

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《和萃 2016 年第一期不良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

二零一六年五月十七日



信用等级公告

联合[2016] 571 号

联合资信评估有限公司通过对“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

和萃 2016 年第一期不良资产支持证券
优先档资产支持证券的信用等级为 AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年五月十七日



和萃 2016 年第一期不良资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先档资产支持证券	18800.00	80.69	AAA
次级档资产支持证券	4500.00	19.31	NR
合计	23300.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2016 年 2 月 1 日
证券法定到期日：2020 年 5 月 26 日
载体形式：特殊目的信托
基础资产：招商银行股份有限公司持有的未偿本息余额为 209769.75 万元的不良类信用卡债权
信用提升机制：优先/次级结构、流动性储备账户、触发机制
委托人/发起机构/资产服务机构：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：北京银行股份有限公司

评级时间

2016 年 5 月 17 日

分析师

郑飞 王欢 王放

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）基于发起机构提供的基础资产相关资料及现场尽职调查所获信息，在对本交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、现金流分析及压力测试、相关参与机构及法律要素等方面进行综合分析的基础上，确定“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA，次级档资产支持证券未予评级。

上述优先档资产支持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。

优势

1. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先档资产支持证券获得次级档资产支持证券 19.31% 的信用支持。
2. 本交易信托财产初始起算日至信托设立日的时间间隔（过渡期）较长，该过渡期预计将产生较大规模的回收金额，这将有助于优先档资产支持证券的较快兑付和首期流动性储备账户的补充，有效降低了优先档证券兑付风险和流动性风险。
3. 本交易设置了流动性储备账户，能够较好缓解优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。
4. 本交易中设置了贷款服务机构的浮动报酬支付机制，有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，最大化提高回收率。
5. 贷款服务机构对资产池相关信息比较了解，具有比较丰富的不良贷款处置经验，能够较好规避信息不对称、处理不及时所

带来的回收风险。

关注及风险缓释

1. 本交易入池资产为信用卡不良债权，未附带抵押物或质押物担保，相较于附带抵押物的不良资产，单笔不良债权的回收不确定性较大。

风险缓释：信用卡债权具有金额小、数量大、分散性好的特点，在资产池的资产数量较多的情况下，整体回收水平较为稳定，且可以通过统计分析历史数据的方法进行估计，这将有助于缓释本交易的基础资产没有抵质押物的不足。

2. 本交易未设置外部流动性支持机制，不良资产处置过程中的回收金额和回收时间存在较大的不确定性，本交易优先档证券每半年付息一次，因而优先档证券的利息兑付可能存在一定的流动性风险。

风险缓释：本交易设置了内部流动性储备账户，且在过渡期内资产池就已产生了较大金额的现金回收，这将有助于及时补充流动性储备账户，缓释各支付期的流动性风险。

3. 影响不良贷款处置的因素较多且较复杂，各种事先难以预计的偶然性因素发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在很大的不确定性。

风险缓释：联合资信在对资产池回收金额进行评估和回收时间进行预测时充分考虑了不良资产处置过程中可能出现的各种因素，并在现金流模型压力测试中，对回收金额的波动和回收时间进行了压力测试，评级结果已反映了回收时间不确定等风险因素。

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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”优先档资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本资产支持证券的信用等级有可能发生变化。



优先档和次级档证券均采用簿记建档方式发行（向发起机构定向发行的部分除外），其中发起机构持有各档证券发行规模的5%。优先档证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档

结果确定；次级档证券不设票面利率，在优先档证券清偿完毕后获得本金偿付和限额内收益、剩余收益支付。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先档证券	AAA	过手	半年付息	18800.00	80.69	固定	2017 年 1 月 26 日	2020 年 5 月 26 日
次级档证券	NR	—	—	4500.00	19.31	—	2018 年 5 月 26 日	2020 年 5 月 26 日

3. 基础资产

本交易的基础资产为发起机构招商银行所持有的按其内部五级分类划分为不良类贷款的信用卡债权。截至初始起算日，资产池的未偿本金余额为 150905.98 万元，未偿利息余额为 58863.77 万元，未偿本息余额合计为 209769.75 万元，共涉及 60007 笔个人信用卡债权。

根据交易文件约定，本交易入池信用卡债权的资产选择标准是指就每一笔标的债权资产的借款人而言，在初始起算日和信托财产交付日：(a) 借款人在申请信用卡账户时为中国公民或永久居民，且年满 18 周岁；(b) 相关信用卡账户项下的所有应付金额均以人民币为单位；(c) 资产均由借款人在相关信用卡账户项下取现或消费所形成，且借款人对取现或消费的事实（包括取现或消费金额）无争议；(d) 根据招商银行的贷款风险分类标准，资产为次级、可疑或损失类；(e) 招商银行已办理相关信用卡账户的停卡手续；(f) 信用卡账户及资产适用中国法律；(g) 同一信用卡账户项下借款人的全部

未偿债务全部入池；(h) 招商银行合法拥有每笔资产，且未在资产上设定质押或其他权利负担；(i) 招商银行未曾减免每笔“信用卡债权”对应的本金；(j) 招商银行在相关信用卡账户项下不享有除债权之外的抵债资产；(k) 信用卡债权的全部或部分未被招商银行核销；(l) 资产可以进行合法有效的转让，无需取得借款人或任何第三方的同意。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表 3 资产池概况

借款人户数	60007 户
贷款笔数	60007 笔
合同总金额（期初不良本金）	157836.72 万元
资产池未偿本金余额	150905.98 万元
资产池未偿利息余额	58863.77 万元
资产池未偿本息余额	209769.75 万元
单笔贷款最高本息余额	78.09 万元
单户借款人平均未偿本息余额	3.50 万元
加权平均逾期期限	9.23 月
借款人加权平均年龄	36.87 岁

二、资产池估值及风险因素

1. 资产池特征分析

(1) 入池贷款五级分类

截至初始起算日，入池贷款全部为不良类贷款，其中次级类贷款未偿本息余额占 15.02%，可疑类贷款未偿本息余额占 31.91%，损失类贷款未偿本息余额占 53.07%。入池信用卡不良五级分类分布如表 4 所示。

表 4 五级分类分布 单位：户/万元/%

五级分类	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
次级	12591	31509.20	15.02
可疑	24037	66937.10	31.91
损失	23379	111323.44	53.07
合计	60007	209769.75	100.00

注：上述未偿本息余额为截至初始起算日的金额。

(2) 入池信用卡不良担保方式

资产池中不良资产全部为信用类债权，没有保证或抵质押担保。

(3) 未偿本息余额分布

入池信用卡不良户均未偿本息余额为 3.50 万元，从未偿本息余额分布来看，5 万元至 10 万元区间的未偿本息余额占比最高，为 34.12%。入池信用卡不良的未偿本息余额分布如表 5 所示。

表 5 未偿本息余额分布 单位：户/万元/%

未偿本息	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
(0, 0.5]	7473	2560.87	1.22
(0.5, 1]	13683	9830.02	4.69
(1, 3]	16927	30616.52	14.60
(3, 5]	8340	32683.95	15.58
(5, 10]	9066	64326.38	30.67
(10, 20]	3920	52370.71	24.97
20 以上	598	17381.29	8.29
合 计	60007	209769.75	100.00

注：金额占比合计不等于 100% 为四舍五入所致。

(4) 信用卡额度分布

入池信用卡不良额度主要集中在 1 万元至 10 万元，额度分布如表 6 所示。

表 6 信用卡额度分布 单位：万元/户/%

额度	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
[0.1, 0.5]	11403	7005.77	3.34
(0.5, 1]	15726	16743.84	7.98
(1, 3]	18025	54486.44	25.97
(3, 5]	10218	73508.63	35.04
(5, 10]	4079	43750.61	20.86
(10, 50]	556	14274.45	6.80
合 计	60007	209769.75	100.00

(5) 卡片类型分布

从卡片类型分布来看，入池的不良信用卡主要为金卡，该类型信用卡的未偿本息余额占比为 70.61%。入池不良信用卡的卡片类型分布如表 7 所示。

表 7 卡片类型分布 单位：户/万元/%

卡片类型	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
普卡	21937	16476.77	7.85
金卡	34849	148123.65	70.61
白金	3144	42016.69	20.03
NULL	77	3152.63	1.50
合 计	60007	209769.75	100.00

注：1. “NULL” 为招商银行信用卡中等级高于“白金卡”的卡片类型；2. 金额占比合计不等于 100% 为四舍五入所致。

(6) 发卡时间分布

入池信用卡不良的发卡时间主要集中在 2011 年至 2014 年，合计占比 61.61%，发卡时间分布如表 8 所示。

表 8 发卡时间分布 单位：户/万元/%

发卡时间	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
2002 年	14	100.48	0.05
2003 年	322	3030.41	1.44
2004 年	328	2704.85	1.29
2005 年	498	3243.41	1.55
2006 年	1516	8492.17	4.05
2007 年	3029	15403.50	7.34
2008 年	3133	16924.34	8.07
2009 年	1752	10923.75	5.21
2010 年	2600	14234.28	6.79
2011 年	4091	20305.89	9.68
2012 年	7793	35978.07	17.15
2013 年	13204	41426.07	19.75
2014 年	16427	31537.84	15.03
2015 年	5300	5464.69	2.61
合 计	60007	209769.75	100.00

(7) 成为不良时间分布

从成为不良时间来看，入池资产中 2015 年成为不良的未偿本息余额占比最高，占 71.29%。入池信用卡不良形成时间分布如表 9 所示。

表 9 成为不良时间分布 单位：户/万元/%

成为不良时间	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
2011 年	119	488.02	0.23
2012 年	360	2337.35	1.11

2013 年	588	5422.16	2.58
2014 年	2027	20128.70	9.60
2015 年	44615	149538.31	71.29
2016 年	12298	31855.21	15.19
合 计	60007	209769.75	100.00

(8) 持卡人年龄分布

从持卡人的年龄分布来看, 30 岁至 40 岁年龄区间的未偿本息余额占比最高, 为 39.47%。入池信用卡不良持卡人年龄分布如表 10 所示。

表 10 持卡人年龄分布 单位: 户/万元/%

年龄	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
[19, 20]	202	177.40	0.08
(20, 30]	25762	59344.66	28.29
(30, 40]	21093	82802.13	39.47
(40, 50]	9858	49520.93	23.61
(50, 60]	2873	16562.81	7.90
(60, 65]	219	1361.82	0.65
合 计	60007	209769.75	100.00

(9) 持卡人年收入分布

从持卡人的年收入分布来看, 1 万至 5 万和 5 万至 10 万两个收入区间的未偿本息余额占比较高, 均占资产池未偿本息余额的 20%以上。入池信用卡不良的持卡人年收入分布如表 11 所示。

表 11 持卡人年收入分布 单位: 户/万元/%

年收入	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
[0, 1]	6740	24489.37	11.67
(1, 5]	19472	52289.83	24.93
(5, 10]	21068	60901.23	29.03
(10, 20]	7056	30123.08	14.36
(20, 50]	3655	22220.73	10.59
50 以上	2016	19745.51	9.41
合 计	60007	209769.75	100.00

注: 持卡人年收入为客户申请招商银行信用卡时自填年收入。

(10) 持卡人职业分布

从持卡人的职业分布来看, 建筑、制造业和贸易、商业、事务所两个职业组别的未偿本息余额占比较高, 均占资产池未偿本息余额的 30%以上。入池信用卡不良的持卡人职业分布如表 12 所示。

表 12 持卡人职业分布 单位: 户/万元/%

行业	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
建筑、制造业	21510	75217.23	35.86
贸易、商业、事务所	17911	69046.15	32.92
酒店、餐饮、娱乐	6343	20094.91	9.58
个体经营	5013	15454.16	7.37
国家党政机关、事业单位	4424	13681.51	6.52
金融业	3306	10985.69	5.24
教育机构	960	3550.52	1.69
医疗机构	473	1442.86	0.69
其他	67	296.71	0.14
合 计	60007	209769.75	100.00

注: 持卡人的职业划分为招商银行内部设定的职业划分方式。

(11) 持卡人所在地区分布

从地区分布来看, 持卡人分布于全国多个地区, 地区分布较分散, 持卡人所在地区分布如表 13 所示。

表 13 持卡人所在地区分布 单位: 户/万元/%

地区	借款人户数	未偿本息余额	金额占比
深圳	4666	17046.05	8.13
上海	3570	12619.86	6.02
广州	3631	12302.71	5.86
北京	2981	9716.11	4.63
成都	2322	9689.78	4.62
重庆	1737	6828.81	3.26
东莞	1844	6509.00	3.10
厦门	1275	5760.87	2.75
西安	1624	5421.56	2.58
武汉	1571	5169.69	2.46
昆明	1315	5094.87	2.43
济南	1043	5047.48	2.41

佛山	1253	4927.57	2.35
福州	929	4847.03	2.31
天津	1336	4756.54	2.27
大连	1235	4380.34	2.09
南京	1165	4299.79	2.05
长沙	1257	4261.54	2.03
杭州	1198	4173.07	1.99
沈阳	1228	3940.32	1.88
青岛	960	3915.68	1.87
苏州	1271	3787.96	1.81
郑州	912	3413.41	1.63
哈尔滨	1027	3224.76	1.54
宁波	912	2871.08	1.37
合肥	682	2866.04	1.37
南昌	560	2093.65	1.00
南宁	685	2062.59	0.98
无锡	570	2023.83	0.96
烟台	510	1663.90	0.79
太原	535	1442.98	0.69
长春	624	1430.47	0.68
兰州	581	1370.96	0.65
温州	280	1210.72	0.58
贵阳	400	917.47	0.44
呼和浩特	341	792.73	0.38
宜昌	192	581.52	0.28
石家庄	238	544.46	0.26
乌鲁木齐	167	534.57	0.25
银川	129	398.62	0.19
黄石	120	338.29	0.16
丹东	60	108.68	0.05
其他	11071	35382.39	16.87
合 计	60007	209769.75	100.00

2. 资产池回收估值过程及估值结果

对资产池回收估值主要包括信用卡不良债权的处置方式、预测回收金额、预测回收时间等。招商银行入池信用卡不良债权的处置方式主要是通过第三方合作的专业催收公司进行催收，催收公司接收招商银行的具体任务委托，通过电话催收、上门催收和寄送法律函件催收等形式开展具体的催收工作，并定时将催收结

果反馈给招商银行，招商银行对相关催收公司的催收成果进行考核并支付催收费用。发生信用卡不良的持卡人需要通过自主向相应账户内缴存资金，以达到偿还欠款的目的，催收公司在催收过程中不会过手回收的资金，不会代替被催收人进行还款行为。

联合资信对资产池回收金额进行估值主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息和信用卡不良资产的历史回收记录。在上述信息的基础上，联合资信结合现场尽职调查了解到的具体催收过程和催收管理方式，通过对信用卡不良资产历史回收数据的分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估值。

招商银行信用卡中心提供了历史回收数据，每笔信用卡不良均记录前两年的逐月回收金额，第三年回收金额为年回收，另外提供包括从第一年到第三年及以上的总回收金额；且各期回收金额区分本金回收金额和息费回收金额。历史数据较为充分，有利于采用精算统计方法对历史回收率和时间分布进行分析。

通过对入池资产各属性的单因素和多因素分析，我们认为影响回收效果的主要因素有两个：从发生不良到入池所经历的时间长短（入池账龄）和发生不良时本金余额的大小；如果从发生不良到入池经历的时间较短，则后期可回收的比例较大，反之则较小；如果发生不良时的本金余额较小，则后期回收的概率会较大，反之则较小；对发生不良时本金余额进行分组以便于后期统计分析，分组区间及各组毛回收率情况如表 14 和图 2 所示。

表 14 不良本金余额分组 单位：元

不良本金余额分组	分组区间
G1	10000 及以下
G2	(10000, 30000]
G3	(30000, 50000]
G4	50000 以上

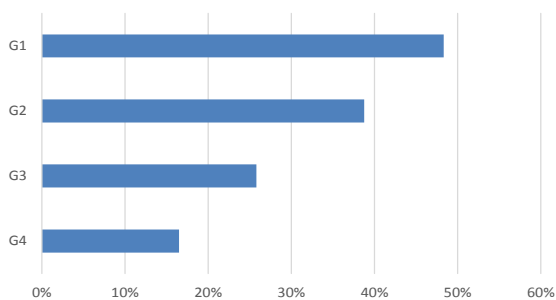


图2 基于本金余额分组的毛回收率

根据招商银行信用卡中心提供的历史不良回收数据情况，我们将历史数据分为两组，2014年之前发生的不良已经经过了24个月的回收，可以作为计算24期回收率的依据，但其缺点在于数据较为陈旧且不符合回收率变动趋势，不利于对未来回收情况进行估计；2014年之后发生不良的回收数据，该部分数据的回收表现尚不够完整，但是优点在于数据较新，能够较好反映最新的回收水平，可以用来作为对24期回收率统计结果的校正基础。根据对历史数据的统计，2014年之前发生不良的24期回收情况如图3和图4所示。

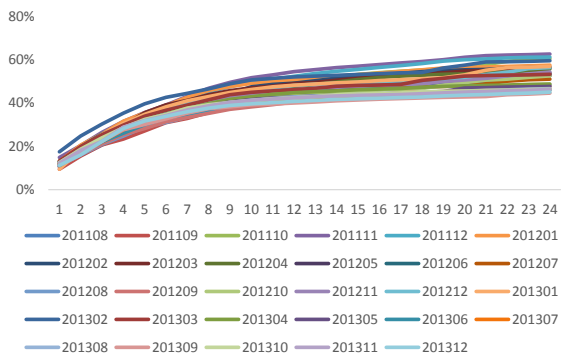


图3 1-24期毛回收率累计分布

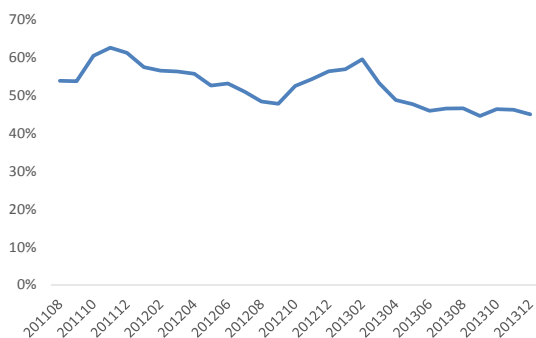


图4 24期累计毛回收率

根据入池账龄和不良余额两个维度，把历史不良回收数据进行分组，计算不同组别发生不良后1-24期的基准回收率。然后针对入池资产的入池账龄和入池本金余额、息费余额逐一对应基准回收率，分别得到单笔入池资产的本金回收金额和时间分布，息费回收金额和时间分布，本金回收和息费回收汇总后得到资产池总的回收金额和时间分布。

上述得到的预测结果同2016年过渡期内资产池的实际已回收情况进行比较，对比两者之间的差异，进一步调整预测结果，得到资产池总的毛回收金额和回收时间分布。根据招商银行信用卡中心提供的催收公司催收费用的支付标准和费率，逐笔逐期考虑催收费率的影响（已考虑封包期催收费用不由资产池支付），最终得到资产池总的净回收金额和回收时间分布。

联合资信给出的资产池预测回收金额及预测回收时间分布详见表15，资产池预测回收总金额24186.22万元，即资产池的期望总回收率为11.53%。

表15 资产池预测回收金额及预测回收时间分布

预测回收时间	预测回收金额(万元)	预测回收金额占比
过渡期	15856.97	65.56%
0-6月	5652.69	23.37%
7-12月	1121.22	4.64%
13-18月	1200.26	4.96%
19-24月	355.08	1.47%
合计	24186.22	100.00%

注：过渡期是指自初始起算日至信托设立日的期间，具体期间为2016年2月1日至2016年5月26日。

3. 资产池估值风险因素

(1) 利用历史数据估计资产池未来回收率的风险

本交易估值过程中主要利用招商银行信用卡不良资产的历史回收数据计算回收率，进而估计资产池的未来回收情况。由于历史数据和资产池在某些属性上有所差异，如所处的经济环境有所不同，信用卡发放时的准入标准有所不同、持卡人的各项属性有所不同等，因此存

在利用历史回收数据估计未来回收情况而出现偏差的风险。在估值时，我们尽量选取属性和资产池比较相近的历史数据作为估值的基础数据。另外，还会考虑以回收率在近年的变化趋势作为调整因素，体现回收率未来的变化方向。最后，参考本交易信用评级期间资产池的实际催收结果，用最新的数据对之前的估计值作进一步的修正，以尽量降低估值风险。

（2）催收政策和催收环境变化的风险

在对资产池进行估值时，我们假设招商银行未来的催收政策保持稳定，其与相关催收公司的合作关系保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来现金流的估值产生影响。在估值时，考虑到招商银行很强的催收管理能力和过去几年稳定的催收政策，我们认为该风险的影响较小。另外我们考虑了未来催收费用的变化的可能性，并在估值过程中对催收费率做了适当调整。

另外，由于信用卡不良的催收工作主要依靠专业的催收公司进行，而整个催收行业承接了国内金融行业众多不同性质的催收工作，在国内整体经济增长承压，金融行业不良率持续上升的前提下，催收行业整体将承受较大的催收压力。在估值过程中，考虑到招商银行有较多合作的催收公司，且与大多催收公司的合作关系稳定，能够得到催收公司的有力支持；另外，招商银行在对催收公司的管理上，设置了竞争排名机制、激励机制和淘汰机制，能够促使催收公司勤勉尽职地工作。

（3）未来经济环境变化的影响

目前国内经济增长趋缓，未来收入增长预期下降。宏观因素的变化可能会对持卡人的未来还款能力产生不利影响。在估值过程中，我们假定未来经济环境继续承压，在对未来现金流进行预测时施加了一定的压力，力求减小未来经济环境变化带来的不利影响。

三、交易结构分析

本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，本交易还安排了信托（流动性）储备账户和相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托人将在资金保管机构开立信托专用账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账户下设立信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户三个一级分账户。信托付款账户下设立信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户三个子账户。在每个信托分配日（就处置费用账户而言，指每个处置费用分配日），资金保管机构根据受托人的指令将前述各信托账户中的资金按信托合同规定的分配顺序进行分配。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件：(a) 信托财产在支付日后 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）不能足额支付当时存在的最高级别的优先档资产支持证券应付未付利息的（但只要当时存在的最高级别的优先档资产支持证券的应付未付利息得到足额支付，即使其他低级别的优先档资产支持证券应付未付利息和次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的，也不构成“违约事件”）；(b) 信托财产在法定到期日后 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）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档资产支持证券本金的。

（1）“违约事件”发生前

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，

资金按以下顺序分配：顺序支付税收、发行费用，同顺序支付代理机构报酬、参与机构报酬（贷款服务机构除外）、参与机构不超过优先支出上限的费用支出、贷款服务机构垫付的小于等于累计回收款金额 25%部分的执行费用、受托人代为发送权利完善通知所发生的费用（如有），然后顺序支付优先档证券利息、贷款服务机构垫付的大于累计回收款金额 25%部分的执行费用、必备流动性储备金额、贷款服务机构的固定报酬、超过优先支出上限的费用、优先档证券本金、次级档证券本金、次级档证券收益（累计收益 540 万元限额以内）、贷款服务机构的浮动报酬（超过次级累计收益 540 万元部分的 30%）、次级档证券剩余收益（如有）。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

（2）“违约事件”发生后

“违约事件”发生后，资金按以下顺序分配：顺序支付税收、发行费用，同顺序支付代理机构报酬、参与机构报酬（贷款服务机构除外）、参与机构费用支出、贷款服务机构垫付的小于等于累计回收款金额 25%部分的执行费用、受托人代为发送权利完善通知所发生的费用（如有），然后顺序支付优先档证券利息、贷款服务机构垫付的大于累计回收款金额 25%部分的执行费用、贷款服务机构固定报酬（若违约事件不是贷款服务机构直接或间接引致的）、优先档证券本金、贷款服务机构固定报酬（若违约事件是贷款服务机构直接或间接引致的）、次级档证券本金、次级档证券收益（累计收益 540 万元限额以内）、贷款服务机构的浮动报酬（超过次级累计收益 540 万元部分的 30%）、次级档证券剩余收益（如有）。“违约事件”发生后的现金流详见附图 2。

3. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构、信托（流动性）储备账户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

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先档和次级档证券。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，劣后档次的证券为优先档次证券提供信用损失保护。具体而言，本交易中次级档证券为优先档证券提供的信用支持为 19.31%。

（2）信托（流动性）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户，在发生违约事件或信托终止之前其必备金额为下一期应付税收、发行费用、各参与机构报酬、不超过优先支出上限的费用、未受偿的小于等于累计回收款金额 25%部分的执行费用、优先档证券利息之和的 1.5 倍，并于即将到来的信托分配日将该账户内的资金全部记入信托收款账户；在发生违约事件或信托终止后，于即将到来的信托分配日将该账户内的全部资金记入信托收款账户，且之后不再从信托收款账户提取储备金。该账户的设置能够较好地缓解因资产池现金流入不足以支付优先档证券利息面临的流动性风险。

（3）触发机制

本交易设置了“违约事件”触发机制。违约事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中，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和流动性支持。

4. 交易结构风险分析

（1）抵销风险

抵销风险是指入池信用卡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。

本交易文件约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则发起机构应即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，并同时通知受托人。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为发起机构招商银行的

违约风险。

招商银行经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高，主体信用等级极高。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起机构招商银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（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，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。当联合资信和中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 AA-级时，回收款转付日为每个自然季度最后一日后的第 6 个工作日；自联合资信或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA-级但仍具备必备评级等级时（就联合资信而言，系指 A 级及更高的主体长期信用等级；就中债资信而言，系指 A-级及更高的主体长期信用等级），回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或发生任何一起贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任时，委托人或受托人将根据《信托合同》的规定通知借款人、抵押人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人仍将回收款支付至贷款服务机构的，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第 1 个工作日。

作为贷款服务机构，招商银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级有助于缓释混同风险。

（3）流动性风险

不良贷款在处置过程中往往受到多种不确定性因素的干扰，导致现金流回收时间具有一定不规则性，有可能引发流动性风险。

一方面，信用卡债权具有金额小、数量大、分散性好的特点，在资产池的资产数量较多的情况下，整体回收水平较为稳定；另一方面，本交易设置了信托（流动性）储备账户，且在过渡期内资产池就已经产生了较大金额的现金回收。因此本交易能够较好地缓解优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

（4）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，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资系指（a）受托人与合格实体进行的以人民币计价和结算的金融机构存款、银行保本理财，其中合格实体系指主体长期信用等级高于或等于 AA 级的金融机构；（b）符合监管规定的、低风险、高流动性，且在投资前已通知评级机构的国债、政策性金融债、货币市场基金。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于下一个信托分配日上午九点（9:00）前到期。严格的合格投资标准能够有效降低再投资风险。

四、定量分析

在完成对资产池中每笔资产的回收估值后，联合资信还需要估计出资产池总回收率的波动情况以判断资产池回收面临的风险。联合资信选取了招商银行提供的分别在2011年8月至2013年6月确认为不良的信用卡不良回收静态池数据。为了尽可能匹配资产池的账龄因素，

分别统计出每个静态池第6至30个月的总回收金额，以及此回收期间的总回收率，共计23个样本。由于样本数据显示总回收率存在较明显的下降趋势，因此在估计历史回收波动情况之前，联合资信利用回归方法剔除了样本中时间因素对回收率的影响，统计检验显示残差序列

近似服从于正态分布，此分布反映了回收率的波动情况，该正态分布参数如表16所示。

表16 正态分布参数

期望	标准差
0.00	0.0174

将上述估计出的回收率波动情况应用于本交易资产池总回收率分布的估计，根据联合资信对于AAA级证券的置信度要求，并结合本交易资产池过渡期内已实现的回收情况，可推算出本交易资产池AAA级信用等级下的目标评级回收率与资产池期望回收率的比值为85.41%。最终根据联合资信估计出的资产池期望回收率（11.53%）确定资产池AAA级目标评级回收率，具体如表17所示。

表17 目标评级回收率

目标评级	回收率
AAA	9.85%

联合资信基于预设的证券发行规模、分层比例及证券预期发行利率，根据信托合同约定的现金流支付顺序以及流动性储备账户设置、违约事件触发机制等交易结构安排，编制了特定的现金流模型以返回检验优先档证券拟发行规模能否通过目标评级的压力测试。进行压力测试是为了反映出资产池在某些不利情景下产生的现金流对证券本息偿付的覆盖情况，压力

测试的输出结果为优先档证券必要回收率，即在优先档证券存续期间的各项税费、各参与机构费用及报酬、优先档证券利息和优先档证券本金之和与资产池期初未偿本息余额的比值，若优先档证券必要回收率小于相应级别的目标评级回收率，则说明优先档证券通过了该级别的压力测试。

联合资信主要的压力测试手段包括证券发行利率上浮、回收时间后置等。证券发行利率越高，为覆盖证券利息所需的现金流越多，从而压力越大，联合资信将优先档证券预期发行利率在其基准 5.00%的基础上最高上浮 100 个 bp，测试不同优先档证券预期发行利率下现金流对优先档证券本息的覆盖情况。回收时间后置意味着资产池前期现金流入低于预期标准，从而加大了证券利息偿付的压力，联合资信在前文预测的资产池回收总金额和回收时间分布的基础上，结合过渡期内已实现的回收情况模拟设置了回收时间后置的情景。除了以上两种单因素压力测试外，联合资信还设置了两种因素同时加压的组合压力情景。

压力测试结果显示，各种压力情景下的优先档证券必要回收率均小于 AAA 级目标评级回收率 9.85%，因此优先档证券可以达到 AAA 级的信用等级。压力测试的相关参数及结果详见表 18。

表18 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准		加压情况		优先档证券必要回收率
发行利率情景 1	优先档证券预期发行利率 5.00%		预期发行利率上浮 25 个 BP		9.26%
发行利率情景 2	优先档证券预期发行利率 5.00%		预期发行利率上浮 50 个 BP		9.27%
发行利率情景 3	优先档证券预期发行利率 5.00%		预期发行利率上浮 75 个 BP		9.27%
发行利率情景 4	优先档证券预期发行利率 5.00%		预期发行利率上浮 100 个 BP		9.28%
回收时间情景 1	过渡期	65.56%	过渡期	55.00%	9.31%
	第 1-6 个月	23.37%	第 1-6 个月	20.00%	
	第 7-12 个月	4.64%	第 7-12 个月	10.00%	
	第 13-18 个月	4.96%	第 13-18 个月	10.00%	
	第 19-24 个月	1.47%	第 19-24 个月	5.00%	
回收时间情景 2	过渡期	65.56%	过渡期	50.00%	9.35%
	第 1-6 个月	23.37%	第 1-6 个月	15.00%	
	第 7-12 个月	4.64%	第 7-12 个月	15.00%	
	第 13-18 个月	4.96%	第 13-18 个月	10.00%	
	第 19-24 个月	1.47%	第 19-24 个月	10.00%	

组合压力情景 1	—	预计发行利率	上浮 50 个 BP		9.32%
		回收时间	过渡期	55.00%	
			第 1-6 个月	20.00%	
			第 7-12 个月	10.00%	
			第 13-18 个月	10.00%	
			第 19-24 个月	5.00%	
组合压力情景 2	—	预计发行利率	上浮 100 个 BP		9.39%
		回收时间	过渡期	50.00%	
			第 1-6 个月	15.00%	
			第 7-12 个月	15.00%	
			第 13-18 个月	10.00%	
			第 19-24 个月	10.00%	

注：优先档证券必要回收率 = (税费+各参与机构费用及报酬+优先档证券利息+优先档证券本金) / 资产池期初未偿本息余额

五、主要参与方履约能力

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的发起机构/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交易资产池不良贷款的回收表现。

招商银行是经中国人民银行批准，于 1987 年 3 月组建成立的全国性股份制商业银行。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 2014 年 12 月 31 日，招商银行股本总额 252.20 亿股，其中第一大法人股东为招商局轮船股份有限公司。

截至 2014 年末，招商银行资产总额 47318.29 亿元，其中贷款和垫款净额 24487.54 亿元；负债总额 44167.69 亿元，其中客户存款余额 33044.38 亿元；股东权益 3150.60 亿元；不良贷款率 1.11%；拨备覆盖率 233.42%；资本充足率 11.74%，一级资本充足率 9.60%。2014 年全年，招商银行实现营业收入 1658.63 亿元，净利润 560.49 亿元。

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。

信用卡业务方面，招商银行对于客户提交的信用卡申请采取了较为严格的审批流程，提交申请的客户首先需经由系统自动完成初审，再由专门的审批人员根据信用初审信息、客户提交的申请材料、信用卡推广人员对申请人的核实资料等综合信息，以信用卡授信政策为准则，完成对客户的综合认定，核定资格及授信额度，必要时需对客户进行核访，以全面了解客户的还款能力及还款意愿。信用卡业务贷后管理工作除了资产分类、评估并提取拨备、贷后检查与监控等外，还实行了较为严格的风险预警管理，信用卡应收账款形成后，招商银行将持续追踪客户还款及后续用卡情况，还未出现逾期但交易或还款存在异常的客户都将进入风险预警名单，招商银行将及时采取措施，包括提前催收等方式，以确保风险可控。对于出现逾期情况的信用卡应收账款，招商银行以逾期时间、逾期金额及风险属性等信息为划分标准，建立了差异化催收机制。其中对于低风险短期逾期的客户，银行采用手机短信、人工电话等多种渠道以提醒客户按期还款；对于超过一定期限的高风险逾期客户，银行将加大催收

力度，通过外包、法律诉讼等强有力的手段加强资产回收。对于催收过程中发现的风险信号，银行采取早期识别、早期介入方式，以提高风险资产的回收效率。对于已经竭尽了各种催收措施仍无法收回的账单分期，且该类账单分期符合财政部相关规定的情况下，招商银行将根据内部相关制度的要求，经审查批准后予以核销。

资产证券化业务方面，招商银行曾作为发起机构发起多个资产证券化项目，并担任贷款服务机构，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，同时在信用卡业务与证券化方面均具有较为丰富的经验。联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。招商银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，且本交易中设置了贷款服务机构的浮动报酬作为激励机制，将有助于激励招行更好地尽职履职，因此招商银行将为本交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是北京银行股份有限公司。北京银行成立于 1996 年，2007 年 9 月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。

截至 2014 年末，北京银行资产总额 15244.37 亿元，股东权益合计 959.03 亿元；不良贷款率 0.86%，拨备覆盖率 324.22%，资本充足率 11.40%，核心一级资本充足率 9.16%；2014 年，北京银行实现营业收入 368.78 亿元，净利润 156.46 亿元。

截至 2014 年末，北京银行托管资产规模达 4622 亿元，同比增长 95%；2014 年北京银行实现托管类中间业务收入 3.2 亿元，同比增长 82%。目前，北京银行已与多家信托公司、基

金公司、证券公司、保险公司、商业银行建立托管合作关系。

考虑到北京银行稳健的经营状况、极高的信用等级以及丰富的资产证券化托管经验，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

本交易的受托机构/发行人是华润深国投信托有限公司（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 2014 年末，华润信托注册资本金 26.30 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 2014 年末，按照合并报表口径，华润信托资产总额 152.15 亿元，所有者权益 138.28 亿元，信托业务资产 4719.79 亿元。2014 年，华润信托实现营业收入 39.87 亿元，净利润 23.29 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，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，华润信托通过研究业务控制、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。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。

华润信托作为受托人，在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品，业务经验丰

富。

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，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

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，相关各方可以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，委托人对信用卡债权的转让即发生法律效力；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：招商银行不应将特殊目的信托纳入合并范围，并于不合并基础上进行

资产终止确认分析，决定终止确认有关金融资产。

税务意见书表明：增值税方面，本次交易信托财产取得的全部利息收入、机构投资者（QFII 除外）在二级市场上买卖资产支持证券取得的差价收入、相关服务机构取得的服务报酬在 5 月 1 日之后征收增值税；企业所得税方面，发起机构转让信贷资产取得的收益应缴纳企业所得税；对信托财产收益在取得当年向机构投资者分配的部分，暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，按现行相关政策规定处理；在对信托财产收益暂不征收企业所得税期间，境内机构投资者分得的信托财产收益应按照权责发生制确认应税收入，按现行政策规定缴纳企业所得税；QFII 从信托项目分配获得的收益，由华润信托按 10% 代扣代缴企业所得税；机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳企业所得税；QFII 需要就资产支持证券转让的差价收入缴纳 10% 的预提所得税；为证券化交易提供服务的各机构取得服务费收入均应缴纳企业所得税；印花税方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

七、评级结论

联合资信基于发起机构提供的基础资产相关资料及现场尽职调查所获信息，在对本次交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、现金流分析及压力测试、相关参与机构及法律要素等方面进行综合分析

的基础上，确定“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA，次级档资产支持证券未予评级。上述优先档资产支持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。

附图 现金流支付机制



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 和萃 2016 年第一期不良资产支持证券 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”优先档证券的存续期。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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”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，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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”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“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”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。

