

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《金鹿 2016 年第一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

二零一六年五月四日



信用等级公告

联合[2016] 567 号

联合资信评估有限公司通过对“金鹿 2016 年第一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

金鹿 2016 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券

优先 A 档信托单位的信用等级为 AAA

优先 B 档信托单位的信用等级为 AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月四日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

金鹿 2016 年第一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

证券名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先 A 档资产支持证券	68300.00	67.09	AAA
优先 B 档资产支持证券	12100.00	11.89	AA ⁺
次级档资产支持证券	21400.00	21.02	NR
合计	101800.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

基础资产初始起算日：2016 年 2 月 15 日
证券法定到期日：2020 年 1 月 26 日
交易类型：静态现金流型 CLO
载体形式：特殊目的信托
基础资产：温州银行股份有限公司持有的 101800 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别： A_S/A_S^{-1}
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、超额利差
发起机构/贷款服务机构：温州银行股份有限公司
受托机构/发行人：平安信托有限责任公司
资金保管机构：浙商银行股份有限公司
主承销商/簿记管理人：招商证券股份有限公司

评级时间

2016 年 5 月 4 日

分析师

赖金昌 屈晓灿 赵晓丽 韩丽婷

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对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“金鹿 2016 年第一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 AA⁺；次级档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 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；优先 B 档资产支持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很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易入池贷款全部为温州银行股份有限公司发放的正常类贷款，资产池加权平均信用级别为 A_S/A_S^{-} ，入池贷款信用状况较好。
2. 本交易资产池的加权平均现行利率为 6.82%，处于较高水平，预计将形成较高的超额利差，这将为优先档证券提供一定的信用支持。
3. 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 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券 32.91% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级档资产支持证券 21.02% 的信用支持。
4. 本金账与收益账交叉互补交易结构的设置

¹联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级，详见附件 2，下同。

为优先档资产支持证券提供了较好的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先档资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。

关注及风险缓释

1. 本交易入池贷款前三大行业分别为土木工程建筑业、商务服务业和批发业，贷款余额合计占比达 71.91%，行业集中度较高，存在较高的行业集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应行业的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业集中风险。

2. 入池贷款主要分布在浙江省，该地区未偿本金余额合计占资产池总额的 76.03%，且该地区近年来银行业不良率处于较高水平，存在较高的区域集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中考虑了地区经济形势及变化，通过提高上述地区借款人的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了区域集中风险。

3. 本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：本交易安排了本金账对收益账的补偿机制，能较好地缓解流动性风险；同时，联合资信对各档资产支持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. 温州银行根据交易文件转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵/质押权随贷款债权的转让而同时转让，但未办理抵/质押权转移登记的，存在不能对抗善意第三人风险。

风险缓释：交易文件约定温州银行和受托人应于任一个别通知事件发生后规定时间

内办理完毕抵/质押权变更登记手续，以确保抵/质押权登记在受托人名下。对于未能按照交易文件的约定完成抵/质押权的转移登记的，温州银行应当区分原因予以赎回或采取补救措施。上述交易安排能够缓释未办理抵/质押权转移登记而带来的风险。

5. 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：联合资信通过改变提前还款率、降低回收率、缩小利差支持、模拟集中违约等手段，反复测试优先档证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

6. 全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，由进出口增速下滑、房地产行业波动以及过剩产能消化等问题所产生的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因宏观经济及外部环境波动而导致的贷款违约率提高和回收率下降的可能性，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温州银行股份有限公司和发行人平安信托有限责任公司提供，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“金鹿 2016 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”优先档证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一六年五月四日



先A档和优先B档证券均采用过手方式并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

优先A档、优先B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A档和优先B档证券均采用固定利率，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，在既定条件下取得年收益率不高于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A档	AAA	过手	按季	68300.00	67.09	固定	2017年1月26日	2020年1月26日
优先B档	AA ⁺	过手	按季	12100.00	11.89	固定	2017年4月26日	2020年1月26日
次级档	NR	—	—	21400.00	21.02	—	2018年1月26日	2020年1月26日

3. 基础资产

本交易的入池资产涉及发起机构温州银行向22户借款人发放的27笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2016年2月15日），入池贷款的未偿本金余额为人民币101800万元。

根据信托合同约定，本交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔贷款及其附属担保权益而言，系指在初始起算日和信托财产交付日（1）各笔贷款均为温州银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（2）温州银行将全部或部分信贷资产设立信托以及转让或出售该等信贷资产行为不会由于任何原因而被禁止或限制，且不需要获得借款人、担保人或任何其他主体的同意；（3）信贷资产项下不包括涉及军工或国家机密的贷款；（4）各笔贷款均不涉及未决的诉讼或仲裁；（5）各笔贷款均为温州银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；（6）各笔贷款所对应的保证（如有）、质权（如有）、抵押权（如有）均合法有效，不存在质押物、抵押物依法被查封、冻结、监管等情形；（7）各笔贷款如含最高额保证、最高额抵押和最高额质押的，则截至初始起算日，该最高额保证、最高额抵押和最高额质押担保的主债权的确定期间已届满或通过其他方可认定主债权已确定；（8）同一借款合同项下的各笔贷款已经全部发放完毕；（9）借款合同、担保合同适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效；（10）借款人、担保人均依照中国法律在中国成立并

合法存续的企业或具有完全民事行为能力的自然人；（11）借款人对信贷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）；（12）借款人在近三年在其所有借款交易中未出现贷款拖欠、破产或无清偿能力的情况；（13）信贷资产项下每笔贷款的质量应为温州银行认定的信贷资产质量5级分类中的正常类资产；（14）信贷资产所包含的每笔贷款的实际发放日最晚不迟于2016年2月15日，每笔贷款的合同到期日不早于2016年2月15日且不迟于2017年12月31日。

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	101800.00 万元
贷款合同总金额	105500.00 万元
借款人户数	22 户
贷款笔数	27 笔
单笔贷款最高合同金额	9000.00 万元
单笔贷款平均合同金额	3907.41 万元
单笔贷款最大未偿本金余额	9000.00 万元
单笔贷款平均未偿本金余额	3770.37 万元
单户借款人最大未偿本金余额	9000.00 万元
加权平均现行贷款利率	6.82%
入池贷款加权初始期限	16.86 个月
入池贷款加权平均账龄	5.75 个月
入池贷款加权平均剩余期限	11.11 个月
单笔贷款最短剩余期限	5.95 个月
单笔贷款最长剩余期限	21.86 个月
资产池加权平均信用级别	As/As ⁻
前五大借款人未偿本金余额占比	37.92%
前十大借款人未偿本金余额占比	62.08%

注：①初始期限是指贷款发放日至贷款到期日的区间，初始期限=12*（贷款到期日-贷款发放日）/365，下同。

②剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款到期日的时间区间，
剩余期限=12*（贷款到期日-资产池初始起算日）/365，下同。

③贷款账龄是指自贷款发放日至资产池初始起算日的时间区间，
贷款账龄=12*（资产池初始起算日-贷款发放日）/365，下同。

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，尤其是对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. 入池贷款资产质量

按照温州银行贷款质量风险分类方法，本交易入池贷款全部为温州银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量良好。

2. 入池贷款担保情况

本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：笔/万元/%

担保性质	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
保证	21	78400.00	77.01
保证+质押	3	12500.00	12.28
保证+抵押	2	7900.00	7.76
信用	1	3000.00	2.95
合 计	27	101800.00	100.00

可以看出，本交易入池贷款中，保证类贷款未偿本金余额占比较高，占 77.01%，如果借款人出现违约，则该类贷款的偿还将依赖于保证人的代偿能力。

3. 入池贷款初始抵质押率分布

入池贷款的抵质押物主要为公司股权和土地使用权，初始抵质押率分布如表 5 所示：

表 5 入池贷款初始抵质押率分布单位：%/户/万元

初始抵质押率	户数	未偿本金余额	金额占比
(0,50]	3	11800.00	11.59
50 以上	1	8600.00	8.45
合 计	4	20400.00	20.04

联合资信在进行现金流分析和压力测试时考虑了抵质押物对基础资产的担保效力，以及对违约贷款回收率的影响。

4. 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，对本交易入池贷款的信用风险进行了评估。联合资信结合保证人（如有）的保证效力，不考虑抵/质押物的影响，逐笔评定贷款的影子评级。联合资信给予入池贷款的借款人、保证人和入池贷款借款人（考虑保证人）的最终影子评级结果如表 6、表 7 和表 8 所示：

表 6 入池贷款借款人影子评级结果

单位：户/笔/万元/%

影子级别	户数	笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S ⁻	1	1	3800.00	3.73
A _S ⁺	1	1	3000.00	2.95
A _S	4	4	22000.00	21.61
A _S ⁻	4	6	16000.00	15.72
BBB _S ⁺	4	7	21500.00	21.12
BBB _S	2	2	11000.00	10.81
BBB _S ⁻	6	6	24500.00	24.07
合 计	22	27	101800.00	100.00

表7 入池贷款非自然人保证人的影子评级结果

单位：户/笔/万元/%

影子级别	户数	笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S	3	3	12900.00	12.67
AA _S ⁻	3	4	20500.00	20.14
A _S ⁺	5	6	26600.00	26.13
A _S	3	3	13000.00	12.77
BBB _S ⁺	2	4	8000.00	7.86
BBB _S	2	2	6000.00	5.89
BBB _S ⁻	1	2	3000.00	2.95
BB _S	1	1	5000.00	4.91
合 计	20	25	95000.00	93.32

表8 入池贷款借款人（考虑保证人）影子评级结果

单位：笔/万元/%

影子级别	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
AA _S	3	12900.00	12.67
AA _S ⁻	5	24300.00	23.87
A _S ⁺	7	29600.00	29.08
A _S	3	13000.00	12.77

表9 未偿本金余额占比超过5%的借款人情况单位：万元/%/月

序号	未偿本金余额	金额占比	初始贷款金额	初始贷款期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保性质	影子级别
1	9000.00	8.84	9000.00	23.67	19.82	土木工程建筑业	浙江	保证	A _S ⁺
2	8600.00	8.45	8600.00	11.93	7.10	批发业	浙江	保证+质押	AA _S ⁻
3	8000.00	7.86	8000.00	12.03	9.04	公共设施管理业	浙江	保证	A _S
4	8000.00	7.86	8000.00	24.03	21.86	土木工程建筑业	浙江	保证	AA _S ⁻
合 计	33600.00	33.01	33600.00	—	—	—	—	—	—

注：若涉及同一借款人的多笔贷款，则剩余期限以该借款人剩余期限最长的一笔贷款为准。

对于占比较大的借款人，联合资信在违约模型中，通过提高其违约率等手段反映借款人集中风险。

6. 入池贷款本金偿付方式

本交易入池贷款本金偿付方式包括到期一次偿还和分期偿还两种，以到期一次偿还为主。相较于分期偿还方式，到期一次偿还的还本压力较大。具体分布如表10所示：

A _S ⁻	4	11000.00	10.81
BBB _S ⁺	4	8000.00	7.86
BBB _S	1	3000.00	2.95
合 计	27	101800.00	100.00

根据上述影子评级结果及每笔贷款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，联合资信评定本交易资产池加权平均信用级别介于A_S⁻和A_S之间，记为A_S/A_S⁻。该结果表明资产池整体信用质量较好。

5. 入池贷款借款人集中度

截至初始起算日，本交易入池贷款前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的62.08%，前五大借款人未偿本金余额占比为37.92%，最大借款人未偿本金余额占比为8.84%。根据相关资料，截至初始起算日，未偿本金余额占比超过5%的借款人本息均正常偿付。未偿本金余额占比超过5%的借款人情况如表9所示：

表10 入池贷款本金偿付方式单位：笔/万元/%

还本方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
到期一次偿还	20	70500.00	69.25
分期偿还	7	31300.00	30.75
合 计	27	101800.00	100.00

7. 入池贷款利息偿付方式

本交易入池贷款全部按月支付利息。

8. 入池贷款利率类型

本交易入池贷款利率以固定利率为主，具体利率类型分布如表11所示：

表 11 入池贷款利率类型单位：笔/万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
固定利率	23	81900.00	80.45
浮动利率	4	19900.00	19.55
合 计	27	101800.00	100.00

9. 入池贷款利率水平

本交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 6.82%，具体分布如表 12 所示：

表 12 入池贷款利率分布单位：笔/万元/%

利率	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(5,6]	6	23600.00	23.18
(6,7]	8	23600.00	23.18
(7,8]	12	49600.00	48.72
(8,9]	1	5000.00	4.91
合 计	27	101800.00	100.00

10. 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款加权平均账龄为 5.75 个月，最短账龄 1.35 个月，最长账龄 20.61 个月，具体分布如表 13 所示：

表 13 入池贷款账龄分布单位：笔/万元/%

账龄	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	20	76500.00	75.15
(6,12]	1	3000.00	2.95
(12,18]	5	19300.00	18.96
(18,24]	1	3000.00	2.95
合 计	27	101800.00	100.00

注：(,]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。

可以看出，本交易入池贷款的账龄大部分集中在 6 个月以内。

11. 入池贷款剩余期限分布

本交易入池贷款加权平均剩余期限为 11.11 个月，最短剩余期限为 5.95 个月，最长剩余期限为 21.86 个月。入池贷款剩余期限具体分布如表 14 所示：

表 14 入池贷款剩余期限分布单位：笔/万元/%

剩余期限	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	1	3000.00	2.95
(6,12]	23	78800.00	77.41
(12,18]	1	3000.00	2.95
(18,24]	2	17000.00	16.70
合 计	27	101800.00	100.00

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进行压力测试，以反映入池贷款剩余期限特征。

12. 入池贷款行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准，本交易入池贷款借款人行业分布如表 15 所示：

表 15 借款人行业分布单位：户/万元/%

行业	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
土木工程建筑业	6	34900.00	34.28
商务服务业	6	20800.00	20.43
批发业	3	17500.00	17.19
公共设施管理业	2	11000.00	10.81
非金属矿物制品业	1	5000.00	4.91
建筑装饰和其他建筑业	1	4600.00	4.52
燃气生产和供应业	1	3000.00	2.95
房屋建筑业	1	3000.00	2.95
通用设备制造业	1	2000.00	1.96
合 计	22	101800.00	100.00

注：联合资信按照借款人主营业务来划分国标二级行业。

本交易入池贷款中未偿本金余额占比最高的行业为土木工程建筑业，占 34.28%。联合资信对资产池中该行业入池贷款借款人（考虑保证人）评定的影子级别区间为 BBB_s⁺至 AA_s（见表 16）。国家统计局数据显示，2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。2015 年具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6508 亿元，比上年增长 1.6%；本交易入池贷款中该行业借款人主要为国有控股企业，并主要从事公路建设，2015 年 1~9 月，

全国公路建设完成投资 11533 亿元，同比增长 7.1%，与此同时，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。鉴于建筑行业，尤其是公路项目的建设是推进城镇化进程必不可少的物质保证，基础设施建设也将是社会发展的重要保障，联合资信认为该行业信用状况有望保持稳定。

表 16 土木工程建筑业借款人基本情况

单位：万元/月

借款人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
借款人 1	浙江	5000.00	9.17	BBB _S ⁺
借款人 2	浙江	3950.00	11.87	AA _S
借款人 3	浙江	3950.00	11.87	AA _S
借款人 4	上海	5000.00	7.46	A _S ⁻
借款人 5	浙江	9000.00	19.82	A _S ⁺
借款人 6	浙江	8000.00	21.86	AA _S ⁻

本交易入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为商务服务业，占 20.43%。联合资信对资产池中该行业入池贷款借款人（考虑保证人）评定的影子级别区间为 BBB_S 至 AA_S（见表 17）。国家统计局数据显示，2015 年，租赁和商务服务业投资额为 9436 亿元，较上年增长 18.60%。高速的投资增长率表明该行业的发展潜力良好。该行业借款人均均为国有控股的投资型企业，为履行政府部门职能而成立，投资于基础设施建设企业或其他企业。鉴于商务服务业借款人的国有背景和承担的政府职能，并始终紧跟政策导向调整投资方向，联合资信认为该行业借款人的违约风险不大。

表 17 商业服务业借款人基本情况单位：万元/月

借款人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
借款人 1	浙江	5000.00	10.52	AA _S
借款人 2	浙江	3000.00	9.11	A _S ⁺
借款人 3	浙江	3000.00	8.98	A _S
借款人 4	上海	3000.00	15.42	A _S ⁻
借款人 5	上海	3000.00	7.46	BBB _S
借款人 6	上海	3800.00	9.99	AA _S ⁻

本交易入池贷款中借款人未偿本金余额占比第三高的行业为批发业，占 17.19%。联合资信对资产池中批发业入池贷款借款人（考虑保证人）评定的影子级别区间为 A_S⁺ 至 AA_S⁻（见表 18）。2015 年，中国国内生产总值 676708 亿元，比上年增长 6.9%；全国居民人均可支配收入 21966 元，比上年增长 8.9%；城镇居民人均可支配收入 31195 元，比上年增长 8.2%；农村居民人均可支配收入 11422 元，比上年增长 8.9%。全国经济的增长和人均收入的提高对批发业的发展起到了一定的促进作用。总体来看，受益于中国经济的稳定增长、人均收入的稳步提升以及相关消费刺激政策的延续，国内的批发零售行业拥有较大的发展空间，同时，联合资信也将持续关注宏观经济形势下行对批发零售行业造成的经营压力。

表 18 批发业借款人基本情况单位：万元/月

借款人	地区	未偿本金余额	剩余期限	影子评级
借款人 1	浙江	3900.00	9.67	AA _S ⁻
借款人 2	浙江	8600.00	7.10	AA _S ⁻
借款人 3	浙江	5000.00	9.73	A _S ⁺

总体来看，本交易入池贷款借款人涉及的行业数量较多，前三大行业占比较高，由于目前宏观经济形势的变化和国家政策的调整，部分占比较高行业不良率上升较快，存在一定行业风险。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以及不景气行业的贷款所适用的参数做了相应的调整以反映该风险。

13. 入池贷款地区分布

本交易入池贷款借款人主要分布在浙江省和上海市，其中浙江省贷款余额占比最大，达到 76.03%。入池贷款借款人所处地区分布见表 19：

表 19 借款人地区分布单位：户/万元/%

地区	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
浙江省	16	77400.00	76.03
上海市	6	24400.00	23.97
合计	22	101800.00	100.00

借款人未偿本金余额占比最高的地区为浙江省，占 76.03%。国家与地方统计局相关数据显示，2015 年浙江省生产总值达 42886.5 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值同比增长 1.5%；第二产业增加值同比增长 5.4%；第三产业增加值同比增长 11.3%。人均生产总值为 77644 元，比上年增长 7.6%。2015 年，浙江省财政总收入为 8549.05 亿元，比上年增长 8.7%；固定资产投资为 26664.72 亿元，比上年增长 13.2%。总的来看，浙江省是我国的经济大省，经济运行平稳，转型升级扎实推进，发展质量效益向好，民生保障得到改善，但受错综复杂的外部环境和内部结构性问题制约，经济稳中向好的基础仍需稳固，国内外有效需求对经济增长的拉动有待提高，部分行业企业生产经营困难尚未有效缓解，经济运行的压力和风险需关注。

借款人未偿本金余额占比第二高的地区为上海市，占 23.97%。根据国家与地方统计局相关数据，2015 年上海市实现生产总值 24964.99

亿元，同比增长 6.9%。其中，第一产业增加值 109.78 亿元，同比下降 13.2%；第二产业增加值 7940.69 亿元，同比增长 1.2%；第三产业增加值 16914.52 亿元，同比增长 10.6%。2015 年，上海市战略性新兴产业增加值 3746.02 亿元，同比增长 4.5%；一般公共预算收入 5519.50 亿元，同比增长 13.3%；完成全社会固定资产投资总额 6352.70 亿元，同比增长 5.6%。总体来看，上海市全力推进创新驱动发展、经济转型升级，国民经济保持平稳增长，地区经济环境将保持稳定。

总体来看，本交易借款人所分布的两大地区经济发展总体较为平稳。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及区域集中度对贷款组合信用风险的影响。

14. 宏观经济及外部环境

目前，全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，由进出口增速下滑、房地产行业波动以及过剩产能消化等问题所产生的宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。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

在信托设立日当日或之前，受托人将在资金保管机构处设立信托专用账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账户下设立收益

账、本金账和税收专用账三个子账户。收益账用于核算收入回收款，本金账用于核算本金回收款，税收专用账用于核算税收专用款，各账户资金均来源于信托财产。

2. 现金流支付机制

(1) 触发事件定义

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）；(c) 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；(d) 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的。

“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的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免职时，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 15%；(f) 在优先 A 档资产支持证券的预期到期日前第一个信托分配日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 A 档资产支持证券应偿付的本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(g) 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 个自然日内未能得到补救；(h) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(i) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者贷款有重大不利影响的事件；(j) 交易文件（《主承销协议》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。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托账户资金区分为收益账项下资金和本金账项下资金，本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，在尚未发生“加速清偿事件”情况下，收益账项下资金在顺序支付税收及规费、代理机构报酬和受托人垫付费用、参与机构报酬及限额内费用、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、本金账累计转移额和违约额补足、参与机构的限额外费用和支出、次级证券期间收益后，余额转入本金账；若发生“加速清偿事件”，则收益账项下资金不再支付累计未补足违约本金及其后续支出，而是将全部余额转入本金账。本金账项下资金在弥补收益账税收及规费、代理机构报酬和受托人垫付费用、参与机构报酬及限额内费用、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息不足后，按顺序支付优先 A 档证券本金、优先 B 档证券本金及次级档证券本金，剩余资金作为次级档证券的收益。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

“违约事件”发生后，信托账户不再区分收益账和本金账，二者将合并，并顺序偿付税收及规费、代理机构报酬和受托人垫付费用、参与机构报酬和限额内费用支出、优先 A 档证券利息、优先 A 档证券本金、优先 B 档证券利

息、优先 B 档证券本金，以及次级档证券本金，剩余资金全部作为次级档证券的收益，“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、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

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 档资产支持证券、优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券。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，本交易中优先 B 档证券和次级档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 32.91%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 21.02%。

(2) 超额利差

本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档证券票面利率之间预计可能存在一定的利差。

“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次级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，超额利差直接对证券本金的偿付提供信用支持（因此时收益账项下资金在清偿完税收及规费、代理机构报酬和受托人垫付费用、参与机构报酬及限额内费用、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息后将用于证券本金的偿付）；“违约事件”发生后，信托账户不再区分收益账和本金账，二者将合并，在顺序偿付税收及规费、代理机构报酬和受托人垫付费用、参与机构报酬和限额内费用支出后，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。

(3) 触发机制

本交易设置了两类触发机制：“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。本交易中，触发机制的安排能在一定程度上缓解事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

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。

本交易约定，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，并同时通知受托人。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构温州银行的违约风险。

温州银行经营状况良好，财务状况稳健，管理水平较高，联合资信给予了温州银行 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起人温州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他资金混同，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。当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻且中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 A⁺时，回收款转付日为每个计算日后的第 5 个工作日；当联合资信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，或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A⁺但高于或等于 A 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，或者联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级（不含 A 级）或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A（不含 A）时，借款人或担保人仍将回收款划付至贷款服务机构，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后 5 个工作日内的任一工作日。

作为贷款服务机构，温州银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级能有效缓释混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先档证券利息兑付之间的错配。本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，而只设计了本金账对收益账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，本金账对收益账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档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

本交易采用过手顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先档证券本金的兑付，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，本交易安排了本金账对收益账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，测算结果表明现行交易结构条件下本交易提前偿还和拖欠风险对优先档证券的信用影响较小。

（5）利率风险

本交易入池贷款利率类型以固定利率为主，而本交易优先档资产支持证券均执行固定利率，因此，资产池与证券利率类型比较匹配。但是，本交易入池贷款利率和优先档资产支持证券利率在利率类型、利率基准、调整频率、幅度方面均有所差异，存在因利率波动或时间错配而

导致利率风险的可能性。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本交易利率风险对优先档证券的信用影响较小。

随着未来利率市场化的进一步推进，存款利率市场化将对本交易资产支持证券产生一定的利率风险，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，借款人集中度相对提高，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设计了尾端违约模式进行压力测试，用以反映和处理这一问题。

本交易设计了清仓回购安排。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）资产池中贷款的未偿本金余额总和在清仓回购起算日降至初始资产池余额的 10%或以下；并且（b）截止清仓回购起算日二十四时（24:00）剩余资产池的市场价值不少于全部优先档资产支持证券的未偿本金余额及其已产生但未支付的利息加上信托应付的服务报酬和实际支出之和再加上次级档证券本金在用于补偿累计净损失之后的本金余额。清仓回购安排是发起机构温州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。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，本交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级极高的资金保管机构。合格投资指受托人将闲置资金以协议存款方式存放于主体长期信用等级高于或等于联合资信评定的 AA 和中债资信评定的 AA⁻的除发起机构和贷款服务机构之外的商业银行。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，以确定优先档证券达到目标评级所必要的评级违约率，而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借款合同还本付息、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：

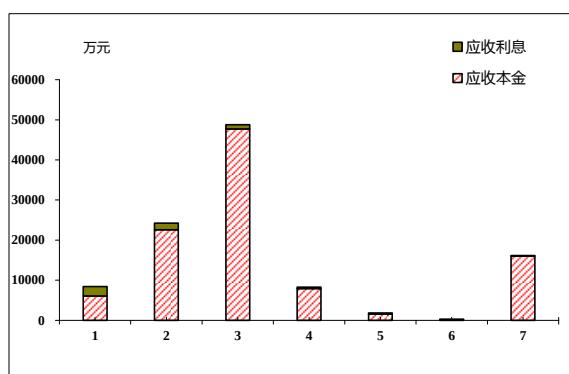


图 2 正常情况下资产池本息流入

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：

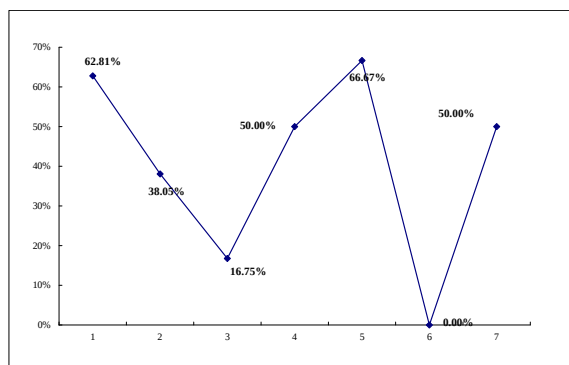


图 3 各期单户最高还本额占总还本额之比

从图 3 可以看出，本交易总共有 4 个收款

期间单户最高还本额占比超过 50%，若还本占比最大的借款人当期出现拖欠或违约，则有可能影响到优先级证券利息的支付，存在一定的流动性风险。但上述还本额占比最大的借款人（考虑保证人）影子级别区间为 A_S^- 至 AA_S ，级别较高，还款发生拖欠或违约的可能性较小，同时，正常情况下从第 5 期开始，优先档证券已基本偿付完毕，对优先档证券本息偿付影响不大，因此，优先档证券发生流动性风险的可能性较小。

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，本交易相关评级压力情景下的目标评级违约率如表 20 所示：

表 20 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR
AAA	23.17%
AA ⁺	21.60%
AA	21.31%
AA ⁻	21.16%
A ⁺	20.08%
A	16.69%
A ⁻	16.20%

注：RDR 为目标评级违约率。

联合资信在现金流分析中对本交易入池资产采用的违约时间分布如表 21 所示：

表 21 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	75%
第 2 年	25%
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模拟

集中违约、缩小利差支持、改变提前还款率、降低回收率等。从压力测试的结果来看，优先档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。详见表 22。

表 22 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 A 档证券 临界违约率	优先 B 档证券 临界违约率
违约时间分布	见表 21	情景 1: 第 1 年 100%		33.25%	22.73%
		情景 2: 第 2 年 100%		100.00%	100.00%
利差	A 档证券预期发行利率 4.0%	预期发行利率全部上升 100 个 BP		33.05%	22.15%
	B 档证券预期发行利率 4.4%				
提前还款比例	20%/年	0%		33.83%	22.85%
		10%		33.72%	22.74%
		30%		34.21%	22.51%
		40%		36.05%	22.38%
回收率	A 档证券回收率 10%; B 档证券回收率 20%	A 档证券回收率降至 5%; B 档证券回收率降至 10%		33.61%	22.63%
		A 档证券回收率降至 0%; B 档证券回收率降至 0%		33.61%	22.63%
组合压力情景 1	—	提前还款率	10%	33.42%	22.48%
		违约时间分布	第 1 年 75%，第 2 年 25%		
		优先 A 档	回收率 5%，发行利率 4.5%		
		优先 B 档	回收率 10%，发行利率 4.9%		
组合压力情景 2	—	提前还款率	40%	32.47%	21.69%
		违约时间分布	第 1 年 100%		
		优先 A 档	回收率 0%，发行利率 5.0%		
		优先 B 档	回收率 0%，发行利率 5.4%		
回收时间	24 个月	—		—	—

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为温州银行。作为发起机构，温州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贷款组合的信用表现。

温州银行原名温州市商业银行股份有限公司，于 1998 年经中国人民银行批准成立，初始注册资本 2.90 亿元。2007 年，经银监会批准，更名为现用名温州银行股份有限公司。近年来，温州银行持续进行增资扩股，注册资本从 2.90 亿元增至 25.08 亿元，前五大股东分别是新湖中宝股份有限公司、温州市名城建设投资集团有限公司、温州开发投资有限公司、新明集团有限公司、温州市财务开发公司，合计持股比例为 37.39%。

截至 2015 年末，温州银行资产总额 1560.12 亿元，本年度新增 296 亿元；2015 年实现净利润 8.12 亿元，比上一年增长 25%；2015 年末，温州银行不良贷款率 1.23%；资本充足率 11.95%。截至 2015 年末，温州银行实现拨备前利润 23.22 亿元，较上年增长 38%。

近年来，温州银行通过制定风险管理政策，设定适当的风险限额及控制程序，以及通过相关的信息系统来分辨、识别、监控和报告风险情况，并定期复核其风险管理政策及相关系统，以反映市场、产品及行业最新变化。

信用风险管理方面，温州银行建立了一套信贷质量评价体系，按借款人或交易对手的风险水平设定授信额度并决定所需的抵押物价值或担保水平，有关的风险评估流程包括客户调查、风险评级、授信额度核定、贷款审查及贷后监控等环节。温州银行深入推进风险分类精细化工作，加强十级分类信息应用；积极建设全面、及时、规范的预警上报及后续管理机制；并继续加强内控制度建设，健全授信内控制度体系；贯彻落实监管重点工作，加强重点领域风险防控。

流动性风险管理方面，温州银行进一步完善流动性风险管理机制和内容，加强流动性风险管理制度的贯彻落实，系统规划流动性风险管理流程；从资产、负债以及资产负债协调角度，比较全面的制度了流动性风险应急制度，建立了应急状态下的工作机制，明确了进入流动性应急状态的启动条件，按照措施的有限顺序制定相应的资产限制和应急融资等方面的应急策略。

市场风险管理方面，温州银行根据市场风险状况和外部市场的变化情况，及时修订和完善市场风险管理政策和程序，提出资产负债结构调整意见。温州银行逐步构建和完善了资金业务前中后台账务核对体系，通过引入系统外金融产品估值体系，实现资金业务系统账务的逐笔核对。同时，温州银行通过采用 VaR 方法对银行账户和交易账户中不同类别的市场风险

进行计量，以控制全行承担的市场风险。

总体来看，温州银行公司治理规范、财务状况良好、资产质量较好、风险控制能力较强。联合资信评定温州银行的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。联合资信认为温州银行作为本交易的发起机构和贷款服务机构，履职能力很强，将为本交易提供良好的贷款管理服务。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）。浙商银行前身为“浙江商业银行”，是一家于 1993 年在宁波成立的中外合资银行，2004 年 6 月 30 日，经中国银监会批准，重组、更名、迁址，改制为现在的浙商银行，并于 2004 年 8 月 18 日正式开业，总行设在浙江省杭州市。

截至 2015 年第三季度末，浙商银行资产总额 10043.14 亿元，较 2015 年年初增长 49.9%，股东权益合计 476.15 亿元；不良贷款率 1.22%，资本充足率 11.11%，核心一级资本充足率 9.46%。2015 年前三季度，浙商银行实现营业收入 175.24 亿元，净利润 56.36 亿元，同比增幅为 26.8%。

考虑到浙商银行稳健的经营状况、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/发行人是平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）。平安信托的前身为成立于 1984 年的中国工商银行珠江三角洲金融信托联合公司。1996 年，经中国人民银行批复同意，中国平安保险股份有限公司收购完成后更名为平安信托投资公司，2010 年更名为平安信托有限责任公司，注册资本为人民币 69.88 亿元。公司股东由中国平安保险和上海市糖业烟酒（集团）有限公司组成，其

持股比例分别为 99.88%、0.12%。截至 2014 年末，平安信托自营资产规模 213.08 亿元，信托资产总计 3998.49 亿元。当年实现营业总收入 237.28 亿元，实现净利润 39.10 亿元。

平安信托搭建了良好的公司治理、信托业务操作流程、会计核算系统、管理信息系统、风险管理系统和内部控制制度。平安信托在专注传统融资类信托业务的同时，推动向投资型业务的转型，开拓家族财富管理、资产证券化、QDII、土地信托等创新业务。

从资产证券化经验来看，平安信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验，曾受托发行了“开元 2014 年第六期信贷资产支持证券”、“恒金 2015 年第二期信贷资产支持证券”等多期产品，在证券化资产托管方面积累了丰富的经验。

总体来看，平安信托财务实力雄厚，内控及风险管理成效良好，本交易因受托机构履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：温州银行和平安信托系依据中国法律有效存续的股份有限公司和有限责任公司，具有完全的民事能力签署、交付和履行所有的交易文件；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，相关各方可按照相应的条款针对其他各方主张相应权利，除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；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；温州银行不必办理专门的批准、登记手续，贷款债权的转让自信托成立时起即在原债权人和受让人之间发生法律效力，不必取得债务人的同意，但原债权人应当通知债务人。未经通知债

务人的，贷款债权的转让对债务人不发生法律效力；委托人根据《信托合同》转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵押权（如有）、质权（如有）随贷款债权的转让而同时转让，未办理相应的抵押权、质权变更登记不影响受托人（作为受让方）取得抵押权、质权，但根据《物权法》规定，未办理变更登记的抵押权、质权不得对抗善意第三人，为控制善意第三人导致的风险，委托人和受托人在《信托合同》中约定个别通知事件，温州银行和受托人应于任一个别通知事件发生后规定时间内办理完毕变更登记手续，以确保抵押权/质押权登记在受托人名下。对于未能按照《信托合同》的约定完成抵押权/质押权的转移登记的，温州银行应当区分原因予以赎回或采取补救措施；在《信托合同》约定的信托设立的前提条件全部满足且委托人将信托财产交付给受托人后，信托生效；信托一经设立，信托财产即与委托人未设立信托的其他财产相区别，亦与属于受托人所有的财产相区别，委托人（非唯一受益人时）、受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产不属于其清算财产；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：温州银行无需对特殊目

的信托进行合并，且温州银行已转让了几乎所有的信贷资产相关的风险和报酬，应当终止确认委托给平安信托的信贷资产。

税务意见书表明：1) 增值税方面，在转让价格不高于贷款本金的情况下，温州银行转让其信贷资产的行为销售额为零，则可以不征收增值税，若出现负差，则在年内可结转相抵，但不能转入下一个会计年度；对受托机构取得的贷款利息收入，全额征收增值税；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增值税。2) 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；对信托项目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；对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；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；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；机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入应缴纳企业所得税。3) 印花税方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

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。

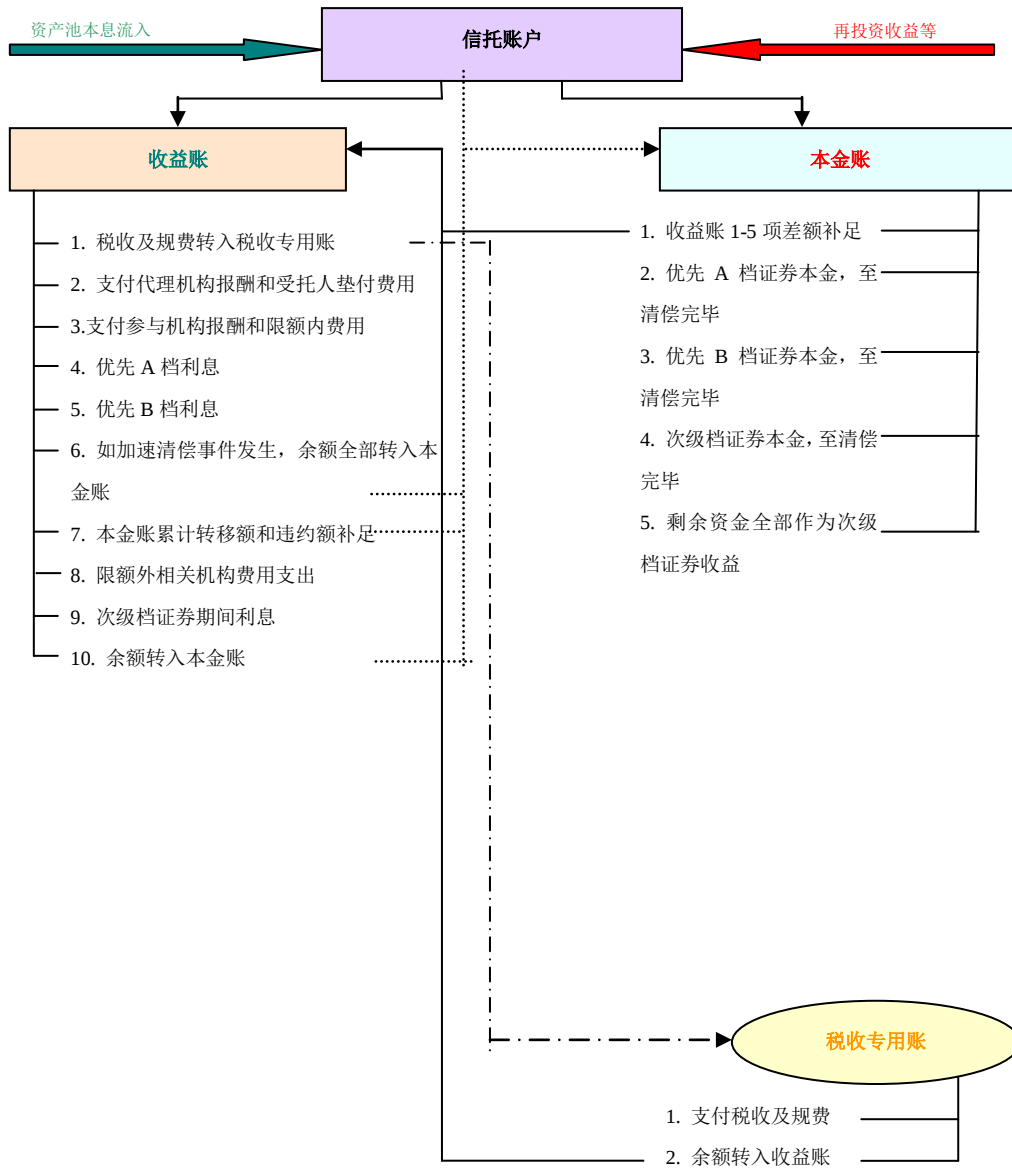
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“金鹿 2016 年第一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 AA⁺；次级档资产支持证券未予评级。

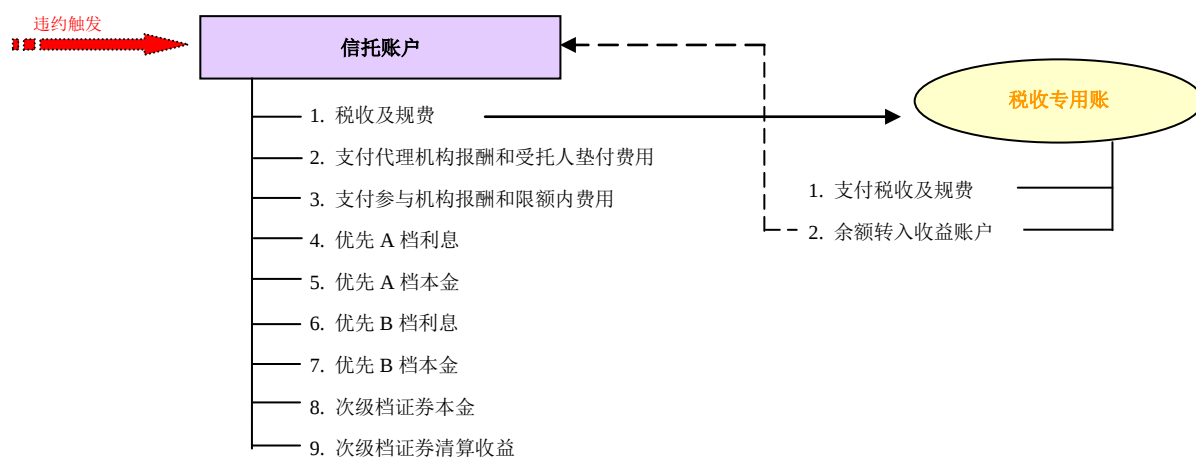
上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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。

附件 2 入池贷款借款人影子评级方法与企业主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信企业贷款资产支持证券评级方法，在对企业贷款资产支持证券进行信用评级过程中，联合资信对入池贷款借款人及保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到企业贷款资产支持证券评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及资产支持证券评级工作实际需要，入池贷款借款人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池贷款的信贷资料，对入池贷款借款人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、企业性质、企业规模和竞争力、企业经营管理风险、企业财务状况、贷款偿还情况等，形成简要评级报告，由公司信用评级委员会讨论确定借款人及保证人（如有）的影子评级结果。对于有外部评级的借款人及保证人（如有），我们参考外部评级结果确定其影子评级。对于联合资信发布的借款人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于企业贷款资产支持证券的评级，是衡量入池贷款借款人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池贷款质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信企业贷款资产支持证券评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对借款人及保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池贷款借款人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 级（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。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

级别	等级含义
AAA _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 金鹿 2016 年第一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金鹿 2016 年第一期信贷资产证券化信托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金鹿 2016 年第一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，或发生可能对金鹿 2016 年第一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，或发生可能对金鹿 2016 年第一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金鹿 2016 年第一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金鹿 2016 年第一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

二零一六年五月四日