

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《珠江 2015 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

二零一五年十一月二十四日



信用等级公告

联合[2015] 2393 号

联合资信评估有限公司通过对“珠江 2015 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

珠江 2015 年第一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 AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月二十四日



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

珠江 2015 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 (%)	利率类型	信用级别
优先 A 档资产支持证券	70000.00	67.50	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	14000.00	13.50	浮动利率	AA ⁻
次级档资产支持证券	19702.86	19.00	—	NR
合计	103702.86	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 10 月 1 日
证券法定到期日：2022 年 6 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：广州农村商业银行股份有限公司 103702.86 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：BB/BB⁻
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/贷款服务机构：广州农村商业银行股份有限公司
受托机构/发行人：安徽国元信托有限责任公司
资金保管机构：招商银行股份有限公司广州分行
牵头主承销商：第一创业摩根大通证券有限责任公司
联席主承销商：招商证券股份有限公司

评级时间

2015 年 11 月 24 日

分析师

屈晓灿 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”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，并在资产池信用分析和现金流分析的基础上，确定“珠江 2015 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. 本交易入池贷款涉及 92 户借款人的 201 笔贷款，单户借款人最大未偿本金余额占比为 3.57%，资产池分散性较好。
2. 入池贷款均为抵押或质押类贷款，将有助于提高贷款违约后的回收水平。
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 32.50% 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 19.00% 的信用支持。
4. 本金账与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。

关注及风险缓释

1. 入池贷款借款人的加权平均信用级别为BB/BB⁻，信用级别较低，由此可能引发因借款人拖欠或违约导致的信用风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高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借款人信用风险。

2. 入池贷款的地区集中度很高，98.07%的贷款集中于广东省。

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的集中风险。

3. 入池贷款中批发业占 16.40%，零售业占 10.06%，两个行业关联度较高，且上述行业的银行贷款不良率有走高之势，存在一定的行业集中风险。

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的集中风险。

4. 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和收益账的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险。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。

5. 广州农商行根据《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、质权随贷款债权的转让而同时转让，但未办理抵押权/质押权转移登记，存在不能对

抗善意第三人风险。

风险缓释：《信托合同》约定了个别通知事件，广州农商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，广州农商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押权/质押权转移登记而带来的风险。

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：联合资信通过改变提前还款率、降低回收率、缩小利差支持、违约时间分布前置等手段，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。

7. 当前全球经济增长缓慢，我国经济增速处于下行区间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大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广州农村商业银行股份有限公司和发行人安徽国元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“珠江 2015 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，在有效期内本资产支持证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构广州农村商业银行股份有限公司（以下简称“广州农商行”）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 103702.86 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过安徽国元信托有限责任公司（以下简称“国元信托”）设立“珠江 2015 年第一期信贷资产证券化信托”。国元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 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: 广州农村商业银行股份有限公司
受托机构/受托人/发行人: 安徽国元信托有限责任公司
贷款服务机构: 广州农村商业银行股份有限公司
资金保管机构: 招商银行股份有限公司广州分行
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: 安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)广州分所
法律顾问: 北京市中伦律师事务所
牵头主承销商: 第一创业摩根大通证券有限责任公司
联席主承销商: 招商证券股份有限公司
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

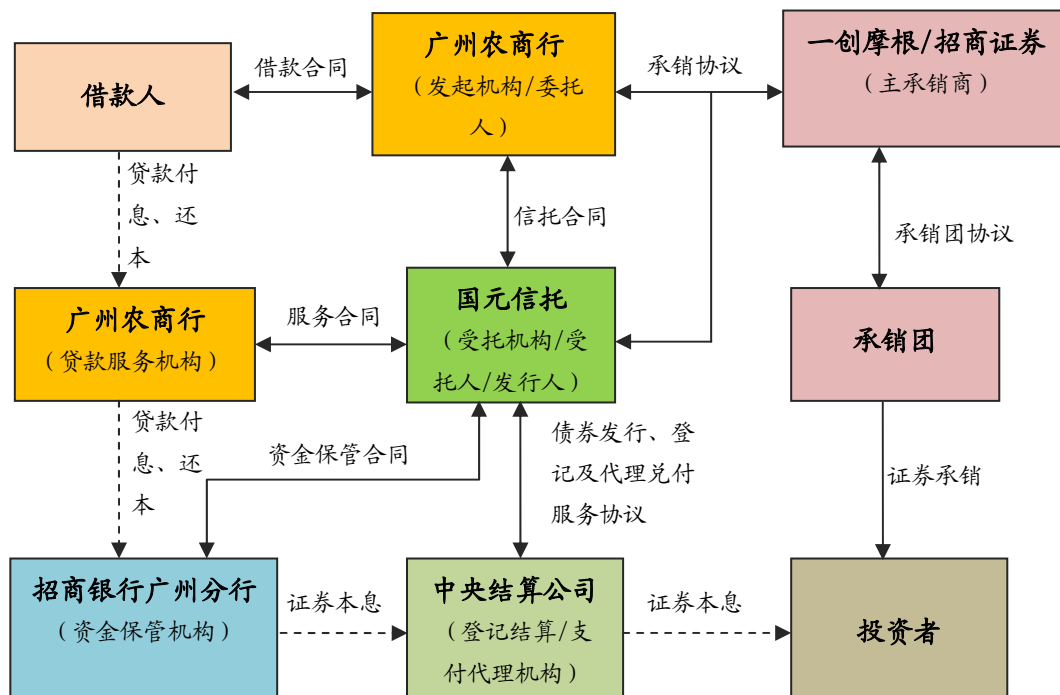


图 1 交易安排

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档和优先B档证券属于优先级证券，享有优先

级信托受益权；次级档证券享有次级信托受益权。

本交易采用优先/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证券提供信

用增级。优先A档和优先B档证券均按季偿付利息，次级档证券在一定条件下可按季获得部分期间收益；在优先档证券清偿完毕后，次级档证券获得所有剩余收益。优先A档、优先B档和次级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档证券均采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，其中，基准利率为人民银行公布的一年期定期存款利率，基本利差根据簿记建档结果确定。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3个自然月对应日进行调整；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	按季	70000.00	67.50	浮动	2016 年 9 月 26 日	2022 年 6 月 26 日
优先 B 档	AA ⁻	过手	按季	14000.00	13.50	浮动	2016 年 9 月 26 日	2022 年 6 月 26 日
次级档	NR	—	—	19702.86	19.00	—	2020 年 6 月 26 日	2022 年 6 月 26 日

注：NR——未予评级。

3. 基础资产

本交易的入池资产涉及发起机构广州农商行向 92 户借款人发放的 201 笔公司贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 103702.86 万元。

根据交易文件约定，本交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔贷款而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：(a)信贷资产中包含的各笔贷款全部为广州农商行合法所有的人民币贷款，且均为广州农商行已经全部自行放款完毕的人民币贷款；(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》及其担保合同（如有）中均无禁止转让或转让须经得借款人或担保人（如有）同意的约定；(c)信贷资产项下不包含涉及军工企业或外国企业/组织的贷款以及涉及国家机密的贷款；(d)信贷资产所包含的全部贷款均未涉及违约和未决的诉讼或仲裁；(e)信贷资产中包含的各笔贷款均为广州农商行的自营商业贷款，且非银团贷款；(f)信贷资产清单列明的各笔贷款所对应的质权（如有）、抵押权（如有）均合法有效；(g)各笔贷款如含最高额担保的，则截至初始起算日最高额担保的债权确定期间已经结束，或《担保

合同》约定担保人在最高额担保的全部或部分债权转让后继续承担相应的担保责任；(h)信贷资产对应的全部《借款合同》、担保合同（如有）适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(i)借款人、担保人（如有）均系依据中国法律在中国成立且合法存续的法人或其他组织，或具有完全民事行为能力的自然人；(j)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）；(k)信贷资产项下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；(l)信贷资产所包含的每笔贷款的合同到期日均不早于 2016 年 3 月 4 日（含），且不晚于 2020 年 6 月 5 日（含）；(m)信贷资产项下各笔贷款对应的全部借款人近三年在与广州农商行的所有借款交易中均未发生任何利息、本金逾期支付或拖欠、破产或失去清偿能力的情况。为避免疑义，就与广州农商行的业务合作关系未届满三年的借款人而言，系指自其与广州农商行首次进行借款交易至今的期限内未发生前述情况。此外，在本金未逾期支付的情况下，任何同时满足以下的情形不被视为发生逾期支付：(i) 该等逾期支付仅涉及利息；(ii) 该等逾期支付不超过

2 个工作日；(n)信贷资产所包含的每份《借款合同》对于还款时间做出了明确规定，且资产池所对应的相关《借款合同》项下有明确的还本付息计划。

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	92 户
贷款笔数	201 笔
贷款合同总金额	109757.78 万元
资产池未偿本金余额	103702.86 万元
单笔贷款最高合同金额	3700.00 万元
单笔贷款平均合同金额	546.06 万元

单笔贷款最大未偿本金余额	3700.00 万元
单笔贷款平均未偿本金余额	515.93 万元
单户借款人最大未偿本金余额	3700.00 万元
加权平均现行贷款利率	6.28%
入池贷款加权初始期限	16.00 个月
入池贷款加权平均账龄	4.13 个月
入池贷款加权平均剩余期限	11.87 个月
单笔贷款最短剩余期限	5.10 个月
单笔贷款最长剩余期限	56.19 个月
资产池加权平均信用级别	BB/BB ⁻
前五大借款人未偿本金余额占比	16.05%
前十大借款人未偿本金余额占比	28.69%

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相关参数进行适度调整。

1. 入池贷款资产质量

按照广州农商行贷款质量风险分类方法，本交易入池贷款全部为广州农商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

本交易入池贷款全部附带抵质押担保，其中抵押类贷款未偿本金余额占比达 83.89%，具体担保情况如表 4 所示：

表 4 入池贷款担保情况 单位：笔/万元/%

担保性质	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
抵押	177	87000	83.89
质押	24	16703	16.11
合 计	201	103702.86	100.00

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工业厂房和商铺，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
(0,10]	49	37072.75	35.74
(10,20]	23	31439.72	30.32
(20,30]	11	23411.82	22.58
(30,40]	4	4518.78	4.36
40 以上	5	7259.78	7.00
合 计	92	103702.86	100.00

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，对本交易入池贷款借款人的信用风险进行了评估。对于有保证人的贷款，联合资信对借款人信用风险进行评估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，结合对借款人的信用质量分析，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。本交易入池贷款均为抵质押担保，资产池借款人最终影子评级结果如表 6 所示：

表 6 入池贷款借款人的影子评级结果
单位：户/万元/%

影子级别	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
BBB+	2	3998.00	3.86
BBB	1	500.00	0.48
BBB-	1	2000.00	1.93
BB+	18	21236.20	20.48
BB	38	34152.51	32.92
BB-	19	24110.00	23.25
B+	8	11530.08	11.12
B	5	6176.06	5.96
合 计	92	103702.86	100.00

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，联合资信评定本交易资产池借款人加权平均信用级别介于 BB⁻ 至 BB 之间，记为 BB/BB⁻。

5. 入池贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，本交易入池贷款中前十大借款人未偿本金余额合计占资产池总余额的 28.69%，前五大借款人未偿本金余额占比为 16.05%，最大借款人未偿本金余额占比为 3.57%。入池资产本金余额分布如表 7 所示：

表 7 入池贷款本金余额分布情况 单位：笔/万元/%

贷款本金	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,200]	33	5465.47	5.27
(200,400]	56	18524.27	17.86
(400,600]	77	38803.75	37.42
(600,800]	13	8967.97	8.65
(800,1000]	11	10147.25	9.78
(1000,1200]	2	2379.29	2.29
(1200,1400]	1	1300.00	1.25
(1400,1600]	2	3000.00	2.89
1600 以上	6	15114.86	14.58

合 计	201	103702.86	100.00
-----	-----	-----------	--------

6. 入池贷款本金偿还方式

本交易入池贷款的本金偿还方式包括等额本息、等额本金和到期一次性还本三类，其中到期一次性还本类贷款未偿本金余额占 82.43%，具体分布如表 8 所示：

表 8 入池贷款本金偿还方式 单位：笔/万元/%

本金偿还方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
等额本息	39	18014.13	17.37
等额本金	2	207.94	0.20
到期一次性还本	160	85480.78	82.43
合 计	201	103702.86	100.00

7. 入池贷款利息支付方式

本交易入池贷款利息支付方式包括按月付息、按季付息和利随本清三类，具体分布如表 9 所示：

表 9 入池贷款利息支付方式 单位：笔/万元/%

利息偿还方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
按月付息	182	89164.38	85.98
利随本清	16	13080.00	12.61
按季付息	3	1458.47	1.41
合 计	201	103702.86	100.00

8. 入池贷款利率类型

本交易入池贷款利率包括浮动和固定两种类型，其中浮动利率占 87.39%，具体分布如表 10 所示：

表 10 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	173	84726.86	81.70
固定利率	28	18976.00	18.30
合 计	201	103702.86	100.00

9. 入池贷款现行利率水平及分布

本交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 6.28%，具体分布如表 11 所示：

表 11 入池贷款现行利率分布 单位: 笔/万元/%

利率区间	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(4.0,5.0]	1	470.00	0.46
(5.0,6.0]	67	40003.00	38.58
(6.0,7.0]	100	49750.14	47.97
(7.0,8.0]	29	11784.73	11.36
(8.0,9.0]	4	1694.99	1.63
合 计	201	103702.86	100.00

10. 入池贷款初始期限分布

本交易入池贷款加权平均初始期限为 16 个月, 最短初始期限为 9.73 个月, 最长初始期限为 59.41 个月。入池贷款初始期限具体分布如表 12 所示:

表 12 入池贷款初始期限分布 单位: 月/万元/%

初始期限	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	59645.78	57.51
(12,18]	26119.96	25.19
(18,24]	4636.78	4.47
(24,30]	0.00	0.00
(30,36]	10803.03	10.42
(36,42]	0.00	0.00
(42,48]	0.00	0.00
(48,54]	0.00	0.00
(54,60]	2497.30	2.41
合 计	103702.86	100.00

注: 初始期限是指自贷款实际发放日至合同到期日的时间区间。

11. 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款加权平均账龄为 4.13 个月, 最短账龄 0.79 个月, 最长账龄 20.52 个月, 具体分布如表 13 所示:

表 13 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]	89955.77	86.74
(6,12]	7378.02	7.11
(12, 18]	5336.13	5.15
(18, 24]	1032.93	1.00
合 计	103702.86	100.00

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 12 可以看出, 本交易入池贷款账龄集中在 6 个月以内, 账龄在 6 个月以内的入池贷款未偿本金余额占比达 86.74%。

12. 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 11.87 个月, 最短剩余期限为 5.10 个月, 最长剩余期限为 56.19 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: 月/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	7760.76	7.48
(6,12]	79108.04	76.29
(12,18]	2170.53	2.09
(18,24]	7169.31	6.91
(24,30]	2376.32	2.29
(30,36]	2620.59	2.53
(36,42]	0.00	0.00
(42,48]	0.00	0.00
(48,54]	0.00	0.00
(54,60]	2497.30	2.41
合 计	103702.86	100

注: 剩余期限是指自初始起算日至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。

13. 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
批发业	16	17033.32	16.40
零售业	7	10427.70	10.06
纺织服装、服饰业	11	8214.24	7.92
商务服务业	5	6565.47	6.33

化学原料和化学制品制造业	4	6332.93	6.11
纺织业	7	5750.00	5.54
电气机械和器材制造业	2	5000.00	4.82
房地产业	2	4879.29	4.71
房屋建筑业	2	4358.00	4.20
橡胶和塑料制品业	1	3500.00	3.38
非金属矿物制品业	5	3462.76	3.34
金属制品业	1	2800.00	2.70
食品制造业	3	2620.00	2.53
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	4	2459.78	2.37
建筑安装业	1	2133.33	2.06
家具制造业	1	2000.00	1.93
住宿业	1	1914.86	1.85
化学纤维制造业	1	1693.27	1.63
计算机、通信和其他电子设备制造业	2	1552.45	1.50
农副食品加工业	1	1500.00	1.45
印刷和记录媒介复制业	2	1267.25	1.22
水上运输业	1	1190.00	1.15
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1	1000.00	0.96
电气机械和器材制造业	1	950.00	0.92
居民服务业	1	757.06	0.73
道路运输业	1	652.64	0.63
建筑装饰和其他建筑业	1	634.57	0.61
金属制品业	1	600.00	0.58
黑色金属冶炼和压延加工业	1	514.16	0.50
软件和信息技术服务业	1	470.00	0.45
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1	434.57	0.42
汽车制造业	1	420.69	0.41
通用设备制造业	1	367.75	0.35
卫生	1	246.78	0.24
合 计	92	103702.86	100.00

入池贷款中未偿本金余额占比超过 10%的行业有两个，其中占比最高的行业为批发业，占 16.40%，资产池中该行业借款人的影子评级区间为 B 至 BBB⁺；未偿本金余额占比次高的行业为零售业，占 10.06%，资产池中该行业借款人的影子评级区间为 BB⁻至 BB⁺。以上两个行业具有较强的相关性。批发及零售业销售的

产品多为生产、生活资料，行业发展与全社会的生产及生活活动紧密相关。2014 年，中国国内生产总值 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%。经济的持续发展和人均收入的提高对批发及零售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仍将保持较好的发展势头。但随着宏观经济形势的下滑，批发及零售行业的银行贷款不良率有走高趋势。联合资信将持续关注上述行业信用状况。

本交易入池资产中批发业借款人基本情况如表 16 所示：

表 16 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	广东	2949.19	31.86	BB-
借款人 2	广东	2700.00	9.01	B+
借款人 3	广东	1941.33	20.52	BB
借款人 4	广东	1700.00	8.38	BB+
借款人 5	广东	1500.00	7.89	B
借款人 6	广东	1100.00	10.19	BB-
借款人 7	广东	1000.00	9.70	BB
借款人 8	广东	777.97	27.22	BB-
借款人 9	广东	598.78	8.91	BB
借款人 10	广东	560.00	8.09	BB
借款人 11	广东	510.00	5.49	BB
借款人 12	广东	498.00	9.30	BBB+
借款人 13	广东	333.09	22.55	BB
借款人 14	广东	300.00	9.67	BB-
借款人 15	广东	284.96	9.07	BB-
借款人 16	广东	280.00	5.72	BB+

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， $\text{剩余期限} = 12 \times (\text{贷款合同到期日} - \text{资产池初始起算日}) / 365$ ，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。

本交易入池资产中零售业借款人基本情况

如表 17 所示：

表 17 零售业借款人基本情况 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	广东	2500.00	9.70	BB+
借款人 2	广东	2200.00	9.93	BB
借款人 3	广东	2200.00	9.17	BB+
借款人 4	广东	1700.00	5.33	BB-
借款人 5	广东	949.25	33.63	BB+
借款人 6	广东	600.00	6.94	BB
借款人 7	广东	278.45	18.28	BB+

总体看来，本交易入池贷款借款人分布于 34 个行业，涉及行业数量较多，但部分行业存在一定的集中风险，且部分行业存在景气度下行风险。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。

14. 入池贷款地区分布

入池贷款借款人地区分布见表 18。

表 18 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
广东省	91	101702.86	98.07
江西省	1	2000.00	1.93
合 计	92	103702.86	100.00

本交易资产池的贷款绝大部分位于广东省，地区集中度很高。广东省是我国第一经济大省，2014 年实现生产总值为 67792.2 亿元，同比增长 7.8%；其中，第一产业增加值 3166.7 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 31345.8 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 33279.8 亿元，增长 8.2%。2014 年，全省固定资产投资 25928.1 亿元，同比增长 15.9%。受全球经济疲软和省内外劳动密集型产业向内陆转移的影响，全省进出口总额 10767.34 亿美元，比上年下降 1.4%。目前，广东省经济运行面临市场有效需求不足以及结构性矛盾等压力，未来的经济运行情况，联合资信将保持持续关注。

总体来看，本交易入池贷款存在较高的地区集中风险。联合资信在资产池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，以体现区域经济波动对贷款组合信用风险的影响。

15. 宏观经济及外部环境

当前全球经济增长缓慢，国际金融市场持续波动，国内经济增速处于下行区间，贸易出口增速和固定资产投资增速呈下行趋势，地方政府债务规模庞大，房地产、地方政府债务和银行信贷等风险日益凸显。联合资信在定量分析过程中，考虑了宏观经济系统性风险对资产池带来的不利影响。

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，受托人将在资金保管行开

立专项信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立收益账、本金账、税收专用账和保证金账四个子账。收益账用来管理并记录收入回收款，本金账用来管理本金回收款，税收专用账用于支付信托财产应承担的税费，保证金账用于管理核算保证金。各账户资金均来源于信托财产。

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”是指以下任一事件：(a) 受托人不能合法有效享有并获得信托财产收益或未能对抗第三人对相关信托财产收益提出的权利主张；(b) 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）当时存在的最高级别的优先级资产支持证券的利息（但只要当时存在的最高级别的优先级资产支持证券的利息得到足额支付，即使其他低级别的优先级资产支持证券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）未能足额获得分配的；(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 日内未能得到补正或改善；(d) 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）当时资产支持证券的本金未能足额获得全部偿还的。

“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约定的宽限期内，未能依据交易文件的约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 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约定任命继任者；(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 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，

按照《信托合同》第 10.4.2 条约定的分配顺序无法足额分配优先 A 档资产支持证券的未偿本金余额；(g) 在优先 B 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日，按照《信托合同》第 10.4.2 条约定的分配顺序无法足额分配优先 B 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：

(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）在提供时存在重大不实或误导成分；(j) 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；(k) 《主定义表》、《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。

(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，加速清偿事件发生前，收益账项下资金在顺序支付税收和规费、各机构报酬及限额内费用（不包括贷款服务机构报酬）、限额内贷款服务机构报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、限额外贷款服务机构报酬、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；加速清偿事件发生后，收益账项下资金在支付税收和规费、各机构报酬及限额内费用（不包括贷款服务机构报酬）、限额内贷款服务机构报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、限额外贷款服务机构报酬后，直接转入本金账。

本金账项下资金首先用于弥补收益账税收及规费、各机构服务报酬及限额内费用（不包

括贷款服务机构报酬)、限额内贷款服务机构报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息和限额外贷款服务机构报酬之不足；然后顺序支付优先 A 档证券本金、优先 B 档证券本金、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，信托账户不再区分收益账和本金账，二者将合并用于顺序偿付税费和规费、参与机构报酬及费用、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、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 32.50%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 19.00%。

(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、支付限额外参与机构费用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；“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，在顺序偿付税收和规费、参与机构报酬和费用之后，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。

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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构广州农商行的违约风险。

广州农商行经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高，主体信用等级很高。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起人广州农商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。当联合资信和中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级都高于或等于 AA 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 5 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 级但高于或等于 A⁺级之日起，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 5 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 A⁺级之日起，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人、担保人将其应支付的款项直接支付至信托账户。作为贷款服务机构，广州农商行良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级有助于缓释混同风险。

（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，本金账资金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，测试结果表明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包括固定利率和浮动利率，但以浮动利率为主，其中浮动利率以央行贷款基准利率为基准上下浮动，调整方式为次年 1 月 1 日调整；本交易优先 A 档和优先 B 档证券均执行浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，其中基准利率为人民

银行公布的一年期定期存款利率，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 3 个自然月对应日进行调整。可以看到，本交易入池贷款利率和优先档证券利率在利率类型、利率基准、调整频率、调整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，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二十四时（24:00）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级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广州农商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，本交易制定了较为严格的合格投资标准。合格投资是指受托人将闲置资金以存款（包括同业存款、协议存款和通知存款）方式存放于资金保管机构（当联合资信和中债资信给予资金保管机构主体长期信用等级不低于 AA 时）或其他评级不低于 AA 的合格金融机构，以及运用于期限不超过 3 个月的银行间国债现券回购和银行间政策性金融债回

购，回购交易对手主体长期信用级别应不低于联合资信或中债资信评定的 AA 级。当期分配所需的部分应根据《信托合同》的约定在现金流分配前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。本交易的资金保管机构为招商银行股份有限公司广州分行，其主体信用等级极高，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，以确定优先级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贷款合同约定还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的情况下，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如图 2 所示：

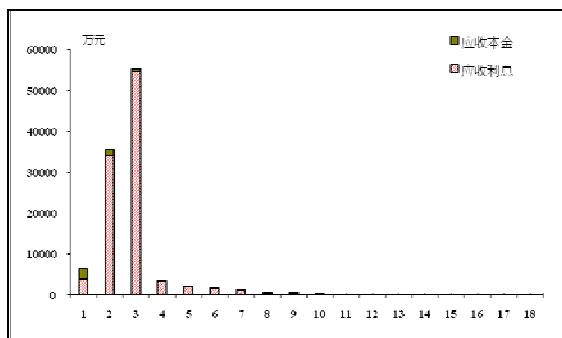


图 2 正常情况下资产池本息流入

资产池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：

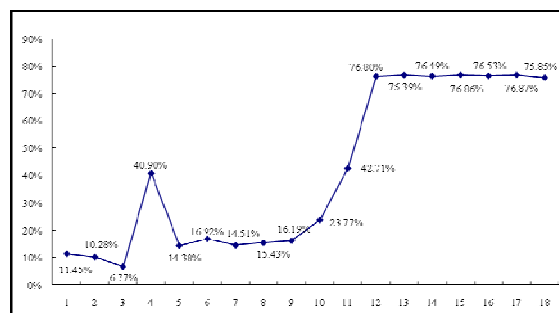


图 3 各期单户最高还本额占当期总还本额之比

从图 3 可以看出，本交易总共有 7 个收款期间单户最高还本额占比超过 50%，当期本金的偿还存在明显的借款人集中风险。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。根据交易的现金流支付安排，在正常情况下，上述 7 个收款期间优先级证券应已基本偿付完毕，因而上述事件对优先级证券的影响较小。

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，各评级压力情况下的目标评级违约率如表 19 所示：

表 19 目标评级违约率

目标评级	RDR
------	-----

AAA	24.66%
AA ⁺	23.91%
AA	21.52%
AA ⁻	19.92%
A ⁺	19.66%
A	16.36%
A ⁻	15.28%

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 20 所示：

表 20 违约时间分布

时间	违约时间分布
第 1 年	91.26%
第 2 年	6.17%

第 3 年	1.65%
第 4 年	0.55%
第 5 年	0.37%
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违约时间前置、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 21：

表 21 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 18 违约时间分布	模拟第 1 年集中 100%违约场景		35.56%	27.75%
		模拟第 2 年集中 100%违约场景		100.00%	100.00%
		模拟第 3 年集中 100%违约场景		100.00%	100.00%
利差	优先 A 档证券预期发行利率 4.2% 优先 B 档证券预期发行利率 5.2%	预期发行利率上浮 100 个 BP		35.65%	27.02%
提前还款率	20%/年	0%		36.10%	27.98%
		10%		36.36%	27.90%
		30%		36.78%	27.42%
		40%		36.93%	27.66%
回收率	优先 A 档证券 15% 优先 B 档证券 35%	优先 A 档证券降至 0% 优先 B 档证券降至 10%		31.80%	21.09%
回收时间	24 个月	—		—	—
组合压力情景 1	—	提前还款率	30%	33.47%	22.81%
		违约时间分布	第一年 100%		
			回收率		
		优先 A 档	10%		
		优先 B 档	20%		
组合压力情景 2	—	提前还款率	40%	30.22%	20.28%
		违约时间分布	第一年 100%		
			回收率		

		优先 A 档	0%	5.2%		
		优先 B 档	10%	6.2%		

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/贷款服务机构为广州农村商业银行股份有限公司。作为发起机构，广州农商行的运营管理能力、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。

广州农商行成立于 2009 年，由广州市辖区内具有独立法人资格的 14 家基层农村信用合作社、10 家区（县级市）农村信用合作社联合社和广州市农村信用合作社联合社合并组建而成，截止 2014 年末，注册资本为 81.53 亿元，第一大股东为广州金融控股集团有限公司，持有其 4.91% 的股份。2014 年末，广州农商行在广州市内下辖 359 个支行、211 个分理处和 48 个功能调整网点（半自助网点），网点数量位居广州地区银行同业首位。

截至 2014 年末，广州农商行资产总额 4666.08 亿元，其中发放贷款和垫款净额 1807.20 亿元；负债总额 4340.21 亿元，其中客户存款余额 3544.39 亿元；股东权益 325.87 亿元；不良贷款率 1.58%，拨备覆盖率 183.37%；资本充足率为 14.45%，一级资本充足率为 11.17%，核心一级资本充足率为 11.16%，资本充足。2014 年，广州农商行实现营业收入 138.93 亿元，净利润 54.81 亿元。

近年来，广州农商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。广州农商行董事会下设的关联交易与风险管理

委员会，负责审核全行的风险管理政策、监督行内风险控制情况、完善全行风险管理和内部控制建议，风险管理成效良好。

信用风险管理方面，广州农商行信用风险管理涵盖业务导向、授信准入和退出标准、业务发起、尽职调查、授信审查审批、放款执行、贷后管理等环节，确保有效实施风险管理流程。此外，广州农商行高度重视信用风险缓释管理，主要采用金融质押品、房地产、应收账款等抵质押品和保证作为信用风险缓释工具。

流动性风险管理方面，近年来，广州农商行流动性比例处于较高水平。截至 2014 年末，广州农商行流动性比例为 77.26%，有利于信贷业务的进一步拓展和确保业务开展过程中的流动性需求。在存贷比方面，广州农商行存贷比水平适中，截至 2014 年末，存贷比为 50.33%。截至 2014 年末，广州农商行资本充足率为 14.45%，一级资本充足率为 11.17%，核心一级资本充足率为 11.16%，资本充足。

市场风险管理方面，广州农商行依据《广州农村商业银行资金业务市场风险管理暂行规定》及《广州农村商业银行银行间市场金融市场业务风险管理规定》对金融市场业务条线的市场风险进行管理。同时，广州农商行形成了由董事会、高管层、合规与风险管理委员会、总行市场风险管理部门及业务部门组成的市场风险管理架构，形成了由业务部门、市场风险管理部门和内部审计部门组成的“三道防线”市场风险管理体系。

操作风险管理方面，广州农商行制订并发布了《广州农村商业银行合规报告实施细则》，进一步明确了操作风险报告路径、时效要求和职责分工，强化了风险识别和监控等管理要求，

加强银行内部操作风险管理。

总体来看，广州农商行公司治理持续规范，内控及风险管理体系逐步完善，主营业务发展势头良好，营业收入较快增长，整体资产质量保持良好水平。联合资信认为广州农商行作为本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招商银行股份有限公司广州分行（以下简称“招商银行”）。招商银行是经中国人民银行批准，于1987年3月组建成立的股份制商业银行。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。经过历次增资扩股，截至2014年末，招商银行股本总额252.2亿股，其中第一大股东为招商局轮船股份有限公司。

截至2015年6月末，招商银行资产总额52212.21亿元，其中贷款和垫款净额26461.57亿元；负债总额48883.03亿元，其中客户存款34417.92亿元；不良贷款率1.50%；不良贷款拨备覆盖率204.17%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率12.40%，一级资本充足率10.50%，核心一级资本充足率10.50%。2015年1月至6月，招商银行实现营业收入1041.35亿元，净利润331.69亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。截至2015年6月末，招商银行托管资产余额52934.17亿元，较年初增长49.40%；累计实现托管费收入19.13亿元，同比增长52.31%。托管产品项目数量9550个，较上年末增长23.43%。同时，招商银行曾在“洪元2014年第一期信贷资产证券化”、“滨海农商

2014年第一期信贷资产证券化”等多个证券化项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。

总体看来，招商银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富，联合资信评定其主体长期信用等级为AAA，展望为稳定。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

本交易的受托机构和发行人是安徽国元信托有限责任公司。国元信托是经中国银行业监督管理委员会批准设立的非银行金融机构，由安徽国元控股（集团）有限责任公司于2001年12月20日发起设立。截至2014年末，国元信托注册资本为20亿元，现有股东7家，持股比例前2位股东为安徽国元控股（集团）有限责任公司和深圳中海投资管理有限公司，持股比例分别为49.69%和40.38%。

截至2014年末，国元信托资产总额为50.15亿元；所有者权益48.34亿元；信托业务规模达到1641.96亿元；2014年实现营业收入10.25亿元，净利润6.68亿元。

近年来，国元信托按照“三会分设、三权分开、有效制约、协调发展”的要求，设立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层构建的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间的制衡机制。公司建立了全面覆盖业务管理、风险管理、财务管理、合规管理、合同管理、内部审计、责任追究、岗位问责等内控制度体系。

在风险管理组织建设方面，国元信托按照功能不同，划分为决策层、执行层和监督层；通过分离决策层、执行层、监督层，各层级履行各自专门职能，起到相互独立、相互制衡的作用。公司前中后台设置合理，有效分离，操作互相独立。各部门负责执行本部门职能范围内的具体风险管理事务。风险及合规管理部作

为风险管理职能部门，在公司层级化、专业化、多纬度的风险管理组织架构下统筹公司风险管理事务。

作为受托机构，国元信托在近两年积极拓

展证券化业务，并先后发行了多单信贷资产证券化信托。总体看，国元信托拥有一定的信托业务经验、稳健的财务实力，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，在约定的生效条件全部满足后将对各方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方均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；在相关监管部门分别依法对本项目备案、核准后，在《信托合同》约定的信托生效条件全部满足后，信托生效；法律意见书表明，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》中约定了相关的救济措施，可以有效缓释上述风险；信

托财产与受托人所有的财产和委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，信托财产均不属于其清算财产（委托人为信托的唯一受益人时权除外）；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支付信托利益的义务。

会计意见书表明：广州农商行将不需合并国元信托设立的特殊目的信托；广州农商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国元信托的信贷资产。

税务意见书表明：广州农商行转让其信贷资产的行为暂不征收营业税；本次交易信托财产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应按现行营业税的政策规定缴纳营业税，或按营业税改征增值税试点的政策规定缴纳增值税；投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入需要缴纳营业税；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。

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。

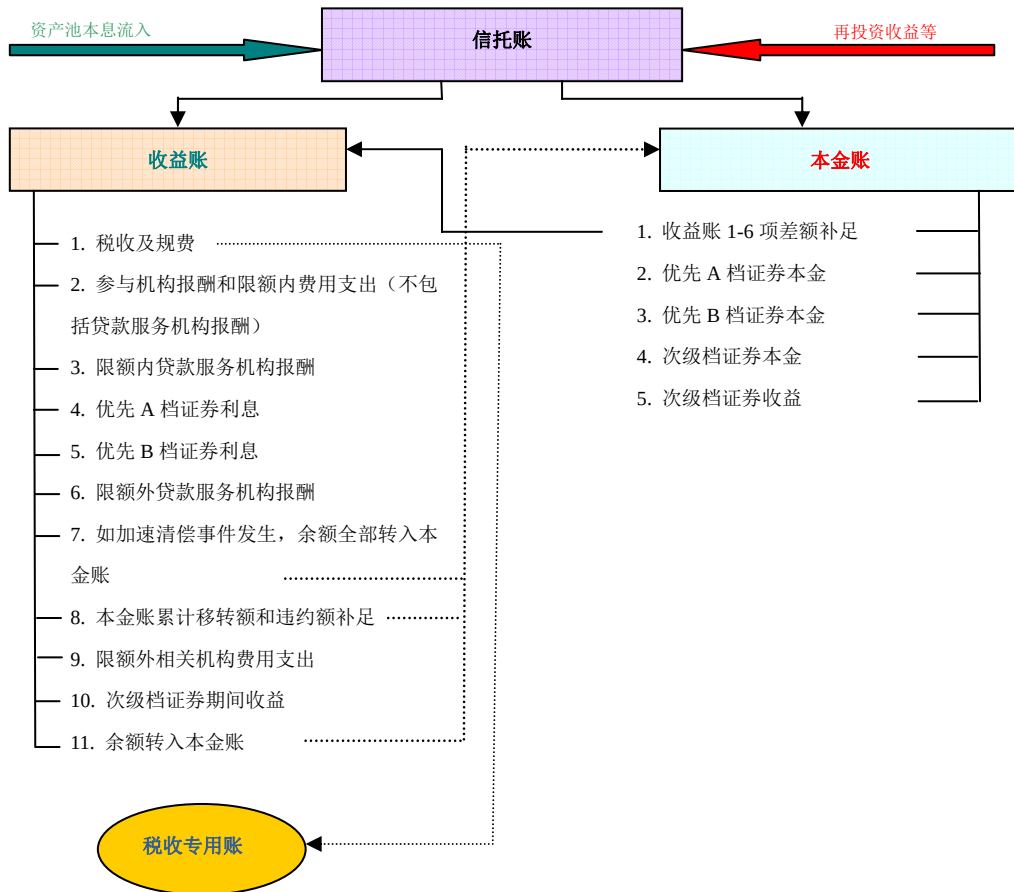
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及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和现金流分析的基础上确定“珠江2015年第一期信贷资产证券化信托”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。

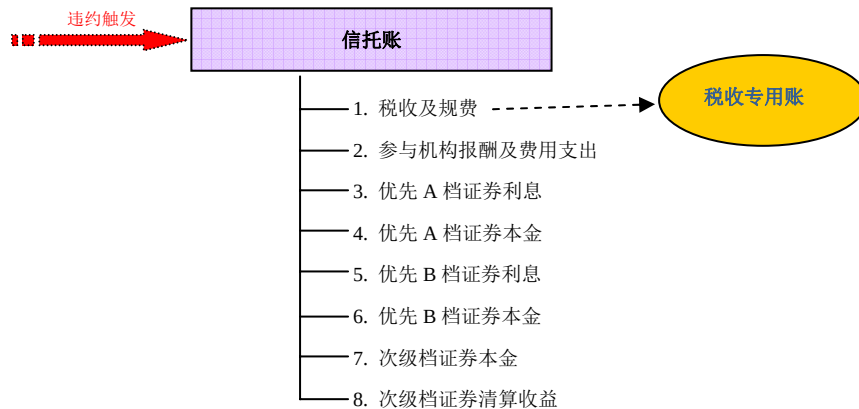
上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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。

联合资信评估有限公司关于 珠江 2015 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珠江 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先级证券的存续期。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珠江 2015 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，或发生可能对珠江 2015 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，或发生可能对珠江 2015 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，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珠江 2015 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珠江 2015 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。

