

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《企富 2015 年第三期信贷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

二零一五年七月三日



信用等级公告

联合[2015] 1164 号

联合资信评估有限公司通过对“企富 2015 年第三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

企富 2015 年第三期信贷资产支持证券

优先 A-1 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 A-2 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 A-3 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⁺

特此公告。



企富 2015 年第三期信贷资产支持证券信用评级报告

评级结果

单位：万元/%

资产支持证券名称	金额	总量占比	利率类型	信用评级
优先 A-1 档资产支持证券	100000.00	16.41	浮动利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证券	250000.00	41.02	浮动利率	AAA
优先 A-3 档资产支持证券	123000.00	20.18	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	52000.00	8.53	浮动利率	AA ⁺
次级档资产支持证券	84497.77	13.86	—	—
合 计	609497.77	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

报告出具日：

2015 年 7 月 3 日

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 4 月 21 日
 预计信托设立日：2015 年 8 月 15 日
 证券法定到期日：2022 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
 信托财产：中国民生银行股份有限公司 609497.77 万元公司贷款
 资产池加权平均信用评级：A/A⁺
 信用提升机制：优先/次级结构与触发机制
 委托人/发起机构/贷款服务机构：中国民生银行股份有限公司
 受托机构/发行人：华能贵诚信托有限公司
 资金保管机构：国家开发银行股份有限公司北京市分行
 主承销商：国泰君安证券股份有限公司

分析师

伦 杭 王一帆

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”）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、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“企富 2015 年第三期信贷资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档、优先 A-3 档，下同）资产支持证券信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券信用等级为 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、本期交易入池贷款全部为中国民生银行股份有限公司发放的正常类贷款，入池贷款的加权平均信用等级为 A/A⁺，基础资产质量较好。
- 2、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 档和次级档资产支持证券 22.39% 的信用支持，优先 B 档证券获得次级档证券 13.86% 的信用支持。
- 3、信托本金账与信托收益账交叉互补交易结构的设置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证券的偿付提供了进一步的保障。
- 4、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档证券票面利率之间预计存在一定的利差，且信托财产初始起算日至信托设立日之间

会沉淀一定的超额利差，超额利差将对优先档资产支持证券形成较好的信用增级。

- 5、民生银行极高的信用等级以及丰富的资产证券化经验，有助于保障其贷款服务履职能力，抵御相关风险。
- 6、本期交易制定了严格的合格投资标准。合格投资以银行存款方式进行，有助于保障资金安全，有利于确保优先档证券的偿付。

关注及风险缓释

- 1、本期交易入池贷款借款人主要集中在江苏省，山东省和重庆市，其对应的未偿本金余额占比达 40.57%，地区集中度较高。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应地区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地区集中风险。

- 2、本期交易入池贷款行业主要集中在商务服务业，其对应的未偿本金余额占比达 46.30%，行业集中度很高。

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。

- 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，一旦发生违约或拖欠，可能会出现流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了信托本金账与信托收益账的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险。同时，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、本期交易部分贷款附带抵质押类担保措施，但在信托设立时未办理抵质押变更登记，存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：根据信托合同，对于涉及的抵押、质押贷款，委托人应于任一权利完善事件发生之后 60 日内办理完毕相关信贷

资产项下抵押权或质权的转移登记手续，在信托期限内，如因未办理抵质押转移登记出现善意第三人对抵质押物主张权利，而受托人所持有的抵质押权无法对抗善意第三人的，发起机构应将该等信贷资产按不合格资产予以赎回，有效缓释了法律风险。

- 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：联合资信通过提高违约率、降低回收率、缩小超额利差、加大处置回收时间等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

- 6、全球经济疲弱和我国出口需求减弱、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由宏观经济系统性风险引起的入池贷款违约率提高和回收率下降的影响，评级结果已反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构中国民生银行股份有限公司和发行人华能贵诚信托有限公司提供，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“企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托”优先档资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

1、交易结构

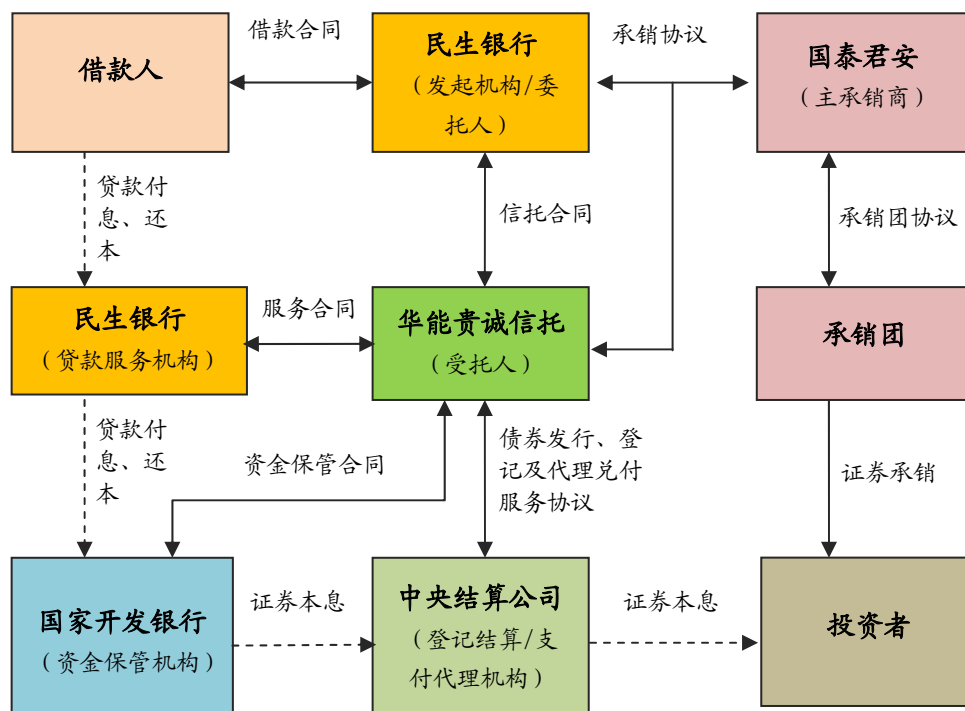
本期交易的发起机构中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的609497.77万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚信托”）设立“企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托”。华能贵诚信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A-1 档、优先 A-2 档、优先 A-3 档、优先 B 档和次级档资产支持证券。投资者通过购买并持有该等资产支持证券取得本信托项下相

应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：中国民生银行股份有限公司
发行人/受托人：华能贵诚信托有限公司
贷款服务机构：中国民生银行股份有限公司
资金保管机构：国家开发银行股份有限公司北京市分行
登记托管机构/支付代理机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问：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）
主承销商：国泰君安证券股份有限公司
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

本期交易发行优先A档、优先B档和次级档资产支持证券（以下简称“证券”），其中优

先A档、优先B档证券属于优先档证券，享有优先级受益权；次级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，次级档证券可按季取得期间收益。优先A-1档证券采用计划摊还，计划于2016年4月26日一次性支付本金，优先A-2档、优先A-3档、优先B档、次级档证券均采用过手摊还并按照优先/次级的顺序偿付本金。

除向发起机构定向发行外的证券，优先A档、优先B档证券将根据中国法律的规定采用有关监管部门认可的公开招标或簿记建档集中配售的方式发行，次级档证券采用招标或簿记建档集中配售的方式发行，发起机构持有不低于各档证券发行规模的5%。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基本利差之和，基准利率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率；基本利差根据公开招标结果确定。其中，第一个计息期间的基准利率

为招标日前一日人民银行公布的一年期定期存款利率。证券利率将于基准利率调整日进行调整，基准利率调整日为中国人民银行调整一年期定期存款利率生效日后第6个自然月的对应日（如无对应日，则为该月最后一日）。对该基准利率调整日所在的计息期间实行分段计息，从上个计息日（含该日）至该对应日（不含该日）按调整前的基准利率计算票面利率；从该对应日（含该日）至下一个计息日（不含该日）按调整后的基准利率计算票面利率。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。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3%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	信用评级	本金偿付模式	利息偿付模式	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-1 档	AAA	本金到期一次性支付	按季支付	100000.00	16.41	浮动利率	2016 年 4 月 26 日	2022 年 1 月 26 日
优先 A-2 档	AAA	过手摊还	按季支付	250000.00	41.02	浮动利率	2016 年 10 月 26 日	2022 年 1 月 26 日
优先 A-3 档	AAA	过手摊还	按季支付	123000.00	20.18	浮动利率	2017 年 7 月 26 日	2022 年 1 月 26 日
优先 B 档	AA ⁺	过手摊还	按季支付	52000.00	8.53	浮动利率	2017 年 10 月 26 日	2022 年 1 月 26 日
次级档	NR	—	—	84497.77	13.86	—	2020 年 1 月 26 日	2022 年 1 月 26 日

注：NR——未予评级。

3、基础资产

本期交易的入池贷款涉及发起机构民生银行向 44 户借款人发放的 74 笔人民币公司贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 609497.77 万元。根据交易文件约定，入池贷款的合格标准分为以下几点。

(a) 各笔贷款全部为民生银行合法所有的人民币贷款；(b) 各笔贷款均为民生银行的自营商业贷款，且非银团贷款和非可循环贷款（可循环额度有效期届满的除外）；(c) 信贷资产对应的全部《借款合同》、担保合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(d) 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》及其担保合同（如有）中均无禁止转让或转让须征得借款人或担保人（如有）同意的约定；(e) 各笔贷款所对应的担保（保证、抵押、质押）均合法有效，且不包括最高额担保（最高额担保的主债权已经确定的除外）；(f) 同一《借款合同》项下的各笔贷款已经全部发放完毕，并且同一《借款合同》项下全部贷款的未偿款项（包括但不限于本金和利息）全部入池；(g) 借款人均系依据中国法律在中国成立且合法有效存续的法人或其他组织；担保人是依照中国法律在中国成立的企业法人、其他组织或中国公民的，企业法人、其他组织均为依照中国法律合法存续，自然人均

为年满 18 周岁；(h) 信贷资产项下各笔贷款不包含涉及军工或国家机密的贷款；(i) 各笔贷款的借款人对贷款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）；(j) 每笔贷款的最后一个还款日不早于 2015 年 9 月 11 日且不晚于 2019 年 12 月 3 日；(k) 每笔贷款项下均无逾期且仍未偿还的款项；(l) 全部贷款均未涉及未决的诉讼或仲裁；(m) 每笔贷款的质量应为委托人制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类资产；(n) 截止初始起算日每笔贷款的未偿本金余额应不小于 700 万元人民币。

初始起算日资产池概况如表 3：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	609497.77
资产池初始本金余额（万元）	637477.77
借款人户数（户）	44
贷款笔数（笔）	74
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	52000.00
单户贷款最大未偿本金余额（万元）	52000.00
加权平均现行贷款利率（%）	6.09
入池贷款加权平均贷款账龄（月）	8.17
入池贷款加权平均初始贷款期限（月）	30.48
入池贷款加权平均剩余期限（月）	22.31
单笔贷款最短剩余期限（月）	4.70
单笔贷款最长剩余期限（月）	55.46
资产池加权平均信用级别	A-/A ⁺
前五大借款人未偿本金余额占比(%)	31.83
前十大借款人未偿本金余额占比(%)	51.07

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。联合资信将根据资产池特点，并结合当前宏观经济形势等因素，在违约模型中对相关参数进行适度调整。

1、入池贷款质量

按照民生银行贷款质量五级分类方法，本期交易入池贷款全部为民生银行发放的正常类贷款，入池贷款质量良好。

2、入池贷款担保情况

本期交易入池贷款的担保方式分布如表 4 所示：

表 4 入池贷款担保方式 单位：笔/万元/%

担保方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
保证	24	250700.00	41.13
质押	7	111044.41	18.22

保证+抵押	13	98671.36	16.19
信用	10	86000.00	14.11
质押+抵押+保证	7	29000.00	4.76
质押+保证	10	17582.00	2.88
抵押	3	16500.00	2.71
合 计	74	609497.77	100.00

可以看出，本期交易入池贷款担保类型多样，部分贷款同时具有保证、抵押或质押担保。抵质押物主要为房产、土地和存单等，这将有助于提高贷款违约后的回收率。联合资信在进行压力测试时适当调整了违约贷款的回收率以反映抵质押物对基础资产的担保效力。

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，对入池贷款借款人的信用风险进行了评估。对于有保证担保的借款人，联合资信同时考虑了其保证人的保证效力。对于有外部评级的借款人，联合资信以外部评级为参考，结合对借款人的信用质量分析，确定借款人信用风险。经过逐笔分析后，联合资信

评定了每户借款人的影子级别。借款人最终的影子评级结果如表 5 所示：

表 5 借款人影子级别分布 单位：笔/万元/%

影子级别	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
AAA	1	20000.00	3.28
AA+	8	191000.00	31.34
AA	14	138970.00	22.80
AA-	6	49500.00	8.12
A+	13	54482.00	8.94
A	9	69356.41	11.38
BBB+	9	35300.00	5.79
BBB	9	27671.36	4.54
BBB-	3	14000.00	2.30
BB	2	9218.00	1.51
合 计	74	609497.77	100.00

根据上述影子评级结果以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的加权平均信用级别介于 A⁻至 A 之间，记为 A/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前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 51.07%，前五大借款人未偿本金余额占 31.83%，最大借款人未偿本金余额占比为 8.53%。根据发起机构提供的偿付记录，截至报告出具日，未偿本金余额占比超过 5%的借款人本息均正常偿付。

表 6 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	52000.00	8.53	72000.00	71.82	45.96	商务服务业	陕西	保证	AA ⁺
2	50000.00	8.20	50000.00	35.01	26.83	商务服务业	江苏	保证	AA ⁺
3	34000.00	5.58	34000.00	59.87	55.46	商务服务业	江苏	保证+抵押	AA ⁺
合计	136000	22.31	156000	—	—	—	—	—	—

注：1.初始贷款期限是指贷款发放日至贷款合同到期日的区间，初始贷款期限=（贷款合同到期日-贷款发放日）/360*12，若涉及同一借款人的多笔贷款，则初始贷款期限以该借款人初始期限最长的一笔贷款为准。
2.剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款合同到期日的区间，剩余期限=（贷款合同到期日-资产池初始起算日）/360*12，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。

5、入池贷款本金偿付方式

本期交易入池贷款本金偿付方式分为到期一次偿还和分期偿还两类，具体分布如表 7 所示：

表 7 入池贷款本金偿付方式 单位：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	36	268874.41	44.11
分期偿还	38	340623.36	55.89
合 计	74	609497.77	100.00

6、入池贷款利息偿付方式

本期交易入池贷款利息偿付方式分为按月

付息和按季付息两类，具体分布如表 8 所示：

表 8 入池贷款利息偿付方式 单位：万元/%

付息方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
按季付息	48	396026.41	64.98
按月付息	26	213471.36	35.02
合 计	74	609497.77	100.00

可以看出，本期交易入池贷款以按季付息为主。

7、入池贷款利率类型分布

本期交易入池贷款的利率类型分布如表 9 所示：

表 9 入池贷款利率类型分布 单位: 笔/万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动利率	53	463000.00	75.96
固定利率	21	146497.77	24.04
合 计	74	609497.77	100.00

可以看出, 本期交易入池贷款以浮动利率为主。

8、入池贷款利率分布

本期交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 6.09%, 具体分布如表 10 所示:

表 10 入池贷款利率分布 单位: 万元/%

利率	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
[5.0%,5.5%]	3	25000.00	4.10
[5.5%,6.0%]	27	263558.41	43.24
[6.0%,6.5%]	30	248251.36	40.73
[6.5%,7.0%]	7	37718.00	6.19
(7.0%,7.5%]	6	20000.00	3.28
(7.5%,8.0%]	1	14970.00	2.46
合 计	74	609497.77	100.00

9、入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 8.17 个月, 最短账龄为 0.03 个月, 最长账龄为 24.85 个月, 并且账龄主要分布于 12 个月以内, 账龄较短。账龄分布如表 11 所示。

表 11 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]	328108.41	53.83
(6, 12]	146948.00	24.11
(12, 18]	8600.00	1.41
(18, 24]	71441.36	11.72
(24, 30]	54400.00	8.93
合 计	609497.77	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。

10、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

22.31 个月, 最短剩余期限为 4.70 个月, 最长剩余期限为 55.46 个月。入池贷款剩余期限主要集中于 30 个月以内, 6 至 30 个月的贷款未偿本金余额占比为 75.65%。基础资产的剩余期限分布如表 12 所示:

表 12 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]	20000.00	3.28
(6,12]	205271.36	33.68
(12,18]	64700.00	10.62
(18,24]	74356.41	12.20
(24,30]	116700.00	19.15
(30,36]	4800.00	0.79
(36,42]	27670.00	4.54
(42,48]	62000.00	10.17
60 以上	34000.00	5.58
合 计	609497.77	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并进行了压力测试, 以反映入池贷款剩余期限特征。

11、入池贷款行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准, 本期交易入池贷款借款人行业分布结果如表 13 所示。

表 13 借款人行业分布 单位: 户/万元/%

行业	户数	未偿本金余额	金额占比
商务服务业	10	282226.41	46.30
批发业	5	60000.00	9.84
造纸和纸制品业	3	32000.00	5.25
土木工程建筑业	4	26000.00	4.27
化学原料和化学制品制造业	3	25000.00	4.10
水上运输业	1	24000.00	3.94
非金属矿采选业	2	21671.36	3.56
其他制造业	1	20000.00	3.28
有色金属冶炼和压延加工业	1	20000.00	3.28
石油加工、炼焦和核燃料加工业	2	18000.00	2.95

货币金融服务	1	17582.00	2.88
零售业	2	15718.00	2.58
农副食品加工业	2	11000.00	1.80
专用设备制造业	1	10000.00	1.64
非金属矿物制品业	2	6800.00	1.12
电力、热力生产和供应业	1	5000.00	0.82
教育	1	5000.00	0.82
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1	5000.00	0.82
通用设备制造业	1	4500.00	0.74
合计	44	609497.77	100.00

注：行业划分标准为联合资信根据国标二级行业进行划分。

入池贷款中未偿本金余额占比最高的行业为商务服务业，占 46.30%。联合资信对资产池中该行业的借款人评定的影子级别为 BBB 到 AA⁺。该行业借款人大部分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或其他企业。鉴于本次交易中，大部分商务服务业借款人的国有背景和兼具的政府职能，并始终紧跟政策导向调整投资方向，联合资信认为本次交易中该行业的违约风险不大。

入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为批发业，占 9.84%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的影子级别区间为 A 至 AA⁺。本期交易中该行业借款人主要从事药品批发，盐制品批发和建筑材料批发，行业的发展与全社会的生产及生活活动紧密相关。2014 年，中国实现国内生产总值 636463 亿元，比上年增长 7.4%；全年全国居民人均可支配收入 20167 元，比上年增长 10.1%；城镇居民人均可支配收入 28844 元，比上年增长 9.0%；农村居民人均可支配收入 10489 元，比上年增长 11.2%。全国经济的稳定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，国内的批发零售业仍将保持较好的发展势头。

本期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造纸和纸制品业，占 5.25%。联合资信对资产池中造纸和纸制品业的借款人评定的影子级别介于 AA 至 AA⁺。本期交易中该行业借款人主要从事纸制品生产。据国家统计局统计，2014 年全年规模以上造纸生产企业 2962 家；主营业务收入 7879 亿元，同比增长 5.22%；工业增加值增速 3.70%；产成品存货 320 亿元，同比增长 7.18%；利润总额 594 亿元，同比增长-4.94%，其中利润总额 362 亿元，同比增长-4.68%；资产总计 9432 亿元，同比增长 3.07%；资产负债率 58.55%，较上年增加 0.35%；负债总额 5522 亿元，同比增长 3.20%；在统计的 2962 家造纸生产企业中，亏损企业有 376 家，占 12.69%。2014 年我国造纸工业在诸多不利的环境下，生产运营保持基本平稳，产销基本平衡，主要经济指标完成情况较好。但市场需求仍然趋弱，企业盈利空间持续收窄，行业整体尚未走出疲弱态势。

总体来看，本期交易入池贷款借款人行业共涉及 19 个行业，行业数量较多，但最大行业集中度较高，存在较高的集中风险。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信在违约模型中适当提高了不景气行业以及集中度较高行业借款人的违约率以反映该等风险。

12、入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人所处地区分布见表 14：

表 14 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
江苏	3	112000.00	18.38
山东	9	70300.00	11.53
重庆	6	65000.00	10.66
安徽	7	59500.00	9.76
陕西	1	52000.00	8.53
上海	3	50153.36	8.23
湖北	3	34188.00	5.61
内蒙古	2	34000.00	5.58

云南	1	24856.41	4.08
辽宁	1	24000.00	3.94
江西	1	23500.00	3.86
四川	1	20000.00	3.28
贵州	2	15000.00	2.46
广西	3	15000.00	2.46
河南	1	10000.00	1.64
合 计	44	609497.77	100.00

本期交易中，江苏省借款人未偿本金余额占比最高，江苏省是我国的经济大省，根据国家与地方统计局相关数据，2014年，江苏省实现生产总值65088.3亿元，同比增长8.7%，其中第一产业增加值3634.3亿元，同比增长2.9%，第二产业增加值31057.5亿元，同比增长8.8%，第三产业增加值为30396.5亿元，同比增长9.3%，产业结构持续优化；公共财政预算收入7233.1亿元，同比增长10.1%，同时财政支出结构持续优化。在2014年的复杂经济形势下，江苏省得益于第二、三产业的增长，有效地抵抗了来自外部的经济冲击，保持了高于全国经济增长率的经济增长速度。总体来看，江苏省经济正处于转型升级中且保持较快增长。

根据国家与地方统计局相关数据，2014年山东省实现生产总值59426.6亿元，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值4798.4亿元，增长3.8%；第二产业增加值28788.1亿元，增长9.2%；第三产业增加值25840.1亿元，增长8.9%。2014年，全省进出口总额2771.2亿美元，增长4.0%。2014年，全省固定资产投资41599.1亿元，增长15.8%。但山东省经济运行中仍存在着经济下行压力较大、转型较为艰难的问题，GDP增速连续三年下降，产业结构中服务业占

比仍较低，工业占比过重，银行业不良贷款率虽有所下降但仍较高（2013年末为1.35%）。总的来看，山东省经济总体保持稳步增长，目前处于经济结构调整过程中，转型升级成效待观察。

2014年，重庆市地区生产总值为14265.40亿元，同比增长10.9%；2014年，全市一般公共预算收入累计完成1921.88亿元，同比增长13.9%。2014年，重庆市实现工业增加值5175.80亿元，同比增长12.3%。2014年，全市完成固定资产投资13223.75亿元，同比增长18.0%。分产业看，第一产业投资486.91亿元，增长10.3%；第二产业投资4167.87亿元，增长17.9%，其中工业投资4163.91亿元，增长18.0%；第三产业投资8568.97亿元，增长18.5%。；房地产开发业投资3630.23亿元，同比增长20.5%，呈现平稳发展态势。总体来看，重庆市固定资产投资保持平稳，工业投资带动有力，经济运行健康，地区经济环境良好。

总体来说，本次资产池地区集中度较高，考虑到地区之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信在违约模型中适当提高了风险较高地区以及集中度较高地区借款人的违约率以反映该等风险。

13、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上升。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

本期资产支持证券采用优先/次级顺序偿付结构，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的信用触发机制，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，受托人将设立信托账户，记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立信托收益账、信托本金账和信托（税收）专用账三个子账户，分别用来核算收入回收款、本金回收款以及信托待缴纳的税收。各子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地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（但因未办理抵押权或质权转移登记手续而导致受托人持有的抵押权或质权无法对抗善意第三人的除外）；（b）信托财产在兑付日后 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）不能足额支付当时应偿付的级别最高的优先档资产支持证券利息的（只要存在尚未清偿的级别最高优先档资产支持证券，由于信托没有足够资金而未能支付其他较低级别优先档资产支持证券利息和次级档资产支持证券收益不应构成违约事件）；（c）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的资产支持证券本金的；（d）受托人失去了继续以信托的名义持有信托财产的权力或者无法履行其在交易文件下的义务，且未能根据交易文件为信托指派另一个受托人；（e）受托人违反其在《信托合同》或其为一方的其他交易文件项下的任何重要义务，且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能得到补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能能在

违约发生后 90 日内替换受托人；（f）受托人在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证，在做出时便有重大不实或误导成分，并且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能能在违约发生后 90 日内替换受托人。

以上（a）至（c）项所列的任一事件发生时，违约事件视为已在该事件发生之日发生。发生以上（d）项至（f）项所列的任何一起事件时，资产支持证券持有人大会应决定是否宣布发生违约事件。

“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）贷款服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；（d）（i）根据《信托合同》的约定需要更换受托人，或根据《服务合同》的约定需要更换贷款服务机构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、替代贷款服务机构或后备贷款服务机构，或（ii）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（iii）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）在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 10%；（f）在优先 A-1 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-1 档资产支持证券的未偿本金余额；（g）在优先 A-2 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-2 档资产支持证券的未偿本金余额；（h）在优先 A-3 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-3 档资产支持证券的未偿本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(i) 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；(j) 受托人未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务；(k) 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；(l) 《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》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，信托账项下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，收益账项下资金（如不足以分配，同一顺序的各项按应受偿金额的比例分配）在顺序支付税收和规费、各机构报酬及限额内费用、优先 A-1 档和优先 A-2 档和优先 A-3 档证券利息、优先 B 档证券利息、累计未补足违约本金、限额外费用、年化收益率不超过 3% 的次级档证券的期间收益后，余额转入本金账；若发生加速清偿事件，则收益账下资金不再支付累计未补足违约本金及其后续项目，而是将剩余资金转入本金账。本金账项下资金首先用于弥补收益账税收和规费、各机构报酬及限额内费用、优先 A-1 档和优先 A-2 档和优先 A-3 档证券利息、优先 B 档证券利息；在未发生加速清偿事件的情况下，如该信托分配日后第一个兑付日不是优先 A-1 档证券的预期还本日，(a) 如优先 A-2 档证券的本金尚未清偿完毕，则支付优先 A-2 档证券的本金，(b) 如优先 A-2 档证券的本金已经清偿完毕，则支付优先 A-3 档证券的本金，(c) 如优先 A-2 档证券、优先 A-3 档证券的本金均清偿完毕，则支付优

先 A-1 档证券的本金；如该信托分配日后第一个兑付日是优先 A-1 档证券的预期还本日，则首先支付优先 A-1 档证券当期应支付的本金，然后顺序支付优先 A-2 档证券、优先 A-3 档证券的本金；若发生加速清偿事件第(f)项的情况下，则首先支付优先 A-1 档证券的本金，然后同顺序按未偿本金余额的比例支付优先 A-2 档证券、优先 A-3 档证券的本金；若发生加速清偿事件除第(f)项外其他事项（包括同时发生“加速清偿事件”第(f)项和除第(f)项外其他事项）的情况下，则同顺序且按未偿本金余额的比例支付优先 A-1 档、优先 A-2 档和优先 A-3 档证券的本金；然后用于优先 B 档以及次级档证券本金的顺序偿付，最后余额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，信托账项下资金不再区分收益账项下资金和本金账项下资金，而是将二者归并，并用于顺序偿付税收和规费、各机构报酬及费用支出、优先 A-1 档和优先 A-2 档和优先 A-3 档证券的利息、优先 A-1 档和优先 A-2 档和优先 A-3 档证券的本金、优先 B 档证券利息、优先 B 档证券本金、次级档证券本金，次级档证券于最后取得清算收益。“违约事件”发生后的现金流详见附图 2。

3、结构化安排

本期交易通过优先/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，本期交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 22.39%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 13.86%。

（2）触发机制

本期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。本期交易中，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。

（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档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；“违约事件”发生后，信托账不再区分收益账和本金账，二者将合并，在顺序偿付税收和规费、各机构报酬及费用支出后，直接用于优先档证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先档证券的信用支持。

（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：（i）资产池的未偿本金余额总和在回购起算日零时（00:00）降至初始资产池余额的10%或以下；并且（ii）截至回购起算日零时（00:00）剩余信贷资产的市场价值不少于在委托人发出《清仓回购通知书》的当个收款期间届满后第一个兑付日前一日全部资产支持证券的未偿本金余额、已产生但未支付的利息和信托应承担的税收、服务报酬和费用支出之和。

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。

本期交易约定，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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为委托人民生银行的违约风险。

民生银行经营状况良好、财务状况稳健、资本实力雄厚，联合资信给予了民生银行极高的主体长期信用等级。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起民生银行也应及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险极小。

（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。

本期交易安排了以贷款服务机构信用等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长期主体信用等级高于或等于 AA 级且中债资信给予贷款服务机构的长期主体信用等级高于或等于 AA 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 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 级且高于或等于 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 AA 级且高于或等于 A 级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；当联合资信或中债资信给予贷款服务机构的长期主体信用等级低于 A 级或评级机构的长期主体信用等级低于 A 级或者发生贷款服务机构解任事件的，委托人和/或受托人将通知相关主体直接将回收款付至信托账户。

作为贷款服务机构，民生银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用水平有效缓释了混同风险。

（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。本期交易未设置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针对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，

本金账项下资金对收益账有关支出的差额补足能较有效地缓解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，本期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，测算结果表明本期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）尾端风险

随着入池贷款的清偿，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集中违约的情景进行压力测试，用以测算这一风险。

本期交易设计了清仓回购安排。清仓回购

安排是发起机构民生银行于既定条件下按照公允的市场价值回购证券化风险暴露的选择权。该安排并未对本期证券的偿付提供任何结构性信用提升，仅为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，则有利于减弱尾端风险。

（6）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。

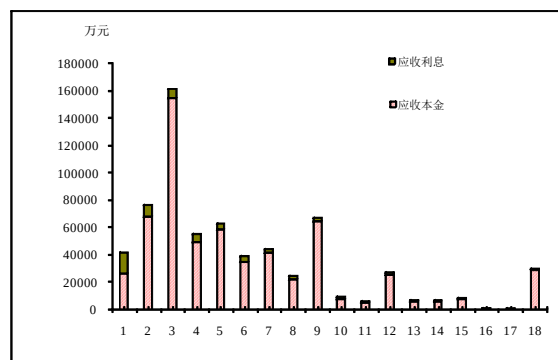
针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准。合格投资是指受托人将信托账户内的资金以银行存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的且联合资信给予该商业银行的主体长期信用等级高于或等于 AA 级且中债资信给予该商业银行的主体长期信用等级高于或等于 AA 级的商业银行，当资金保管机构符合前述条件时合格投资应与资金保管机构进行，严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

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。

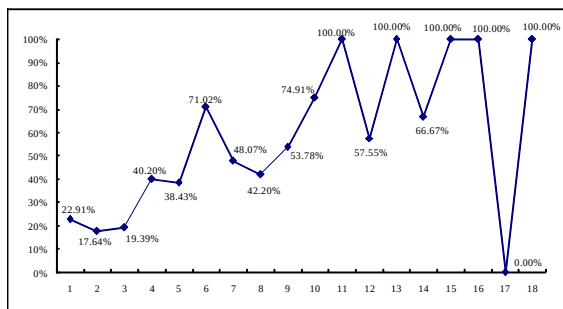
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每季度的现金流入情况如图 2 所示：

图 2 正常情况下资产池本息流入



在各期还本中，单户最大还本额占当期还本总额的比例如图 3 所示：

图3 各期单户最大还本额与还本总额的比例



从图3可以看出第11、13、15、16、18期所有本金还款均来自单一借款人，若该借款人在当期出现拖欠或违约，可能导致优先档证券利息无法得到兑付，存在流动性风险。但是自第13期起优先档证券已基本偿付完毕，因而对优先档证券本息偿付影响不大。

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，相关评级压力情景下的目标评级违约率（RDR）和目标评级回收率（RRR）如表15所示：

表15 目标评级违约率和回收率 单位：%

目标评级	RDR	RRR
AAA	17.29	24.35
AA ⁺	16.79	24.51

注：RDR为目标评级违约率；RRR为目标评级回收率。

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16所示：

表16 违约时间分布 单位：%

时间	违约分布
第1年	4.99
第2年	32.33
第3年	40.05
第4年	17.26
第5年	5.37
合计	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，并在对经济运行情况及资产池信用特征进行分析的基础上，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、降低回收率等。从压力测试的结果来看，优先A档证券和优先B档证券能够通过相应评级压力情景的测试。

表17 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
模拟集中违约	见表16违约时间分布	分别模拟第1年、第2年、第3年集中100%违约场景
利差	A-1档证券预期发行利率3.9%	利差减少150个BP
	A-2档、A-3档证券预期发行利率4.3%	利差减少150个BP
	B档证券预期发行利率5.0%	利差减少150个BP
提前还款比例	30%/年	测试0-50%/年的区间
回收率	A档证券6%；B档证券18%	A、B档证券降至0%
回收时间	24个月	—

五、主要参与机构分析

1、发起机构/贷款服务机构

本期交易的发起机构/贷款服务机构是民生银行。作为发起机构，民生银行的公司治理、信用政策、风险管理和内部控制关涉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，民生银行的资本实力、内控及风险管理能力和财务状况会影响到贷款服务机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力，进而影响其贷款服务能力，从而对本期交易资产池贷款组合的

信用表现产生影响。

民生银行成立于 1996 年，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。2000 年 12 月，民生银行 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市。2005 年 10 月，成为国内首家完成股权分置改革的商业银行。2009 年 11 月，民生银行在香港联交所主板上市交易。截至 2014 年末，民生银行前五大股东持股情况如表 18 所示。

表 18 前五大股东持股情况表 单位：%

股东名称	持股比例
香港中央结算（代理人）有限公司	20.19
安邦人寿保险股份有限公司-稳健型投资组合	4.97
安邦财产保险股份有限公司-传统产品	4.88
新希望投资有限公司	4.69
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	4.05
合 计	38.78

内部控制方面，民生银行建立了由股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的经营管理层各司其职的公司治理架构。民生银行对内部控制体系进行了持续优化和完善：一是配合全行事业部改革转型及小微金融战略实施，建立事业部准法人模式下的全面风险管理体系、小微 2.0 版流程优化风险管理体系；二是新资本协议按照确定的目标和实施路线图积极推进；三是深入推进案防工作长效机制建设；四是全面升级科技信息系统建设；五是开展重点风险领域内控机制提升；六是开展合规高压态势建设，持续塑造合规的内控管理文化；七是加强了内部控制和风险管理有效性的执行情况检查。

信用风险管理方面，民生银行由风险管理委员会对信用风险防范进行决策和统筹协调，主要通过采取专业化授信评审、集中质量监控、问题资产集中运营和清收等主要手段进行信用风险管理。

流动性风险管理方面，民生银行为了确保应对不可预料资金需求，规定了最低的资金存量标准和最低需保持的同业拆入和其他借入

资金的额度以满足各类提款需求。流动性风险管理程序包括：日常资金管理，通过监控未来的现金流量，以确保满足资金头寸需求，积极参与全球货币市场的交易，以保证民生银行对资金的需求；根据整体的资产负债状况设定各种比例要求和交易金额限制；通过资产负债管理系统计量和监控流动性缺口和流动性比率，并对总体资产与负债进行流动性情景分析和流动性压力测试。

操作风险管理方面，民生银行根据操作风险的监管要求，推进操作风险管理三大工具在全行的落地实施，包括开展操作风险与控制自我评估，建立操作风险关键风险指标监测体系和操作风险损失数据管理体系；实施操作风险监管资本计量，健全外包风险管理，加速推进业务连续性体系建设；有计划有重点地排查业务经营领域风险。

截至 2014 年末，民生银行公司贷款和垫款 11579.85 亿元，占各项贷款和垫款总额的 63.88%。

截至 2014 年末，民生银行资产总额 40151.36 亿元，负债总额 37673.80 亿元，股东权益 2477.56 亿元；不良贷款率 1.17%，拨备覆盖率 182.20%；资本充足率 10.69%，核心一级资本充足 8.58%。2014 年全年，民生银行实现营业收入 1354.69 亿元，净利润 455.67 亿元。

总体来看，作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，民生银行风险管理水平良好，财务实力极强，将有效保障入池贷款组合的信用表现。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是国家开发银行股份有限公司北京市分行（以下简称“国家开发银行”）。国家开发银行成立于 1994 年，是由国务院批准设立的国有政策性金融机构，初始注册资本 500 亿元，由财政部拨付。2007 年 12 月 31 日，国家开发银行获得中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）200 亿美元

的注资；2008 年 12 月，国家开发银行整体改制为国家开发银行股份有限公司；2011 年，全国社会保障基金理事会入股国家开发银行。截至 2014 年末，国家开发银行股东持股情况如表 19 所示。

表 19 国家开发银行股东持股情况表 单位：%

股东名称	持股比例
财政部	50.18
汇金公司	47.63
全国社会保障基金理事会	2.19
合 计	100.00

截至 2014 年末，国家开发银行资产总额 103170.30 亿元，股东权益合计 6808.40 亿元；不良贷款率 0.65%，贷款拨备率 3.43%；资本充足率为 11.88%；2014 年全年，国家开发银行实现营业收入 2245.75 亿元，实现净利润 976.83 亿元。

2014 年全年国家开发银行实现受托业务管理服务收入 38.03 亿元，较上年增长 23.07%。

考虑到国家开发银行稳健的经营状况、极强的财务实力，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

本期交易的受托人以及发行人是华能贵诚

信托。2008 年 11 月，经中国银监会批准，华能资本服务有限公司对原贵州省黔隆国际信托投资有限责任公司增资扩股重组。2009 年 1 月正式更名为华能贵诚信托有限公司。公司注册资本为人民币 30 亿元，股东包括华能资本服务有限公司和贵州产业投资（集团）有限责任公司。截至 2014 年末，华能贵诚信托资产总额 73.38 亿元，所有者权益 62.70 亿元。2014 年，华能贵诚信托实现营业收入 22.70 亿元，净利润 12.82 亿元。

华能贵诚信托建立了权责制衡的公司法人治理结构；组建了高素质、专业化的业务管理团队；具备雄厚的产品研发、创新实力；构建了覆盖公司各类业务的操作流程、经营层级及四级镶嵌式风控体系，形成自上而下垂直型风险管理组织机构；搭建了涵盖公司业务开展、财务管理、监管对接等需求的信息系统功能模块和信息管理系统。同时，华能贵诚信托作为受托人，曾在上海证券交易所成功发行“平安银行 1 号小额消费贷款资产支持证券”，积累了一定的资产证券化经验。

总体来看，华能贵诚信托拥有稳健的财务实力以及较好的风险内控制度，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可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

我们收到的法律意见书表明：《信托合同》

以及其他交易文件的相关各方按照《信托合同》以及其他交易文件的条款针对民生银行主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；除本法律意见书之假设所述的有关事项外，民生银行、华能贵诚信托就签署、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在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于该等贷款债权的

保证担保（如有）随贷款债权的转让而同时转让，如果发生权利完善事件，在委托人或受托人根据《信托合同》以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知给借款人、保证人（如有）后，该等债权的转让即对该等借款人、保证人（如有）发生法律效力；受托人根据《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）随贷款的转让而同时转让；信托一经生效，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，受托人不是唯一受益人的，信托财产不作为其清算财产；信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别。受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产。

会计意见书表明：如果民生银行分别持有各档证券发行规模的5%，民生银行不对资产证券化信托进行合并，民生银行已将金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬转移给资产证券化信托，可以终止确认该金融资产。

税务意见书表明：营业税方面，受托机构取得的贷款利息收入，全额征收营业税；相关

服务机构取得的服务报酬按规定征收营业税，或按营业税改征增值税试点的政策规定缴纳增值税；投资者买卖取得的价差收入可能需要缴纳营业税。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；信托项目收益在取得当年向机构投资者分配的部分，在信托环节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，按规定缴纳企业所得税；相关服务机构取得的服务报酬按规定缴纳企业所得税；投资者买卖取得的价差收入以及从信托项目清算分配中取得的收入按规定缴纳企业所得税。印花税在全部环节暂免征收。

目前，国内资产证券化仍处于初期阶段，上述法规或规范的可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。对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，联合资信也注意到国内现已成功发行多单资产证券化产品，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

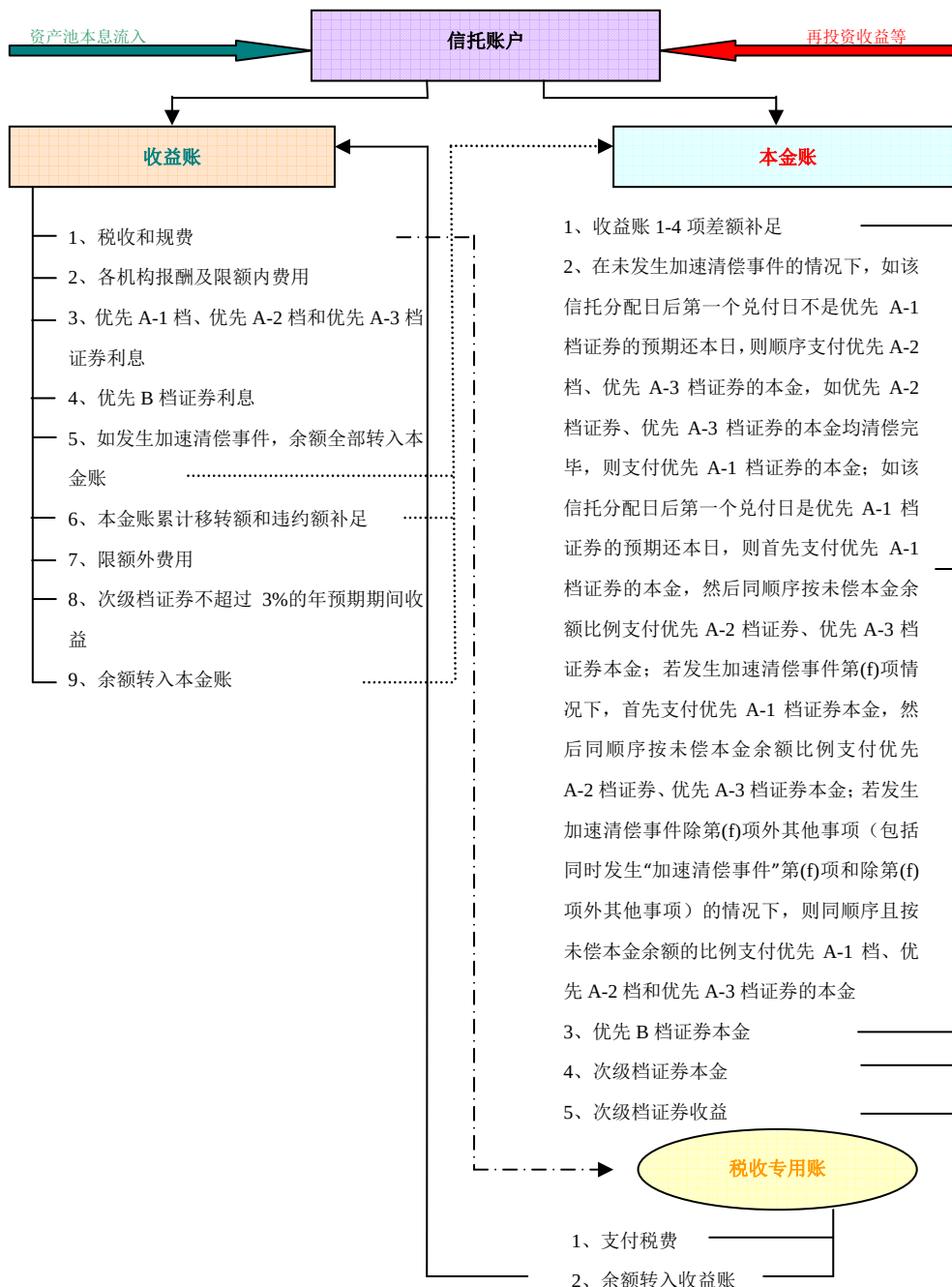
联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“企富 2015 年第三期信贷资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券信用等级为 AA⁺；次级档资产支持证券未予评级。

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
	AA
	A
	BBB
投机级	BB
	B
	CCC
	CC
倒闭级	C

联合资信评估有限公司关于 企富 2015 年第三期信贷资产支持证券 跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托优先档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企富 2015 年第三期信贷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，或发生可能对企富 2015 年第三期信贷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，或发生可能对企富 2015 年第三期信贷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企富 2015 年第三期信贷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企富 2015 年第三期信贷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
二零一五年七月三日

