6.18
(42, 48]	0.00	0.00
(48, 54]	0.00	0.00
(54, 60]	26900.00	3.69
60 个月以上	0.00	0.00
合 计	728040.00	100

注：剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款合同到期日的时间区间。

考虑到既定期限内集中违约的影响，联合资信设计了相应的违约分布情景并进行了压力测试，以反映入池贷款剩余期限特征。

8、入池贷款行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准统计，本期交易入池贷款借款人行业分布结果如表 10 所示：

表 10 借款人行业分布 单位：万元/%

行业	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
电力、热力生产和供应业	9	176750.00	24.28
土木工程建筑业	10	170800.00	23.46
道路运输业	7	129640.00	17.81
水的生产和供应业	2	50800.00	6.98
农副食品加工业	13	44950.00	6.17
化学原料和化学制品制造业	3	43800.00	6.02
批发业	6	20200.00	2.77
纺织业	8	13900.00	1.91
林业	5	11000.00	1.51
煤炭开采和洗选业	1	10000.00	1.37
铁路运输业	1	10000.00	1.37
畜牧业	6	9700.00	1.33
燃气生产和供应业	1	9000.00	1.24
农业	4	8500.00	1.17
纺织服装、服饰业	3	7900.00	1.09
食品制造业	3	6000.00	0.82
酒、饮料和精制茶制造业	2	2800.00	0.38
医药制造业	1	2300.00	0.32
合 计	85	728040.00	100

本期交易入池贷款中电力、热力生产和供应业的借款人未偿本金余额占比最高，达到 24.28%。电力、热力生产和供应业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业，受到国家的重点关注和支持。根据国家统计局网站数据，2012 年，我国电力、热力生产和供应业固定资产投资总额 12815.24 亿元，同比增长 10.4%；规模以上工业中，电力、热力生产和供应业工业增加值同比增长了 5.0%。2013 年上半年，我国电力、热力生产和供应业主营业务收入 25896.7 亿元，同比增长 6.5%，主营业务利润 1412.2 亿元，同比增长 91.8%。总体来看，我国电力、热力生产和供应业利润有较快增长，

发展前景良好。

入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为土木工程建筑业，占 23.46%。根据国家统计局网站数据，2012 年，我国建筑业国内生产总值为 35459 亿元，同比增长 9.3%。2013 年上半年，我国建筑业国内生产总值 15436 亿元，同比增长 9.6%。建筑业涉及很多基础设施建设项目，近年来，国家在基础设施建设方面的投入不小，况且基础设施建设也属于惠民工程，未来几年该行业还将受到来自国家和地方政府的支持。同时，该行业也保持着高于 GDP 的增长速度，行业发展较快。总体来看，我国建筑业继续保持着良好的发展态势。

入池贷款中未偿本金余额占比第三高的行业为道路运输业，占比为 17.81%。根据国家统计局网站数据，2012 年，我国道路运输业国内生产总值为 17135 亿元，同比增长 6.6%。2013 年上半年，我国道路运输业国内生产总值 7983 亿元，同比增长 19.7%，但行业商务活动指数低于 50%的临界点，企业业务总量有所减少。总体来看，我国道路运输业发展平稳。

总体看来，本期交易入池贷款借款人涉及 18 个行业，数量较多，前三大行业发展形势总体良好，本期交易行业风险不大。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信依据宏观形势与不同行业情况，在违约模型中对处于集中度高的行业的借款人所适用的参数做了相应的调整以反映该风险。

9、入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人分布在 23 个地区，其中江苏和北京两个地区贷款余额占比均超过 10%。入池贷款借款人所处地区分布见表 11。

表 11 借款人地区分布 单位：万元/%

地区	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
江苏	14	116850.00	16.05
北京	9	110000.00	15.11
上海	3	69800.00	9.59
山东	11	69450.00	9.54

辽宁	4	64000.00	8.79
陕西	3	47400.00	6.51
四川	6	37600.00	5.16
广东	4	37290.00	5.12
天津	1	35000.00	4.81
内蒙古	3	29000.00	3.98
浙江	5	23200.00	3.19
青海	1	20000.00	2.75
新疆	3	10550.00	1.45
河北	1	10000.00	1.37
山西	1	10000.00	1.37
湖南	5	8900.00	1.22
安徽	3	8000.00	1.10
占比小于1%的地区	8	21000.00	2.88
合 计	85	728040.00	100

根据国家与地方统计局相关数据,2012年,江苏省实现生产总值 54058.2 亿元,同比增长 10.1%,其中第一产业增加值 3418.3 亿元,同比增长 4.6%,第二产业增加值 27121.9 亿元,同比增长 11.0%,第三产业增加值为 23518.0 亿元,同比增长 9.6%,产业结构持续优化;公共财政预算收入 5860.7 亿元,同比增长 13.8%,同时财政支出结构持续优化。江苏省是我国的经济大省,在 2012 年的严峻经济形势下,仍能保持 10%以上的经济增长率实属不易。特别是第二产业的增长,有效地抵抗了来自外部的经济冲击。总体来看,江苏省经济正处于转型升级中且保持较快增长。

2012 年,北京市地区生产总值为 17801 亿元,同比增长 7.7%,其中第一产业同比增长 3.2%,第二产业同比增长 7.5%,第三产业同比增长 7.8%,第三产业增加值占较大比;居民消费价格指数同比增长 3.3%;完成地方公共财政预算收入 3314.9 亿元,同比增长 10.3%。北京是我国的政治文化中心,经济增速相比往年有所下降,但基于北京市的巨大经济总量,7.7%的增长率也较为平稳。况且政策层面上,经济增长指标也从对量的关注转向对质的重视,北京市的经济发展较为健康平稳。

总体来看,本期交易借款人占比超过 10%的地区经济发展健康、平稳,地区优势可在一定程度上缓解地区集中风险。同时,联合资信在资产池违约模型中调整了地区相关参数,以体现区域经济波动对贷款组合信用风险的影响。

10、宏观经济及外部环境

目前,全球经济复苏缓慢,外需低迷,国内投资增速减弱,内需不足,经济复苏动能不足,部分行业和地区风险显露,宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力,经济波动的系统性风险有所增加。联合资信对入池贷款组合信用风险建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响,对使用的参数进行了相应的调整。

三、交易结构分析

本期交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构,劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外,本期交易安排了相关触发机制,一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1、信托账户

在信托生效日当日或之前,受托人将设立信托专用账户,记录信托财产的收支情况。本期信托专用账下设立“信托收款账户”和“信

托付款账户”两个分账户。其中信托收款账户下设“收入分账户”与“本金分账户”两个子账户,收入分账户用来接收收入回收款,本金分账户用来接收本金回收款,各子账户资金均来源于信托财产。信托付款账户下设“信托分配(税收)账户”、“信托分配(费用和开支)账户”、“信托分配(证券)账户”子账户。税收账户用于支付信托财产应承担的税收,费用和开支账户用于支付信托财产承担的费用和开支,证券账户用于支付证券的到期本息额。在

信托分配日，资金保管机构依照分配指令将信托收款账户中的回收款划入信托付款账户。

2、现金流支付机制

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：(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；(b)受托人未能在支付日后5个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）足额支付当时存在的最高级别的优先级资产支持证券应付未付利息；(c)受托人未能在法定到期日后10个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金；(d)交易文件的相关方（包括但不限于委托人、受托人、贷款服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券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个自然日内未能得到补正或改善，资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。

“加速清偿事件”区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：(a)委托人发生任何丧失清偿能力事件；(b)发生任何贷款服务机构解任事件；(c)贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期内，未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d)①根据信托合同的约定，需要更换受托人或必须任命“后备贷款服务机构”，但在90个自然日内，仍无法找到合格的继任受托人或后备贷款服务机构，或②在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据服务合同提供后备服务，或③后备贷款服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；(e)某一收款期间结束时的累计违约率超过8%；(f)优先A档资产支持证券的未偿本金余额在其预期到期日前第一个信托分配日不能清

偿完毕；(g)优先B档资产支持证券的未偿本金余额在其预期到期日前第一个信托分配日不能清偿完毕。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(h)委托人或贷款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)发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者贷款、保证合同项下的保证债权（如有）；(k)交易文件（承销协议和承销团协议除外）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。

(1)“违约事件”发生前

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托收款账项下资金区分为收入分账户项下资金、本金分账户项下资金，本金分账户资金和收入分账户资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收入分账户项下资金顺序分配税费、支付代理机构报酬、除贷款服务机构外其他参与机构服务报酬以及限额内费用、限额内的贷款服务机构报酬、优先级证券利息、弥补累计未补足违约的本金、限额外贷款服务机构报酬、超限额的费用、高收益档证券期间收益后，余额转入本金分账户；本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费、除贷款服务机构外其他参与机构服务报酬以及限额内费用、限额内贷款服务机构报酬以及优先级证券利息缺口，然后用于优先A档、优先B档以及高收益档证券本金的顺序分配，最后剩余部分用于支付高收益档证券的超额收益；在发生加速清偿事件的情况下，收入分账户项下资金不再支付累计未补足违约本金及其后续支出，而是将余额转入本金分账户并用于本金分账户项下的支付。详见附件1“违约事件”发生前的现金流。

（2）“违约事件”发生后

“违约事件”发生后，信托收款账项下资金不再区分收入分账户项下资金和本金分账户项下资金，而是将二者归并，并用于顺序分配税费、支付代理机构报酬、除贷款服务机构以外其他参与机构服务报酬和费用、贷款服务机构报酬、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金以及高收益档证券本金，高收益档证券于最后取得清算收益；若“违约事件”是由贷款服务机构直接或间接引起的，则贷款服务机构的报酬劣后于优先级证券本息偿付。详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

3、结构化安排

本期交易利用优先/次级结构、超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本期交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 档、优先 B 档和高收益档证券。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，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中高收益档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 20.79%，高收益档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 10.79%。

（2）触发机制

本期交易设置了两类事件触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本期交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（3）超额利差

本期交易资产池贷款组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先级证券票面利率之间预计存在一定的利差。

加速清偿事件发生前，超额利差通过对违约本金的弥补以及在支付完高收益档证券期间

收益后对证券本金的偿付提供信用支持；加速清偿事件发生后，超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持（收入分账户项下资金在完成税费、参与机构服务报酬及限额内费用、优先级证券利息的分配后全部转入本金分账户）。“违约事件”发生后，信托收款账户不再区分收入分账户和本金分账户，二者将合并，在顺序偿付税费、机构费用和服务报酬后，直接用于证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先级证券的信用支持。

（4）清仓回购安排

本期交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）在资产池的未偿本金余额降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，且（b）信托财产的市场价值不小于信托税收、费用、服务报酬以及优先级资产支持证券的本金及利息与高收益档资产支持证券的未偿金额减去累计净损失差值（当差值小于 0 时取 0）之和时。

4、交易结构风险分析

（1）抵销风险

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息回收出现风险。

针对抵销风险，本期交易合同约定，如果借款人依法行使抵销权且被抵销的债权属于委托人（即发起机构）已交付设立信托的信托财产，则委托人应无时滞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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为委托人招商银行的违约风险。

招商银行作为全国性股份制商业银行，业务发展稳健，盈利能力很强，具有 AAA 的信用等级。我们认为即使借款人行使抵销权，招商银行也能够履行义务，本期交易的抵销风险很低。

（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它资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本期交易安排了以必备评级为触发机制的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。

当本期交易文件中约定的任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级时，回收款转付日为每个计算日之后的第 5 个工作日；当本期交易文件中约定的任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 但高于或等于 A 级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 5 个工作日；当贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级时，会触发权利完善事件，借款人或保证人根据权利完善通知直接将应付款支付至信托账户。

作为贷款服务机构，招商银行拥有良好的经营能力、稳健的财务状况以及 AAA 的信用等级。我们认为本期交易的混同风险极低。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配。本期交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，而只设计了本金分账户对收入分账户的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金分账户资金对收入分账户有关支出的差额补足较为有效地缓解了资产池现金流入同优先级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本期交易采用顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的大小；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本期交易安排了本金分账户对收入

分账户的补偿机制以缓解这一风险。同时，联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测算结果表明本期交易提前偿还和拖欠风险对优先级证券的信用影响较小。

（5）利率风险

根据借款合同，本期交易入池贷款利率类型包括固定利率和浮动利率，其中固定利率贷款未偿本金余额占比为 42.75%，浮动利率按照央行同期贷款基准利率浮动，调息频率包括按年、按季度、按月和按日调整；本期交易优先 A 档和优先 B 档证券均采用浮动利率，其票面利率等于基准利率加上利差之和，基准利率为央行一年期定期存款利率，调整日为央行调整一年期定期存款利率生效日后第 12 个自然月的对应日。可以看到，本期交易入池贷款利率和优先级证券利率在调整时间、幅度方面均有所不同，存在因利率波动或时间错配而导致利率风险的可能性。联合资信测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本期交易利率风险对优先级证券的信用影响较小。

此外，目前中国正进行利率市场化改革，如遇央行取消基准利率，则优先级证券或会面临一定的利率风险，联合资信将对此持续关注。

（6）尾端风险

随着入池贷款的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性相对增加，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设定了尾端违约模式进行压力测试，用以反映和处理这一问题。

本期交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构招商银行于既定条件下按照公允的市场价值回购资产的选择权。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，它是发起机构于既定条件下的一项选择权。若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

(7) 再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级为 AAA 的资金保管机构。合格投资仅限于以人民币计价和结

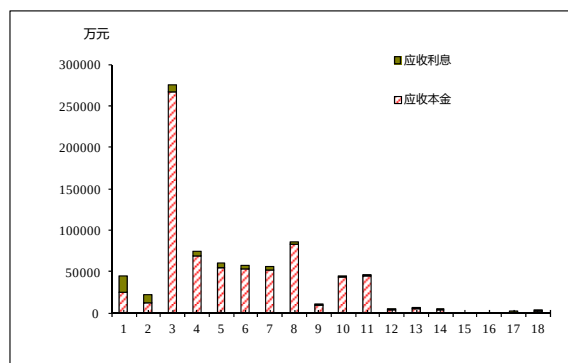
算的与交易文件中规定的合格实体进行的金融机构存款，合格实体是指主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构，当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信对信贷资产证券化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率，而结构现金流分析主要包括压力测试和返回检验，用以确定相应评级档次资产支持证券压力情景下的兑付状况。

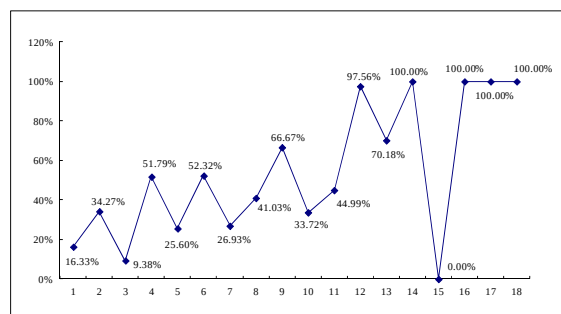
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入结果如图 2 所示：

图 2 正常情况下资产池本息流入



各收款期内单户最高还本额占当期还本总额的比例如图 3 所示：

图 3 各期单户最高还本额占总还本额之比



从图 3 中可以看出，共有 9 期收款期间单户最高还本占比超过 50%，占比偏高，若还本占比最大的借款人当期出现拖欠或违约，则有可能影响优先级证券利息支付，存在一定的流动性风险。但上述 9 期还本占比最大的借款人影子级别较高，还款发生拖欠或违约的可能性较小，且单户还本占比为 100% 的期间分别为第 14、16、17、18 期，处于证券存续晚期，优先级证券已基本偿付完毕，因此对优先级证券的影响很小。

在进行蒙特卡洛模拟时，联合资信从审慎的角度出发，充分考虑到国内现行市场经济运行特点；在设定回收率等参数时，联合资信参考了监管部门的标准和市场接受的统计数据，并在此基础上作了适当调整。通过蒙特卡洛模拟，相关评级压力情况下的目标评级违约率和目标评级回收率如表 12 所示：

表 12 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	9.65%	23.81%

A ⁺	6.91%	26.81%
----------------	-------	--------

RDR: 目标评级违约率; RRR: 目标评级回收率

联合资信在现金流分析中对本期交易入池资产采用的违约时间分布如表 13 所示:

表 13 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	11.64%
第 2 年	41.13%
第 3 年	40.14%
第 4 年	5.05%
第 5 年	2.04%
总计	100.00%

联合资信根据本期交易规定的现金流偿付顺序, 构建了专用于本期交易的现金流分析模型, 并在经济运行情况分析以及资产池信用特征分析的基础上, 对现金流进行多种情景下的压力测试。联合资信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、降低回收率等。从压力测试的结果来看, 优先级证券在既定交易结构下能够通过相应评级压力情景的测试。

五、主要参与方履约能力

1、发起机构/贷款服务机构

本期交易的发起机构/贷款服务机构为招商银行。作为发起机构, 招商银行的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到发起机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力; 同时, 其公司治理、信用文化、风险管理和内部控制会影响其贷款发起模式和审贷标准, 并进而影响到证券化交易贷款组合的信用质量。作为贷款服务机构, 其贷款服务能力将直接影响到本期交易资产池贷款组合的信用表现。

招商银行是经中国人民银行批准, 于 1987 年 3 月组建成立的商业银行。2002 年, 招商银行 A 股在上海证券交易所上市; 2006 年, 招商银行 H 股在香港联交所上市。经过历次的增资扩股, 截至 2013 年 6 月 30 日, 招商银行股本总额 215.77 亿股, 其中第一大股东为招商局轮船股份有限公司。

截至 2013 年 6 月 30 日, 招商银行已在中国大陆的 110 多个城市设有 105 家分行及 867 家支行, 2 家分行级专营机构 (信用卡中心和小企业信贷中心), 1 家代表处, 2190 家自助银行, 9116 台现金自助设备 (其中自助取款机 2593 台、自助循环机 6523 台), 一家全资子公司——招银金融租赁有限公司; 在香港拥有永

隆银行和招银国际等子公司, 及一家分行 (香港分行); 在美国设有纽约分行和代表处; 在伦敦和台北设有代表处; 新加坡分行正在筹建中。

截至 2013 年 6 月 30 日, 招商银行资产总额 38106.29 亿元, 其中贷款和垫款净额 20980.78 亿元; 负债总额 35981.31 亿元, 其中客户存款余额 27975.78 亿元; 股东权益 2124.98 亿元; 不良贷款率 0.71%; 拨备覆盖率 304.72%; 资本充足率 11.39%, 核心一级资本充足率 8.00%。2013 年 1~6 月, 招商银行实现营业收入 640.57 亿元, 净利润 262.66 亿元。

近年来, 招商银行持续推进全面风险管理体系建设, 建立了较为完善的风险管理架构。招商银行董事会下设的风险管理委员会, 负责审议全行风险管理政策和内控体系建设的实施方案。

信用风险管理方面, 招商银行从业务发起、尽职调查、授信审批、放款执行、贷后管理五大环节, 构建流程化的信用风险管理体系, 综合运用信贷政策制定、准入核准、分级审批、信贷检查、风险预警、集团客户管理、不良资产清收与问责、分类拨备、内部评级等多种管理措施, 并开发引进先进的风险量化模型工具及风险管理系统, 确保对信用风险进行有效管

理。

流动性风险管理方面，招商银行建立了以限额管理为核心的流动性风险管理体系。招商银行流动性风险管理旨在确保在贷款增长、存款支取、债务到期、表外不可撤销承诺使用等情况下，都有充足的资金应对预期的和非预期的资金需求，为持续经营提供稳定的流动性环境。

市场风险管理方面，招商银行优化了市场风险计量方法和流程，进一步完善了公司市场风险管理政策体系；集团市场风险并表管理工作取得阶段性成果，市场风险并表管理体系已覆盖整个集团。

操作风险管理方面，招商银行主要从以下三方面进行管理：一是健全和推广操作风险管理体系，推动全行按照统一的职责、制度、方法和流程开展操作风险管理工作；二是推广应用操作风险管理工具和管理系统，实现了三大管理工具对全行主要机构、条线和流程的覆盖，有序开展操作风险评估、监测和报告；三是根据中国银监会《商业银行操作风险监管资本计量指引》中“标准法”的规定，组织对集团及法人口径的操作风险监管资本进行定量测算。

资产证券化方面，招商银行曾于 2008 年作为发起机构及贷款服务机构发起“招元 2008 年第一期信贷资产证券化”项目，积累了丰富的项目经验。前期积累的经验将对此次招商银行顺利开展资产证券化项目提供良好的保障。

总体来看，招商银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA。联合资信认为招商银行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，将有效保障入池贷款组合的信用表现并为本期交易提供良好的相关服务。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国工商银行股份有限公司深圳市分行（以下简称“工商银

行”）。工商银行成立于 1984 年 1 月，2005 年整体改制为股份有限公司。2006 年 10 月，工商银行在上海证券交易所与香港联合交易所上市。截至 2013 年 6 月末，工商银行股本达到 3496.50 亿元，其前两大股东分别为中央汇金投资有限责任公司与国家财政部，持股比例依次为 35.5%与 35.3%。

按照合并报表口径，截至 2013 年 6 月末，工商银行资产总额达到 187233.53 亿元，股东权益合计 11750.93 亿元；不良贷款率 0.87%，拨备覆盖率 288.16%，资本充足率 13.11%，核心一级资本充足率 10.48%；2013 年 1~6 月，工商银行实现净利润 1384.77 亿元。

截至 2013 年 6 月末，工商银行托管资产净值达 42657 亿元，较上年末增长 7.8%；2013 年 1~6 月实现托管收入 37.38 亿元人民币，同比增长 33.2%。

考虑到工商银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3、受托机构/发行人

本期交易的受托机构/发行人是华润信托。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。截至 2012 年末，华润信托注册资本金 26.3 亿元，其中华润股份有限公司持有公司 51%的股权，深圳市国有资产监督管理委员会持有 49%的股权。

截至 2012 年末，按照合并报表口径，华润信托资产总额 119.47 亿元，所有者权益 101.73 亿元，信托业务资产 1837 亿元，其中主动管理类产品占比 89%。2012 年，华润信托实现营业收入 20.82 亿元，净利润 13.48 亿元。2009 年到 2012 年，华润信托实现兑付的产品规模年均超过 1000 亿元。

针对资产证券化业务，华润信托的风险控制具体采用事前预防、事中监控、事后稽核三

种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究和揭示，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。具体措施包括：建立风险评估体系；完善风险管理机制；完善内部控制制度，规范业务流程；强化对基础资产池的尽职调查；重视交易结构设计，集体审议方式保证决策质量；加强特定目的信托业务服务机构管理及责任划分；加强特定目的信托财产管理；依法进行管理特定目的信托财产的信息披露；严密保管档案资料；依法开展特定目的信托财产的会计核算；严格规定交易参与方和内部员工的保密责

任；加强对资产证券化业务的检查稽核。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

华润信托曾参与格兰云天酒店现金流入、远东租赁、创维数字应收账款等企业结构化或类证券化产品的开发，并通过与兴业银行、中国银行等机构的合作，积累了信贷资产证券化的相关经验。华润信托将资产证券化业务作为公司持续发展战略的重要组成部分之一，已成立专门的运营部门研究、发掘和运行此类项目，核心成员具有丰富的资产证券化业务理论及实践经验。

总体来看，华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的信托业务经验，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

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、将信贷资产由发起机构处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本期交易文件不违反中国现行法律、行政法规和部门规章，在约定的生效条件满足后将对各方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方可按照相应的条款向其他各方主张权利；除相关监管部门外，委托人和受托人就签署、交付和履行其作为一方的交易文件，无需取得任何政府机构的批准、许可、授权或同意；信托一

经生效，委托人对贷款债权的转让即发生法律效力，且附属于该等贷款债权的保证债权（如有）随贷款债权的转让而同时转让，如果发生个别通知事件，在借款人、保证人（如有）收到权利完善通知后，该等债权的转让即对该借款人、保证人（如有）发生法律效力；信托财产与委托人和受托人未设立信托的其他财产相区别，委托人或受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产均不作为其清算财产；资产支持证券既不是委托人的负债，也不是受托人的负债，受托人以信托财产为限向资产支持证券持有人承担义务。

会计意见书表明：招商银行应当将特殊目的信托纳入合并范围，本期交易既没有转移也没有保留信托资产所有权上几乎所有风险和报酬，应该按照继续涉入程度确认有关资产及负债。税务意见书表明：本次交易信托财产取得

的贷款利息收入、相关服务机构取得的服务报酬、机构投资者在二级市场上买卖取得的差价收入全额征收营业税，企业所得税仍按现行企业所得税政策规定征收，印花税在全部环节暂免征收。

目前，国内的信贷资产证券化仍处试点阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且

有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

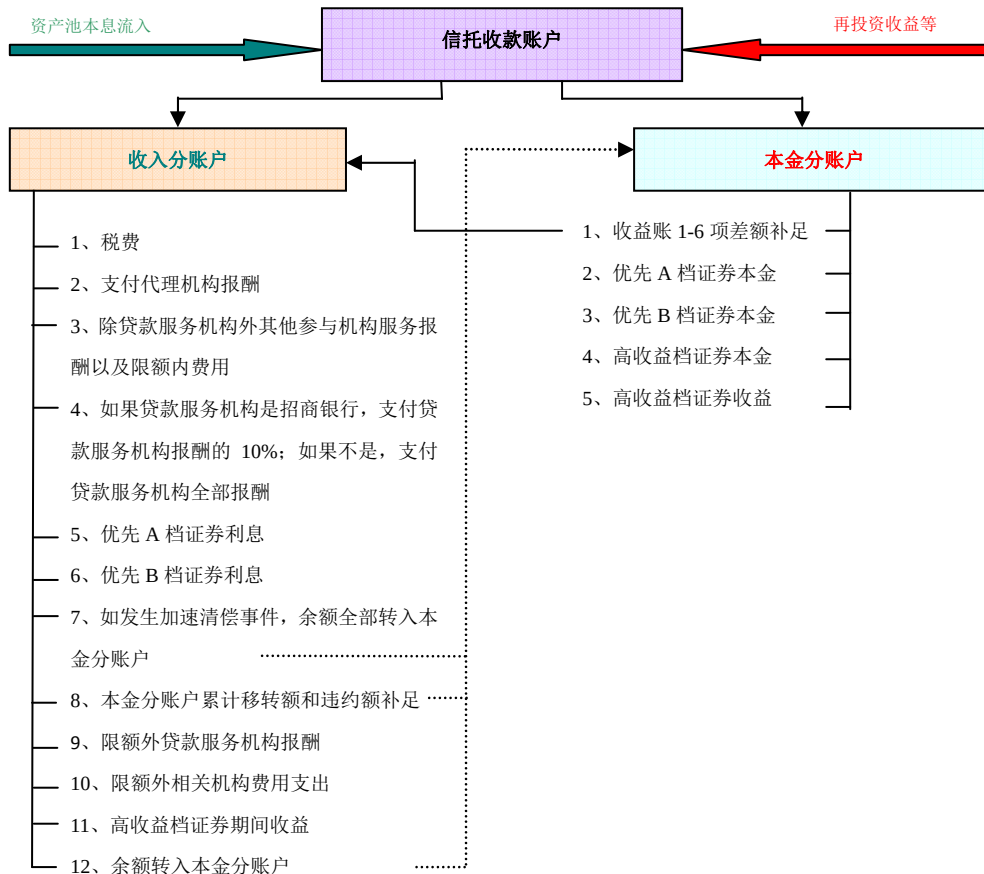
七、评级结论

联合资信对本期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因素进行了综合考量，并在对资产池进行信用分析和交易结构现金流分析的基础上确定“招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 A⁺；高收益档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力较强，违约风险较低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、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。各等级含义如下表所示：

等 级		含 义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托 资产支持证券跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券信用状况的重大变动事项等内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券信用状况产生较大影响的突发事件，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券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，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构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招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。


联合资信评估有限公司
二零一四年三月七日