

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《恒金 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券》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。



信用等级公告

联合[2015] 615 号

联合资信评估有限公司通过对“恒金 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

恒金 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券

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 B 档资产支持证券的信用等级为 AA⁻

特此公告。



恒金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

单位：万元/%

证券名称	名义金额	总量占比	利率类型	信用级别
优先 A1档	120000.00	41.58	固定利率	AAA
优先 A2档	96700	33.51	固定利率	AAA
优先 B 档	32300.00	11.19	固定利率	AA ⁺
次级档	39600.00	13.72	固定利率	NR
合计	288600.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

评级时间

2015年7月8日

交易概览

信托财产初始起算日：2015年3月20日
证券法定到期日：2020年4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：恒丰银行股份有限公司288600万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：BBB⁺/BBB
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：恒丰银行股份有限公司
受托机构/发行人：长安国际信托股份有限公司
资金保管机构：中国民生银行股份有限公司
主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司

分析师

赖金昌 王鑫

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“恒金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（包括优先 A1档和优先 A2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、本期交易入池贷款全部为恒丰银行股份有限公司发放的正常类贷款，入池贷款资产质量较好。
- 2、本期交易资产池的加权平均现行利率为 6.83%，处于较高水平。
- 3、本期交易入池资产均设有担保措施，其中附带抵质押类担保措施的贷款未偿本金余额占资产池未偿本金总额的33.09%，有利于提高资产违约后的回收率。
- 4、本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券24.91%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13.72%的信用支持。
- 5、本期交易入池资产一共涉及49户借款人的

54笔贷款，其中仅一户借款人的未偿本金余额占比超过5%，占比为5.20%，前五大借款人未偿本金余额占比为21.17%，前十大借款人未偿本金余额占比为36.94%，入池资产借款人分散性较好。

- 6、本金账与收入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、本期交易入池贷款前三大行业贷款余额合计占比达47.75%，行业集中度较高，存在一定的行业集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型输入时通过提高相应行业的违约概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、入池贷款分布在山东省和江浙地区的未偿本金余额合计占比达到96.19%，地区集中度很高，考虑到该等地区近期的银行不良率持续上升，预计将存在一定的区域集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中考虑了地区经济形势的变化，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、本期交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金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、影响贷款违约及违约后回收的因素较多，

定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

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

- 5、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恒丰银行股份有限公司和发行人长安国际信托股份有限公司提供，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“恒金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
二零一五年七月八日

一、交易概况

1、交易结构

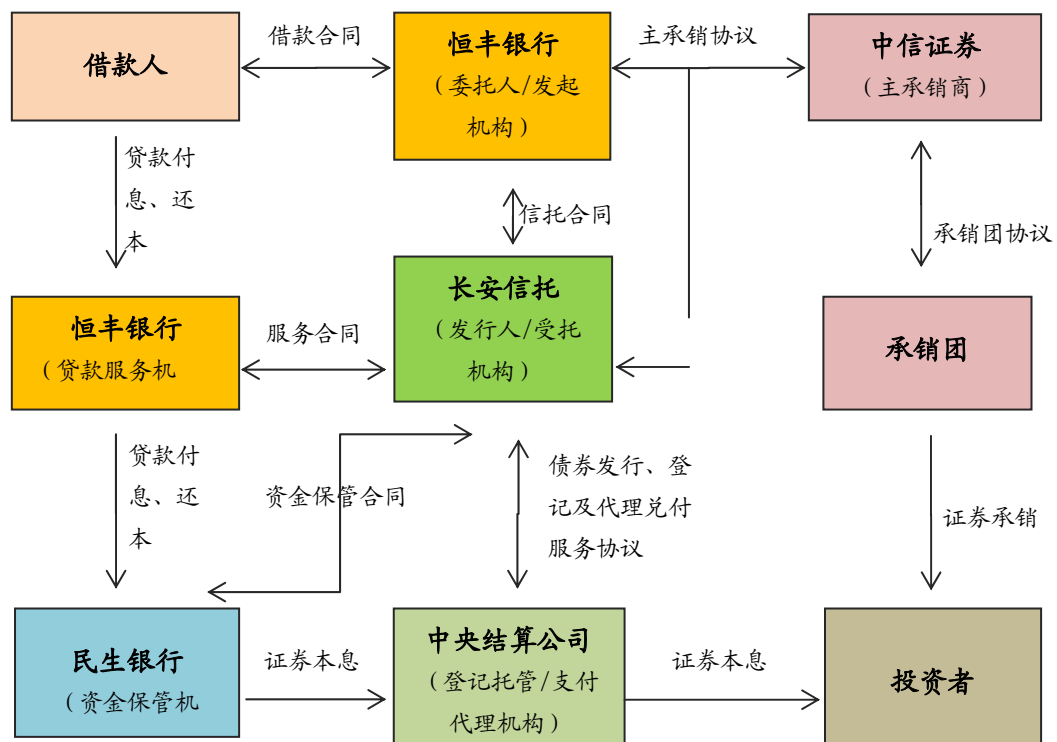
本期交易的发起机构恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的288600万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过长安国际信托股份有限公司（以下简称“长安信托”）设立“恒金2015年第一期信贷资产证券化信托”。长安信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档（包括优先 A1档、优先 A2档）、优先 B 档和次级档资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信

托受益权。

表1 交易参与机构

委托人/发起机构：恒丰银行股份有限公司
发行人/受托机构：长安国际信托股份有限公司
贷款服务机构：恒丰银行股份有限公司
资金保管机构：中国民生银行股份有限公司
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/税务顾问：信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市环球律师事务所（特殊普通合伙）
主承销商：中信证券股份有限公司
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（包括优先A1档、

优先A2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，享有优先级信托受益权；次级档证券享有次级信托受益权。

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档和优先B档证券均按季支付利息，在优先档证券全部偿付完毕之前，次级档证券可按季取得期间收益，在优先档证券清偿完毕后，次级档证券将不再获得期间收益。优先A档证券本金的偿付根据是否发生加速清偿事件有所区别，具体而言，1)在加速清偿事件发生前，若支付日是优先A1档证券的预期到期日，首先支付优先A1档证券当期应付的全部本金，然后按过手方式支付优先A2档证券本金；若支付日不是优先A1档证

券的预期到期日，则按过手方式支付优先A2档证券全部本金；然后支付A1档证券本金。

2)在加速清偿事件发生后，则同顺序按比例以过手方式支付优先A1档、优先A2档证券全部本金。

除发起机构持有不低于各档证券发行规模5%以外，其余证券将采取簿记建档方式发行。

优先A档证券和优先B档证券均采用固定利率，具体票面利率根据簿记建档结果确定；计息期间实行分段计息。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	信用评级	本金偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A1档	AAA	固定摊还	120000	41.58	固定利率	2016年1月26日	2020年4月26日
优先 A2档	AAA	过手摊还	96700	33.51	固定利率	2016年4月26日	2020年4月26日
优先 B 档	AA	过手摊还	32300	11.19	固定利率	2016年4月26日	2020年4月26日
次级档	NR	过手摊还	39600	13.72	—	2018年4月26日	2020年4月26日

注：NR——未予评级。

3、基础资产

本期交易的入池资产涉及发起机构恒丰银行向49户借款人发放的54笔人民币公司贷款。截至初始起算日（对于2015年3月20日当日或之前发放的贷款，指2015年3月30日；对于2015年3月20日之后发放的贷款，指贷款发放基准日，贷款发放基准日为2015年4月8日），入池贷款的未偿本金余额为人民币288600万元。

根据信托合同约定，本期交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔“贷款”及其“附属担保权益”而言（1）各笔贷款均为恒丰银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（2）恒丰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）各笔贷款均为恒丰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；（7）各笔贷款如涉及最高额保证、最高额抵押、最高额质押的，则截至信托设立日，该最高额担保的决算期已经届满或该最高额担保所担保的主债权已经确定或担保人同意就设立信托的该等贷款对应的担保权益全部转让给受托人并继续承担担保责任；

（8）同一借款合同项下的各笔贷款已经全部发放完毕，且同一借款合同项下的贷款的未偿款项（包括但不限于未偿本金和利息）全部入池；（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恒丰银行指定的信贷资产质量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2015年4月8日，每笔贷款的合同到期日不早于2015年9月20日且不迟于2018年2月8日。

初始起算日资产池概要统计如表3：

表3 资产池概况

资产池初始贷款规模	288600.00万元
资产池未偿本金余额	288600.00万元
借款人户数	49户
贷款笔数	54笔
单笔贷款最大未偿本金余额	13100.00万元

二、基础资产分析

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

1、入池贷款质量分布

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

2、入池贷款担保性质分布

本期交易入池贷款的担保性质分布如表4所示：

表4 入池贷款担保性质分布 单位：万元/%

担保性质	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
------	-------	--------	------

单户贷款最大未偿本金余额	15000.00万元
加权平均现行贷款利率	6.83%
加权平均初始贷款期限	14.21个月
入池贷款加权平均贷款账龄	2.89个月
入池贷款加权平均剩余期限	11.32个月
单笔贷款最短剩余期限	5.46个月
单笔贷款最长剩余期限	34.65个月
资产池加权平均信用级别	BBB ⁺ /BBB

注：①初始贷款期限是指贷款发放日至贷款到期日的时间区间，初始贷款期限=（贷款到期日-贷款发放日）÷365×12。

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=（贷款到期日-资产池初始起算日）÷365×12。

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=（资产池初始起算日-贷款发放日）÷365×12。

④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。

保证	35	193100.00	66.91
质押	3	28900.00	10.01
保证+抵押	10	56600.00	19.61
保证+质押+质押	1	10000.00	3.47
合 计	49	288600.00	100.00

可以看出，本期交易入池的资产均为非信用类贷款，且部分资产有多重担保方式，其中，抵质押担保物多为房产，应收账款和存单，风险缓释效果较好。综合来看，本期交易入池的资产担保情况很好，在一定程度上降低了回收风险。

3、入池贷款借款人影子评级

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池贷款的信贷资料，对本期交易入池贷款借款人的信用风险进行了评估。对于有保证人的借款人，联合资信对其进行信用风险评估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

级别。资产池借款人最终影子评级结果如表5所示：

表5 借款人影子评级分布 单位：万元/%

影子级别	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
AA ⁺	4	32000.00	11.09
AA	11	59500.00	20.62
AA ⁻	6	36500.00	12.65
A ⁺	6	42700.00	14.80
A	4	26000.00	9.01
A ⁻	5	24100.00	8.35
BBB ⁺	10	49000.00	16.98
BBB	2	9283.00	3.22
B	1	9517.00	3.30
合 计	49	288600.00	100.00

根据上述影子评级结果及借款人未偿本金余额占资产池未偿本金余额的比重，并结合信用等级量化因子，联合资信评定本期交易资产池加权平均信用级别介于 BBB⁺和 BBB 之间，记为 BBB⁺/BBB。该结果表明资产池整体信用质量一般。

4、入池贷款借款人集中度

截至初始起算日，本期交易入池贷款前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 36.94%，前五大借款人未偿本金余额占比为 21.17%，最大借款人未偿本金余额占比为 5.20%。未偿本金余额占比超过5%的借款人情况如表6所示：

表6 未偿本金余额占比超过5%的借款人情况 单位：万元/%

序号	未偿本金余额	金额占比	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	15000.00	5.20	15000.00	12.13	10.43	商务服务业	江苏省	保证	AA ⁺
合计	15000.00	5.20	15000.00	12.13	—	—	—	—	—

注：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）/30。

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）/30，下同；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。

③金额占比加总不等于合计数为四舍五入所致，下同。

可以看出，本期交易仅一户借款人未偿本金余额占比超过5%，借款人分散性较好。且上述借款人的贷款为恒丰银行正常类贷款，截至初始起算日未出现拖欠或违约。联合资信在违约模型中，通过提高该借款人的违约率等手段反映借款人集中风险。

5、入池资产本金偿付方式

本期交易入池资产本金偿付方式均为到期一次偿还，相较于分期偿还，此类资产的到期还本压力较大，具体分布如表7所示：

表7 入池资产本金偿付方式 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	54	211700.00	100.00
合 计	54	288600.00	100.00

6、入池资产利息偿付方式

本期交易入池资产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 入池资产利息偿付方式 单位：万元/%

付息方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
按月付息	52	278600.00	96.53
按季付息	2	10000.00	3.47
合 计	54	288600.00	100.00

7、入池贷款利率类型

本期交易入池贷款利率类型如表9：

表9 入池贷款利率类型 单位：万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
固定利率	54	288600.00	100.00
合 计	54	288600.00	100.00

可以看出，本期交易入池贷款利率类型均为固定利率，与优先档证券的利率类型相匹配。

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6.83%，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
(5.5%,6.0%]	1	10000.00	3.47
(6.0%,6.5%]	7	46000.00	15.94
(6.5%,7.0%]	31	152200.00	52.74
(7.0%,7.5%]	12	64400.00	22.31
(7.5%,8.0%]	2	10500.00	3.64
8.0%以上	1	5500.00	1.91
合 计	54	288600.00	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2.89个月，最短账龄0个月，最长账龄9.44个月，具体分布如表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]	261800.00	90.71
(6,12]	26800.00	9.29
(12,18]	0.00	0.00
合 计	288600.00	100.00

注：①账龄是指贷款实际发放日至资产池初始起算日的时间区间，账龄=（资产池初始起算日—贷款实际发放日）/365×12，如果贷款实际发放日在资产池初始起算日之后，则账龄记为0，

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。

可以看出，本期交易入池贷款的账龄大部分分布在6个月以内，占90.71%，账龄很短。

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11.32个月，最短剩余期限为5.46个月，最长剩余期限为34.65个月，加权平均剩余期限较短。入池贷款剩余期限具体分布如表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]	11000.00	3.81
(6,12]	248700.00	86.17
(12,18]	0.00	0.00
(18,24]	0.00	0.00
(24,30]	15800.00	5.47
(30,36]	13100.00	4.54
36以上	0	0.00
合 计	288600.00	100.00

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，剩余期限=（贷款合同到期日—资产池初始起算日）/365×12。

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如表13所示：

表13 借款人行业分布 单位：万元/%

行业	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
商务服务业	7	51500.00	17.84
批发业	8	50800.00	17.60
土木工程建筑业	5	32500.00	11.26
水的生产和供应业	3	23700.00	8.21
房地产业	2	17000.00	5.89
房屋建筑业	3	11600.00	4.02
化学纤维制造业	2	11000.00	3.81
公共设施管理业	2	10000.00	3.47
有色金属冶炼和压延加工业	1	10000.00	3.47
燃气生产和供应业	2	9000.00	3.12
汽车制造业	2	8000.00	2.77
通用设备制造业	1	8000.00	2.77
水上运输业	2	7000.00	2.43
专业技术服务业	1	6500.00	2.25
零售业	1	5000.00	1.73
农副食品加工业	1	5000.00	1.73
电气机械和器材制造业	1	5000.00	1.73
纺织服装、服饰业	1	4000.00	1.39
化学原料和化学制品制造业	1	4000.00	1.39
电力、热力生产和供应业	1	3000.00	1.04
非金属矿物制品业	1	3000.00	1.04
铁路、船舶、航空航天和其他	1	3000.00	1.04

运输设备制造业			
合 计	49	288600.00	100.00

入池资产中未偿本金余额占比最高的行业为批发业，占17.84%。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 B 至 AA⁺。本期交易中该行业借款人主要从事通用机器设备和配套，汽车零部件和建筑材料批发。批发业的销售产品多为生产、生活资料，行业的发展与全社会的生产及生活活动紧密相关。2014年，中国国内生产总值636462亿元，比上年增长7.4%；农村居民人均可支配收入10489元，比上年增长11.2%，扣除价格因素，实际增长9.2%；城镇居民人均可支配收入28844元，比上年增长9.0%，扣除价格因素，实际增长6.8%。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。2014年，我国分行业固定资产投资（不含农户）数据显示，批发和零售业投资额为15669亿元，较上年增长25.7%。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保持了较好的发展势头，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。

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17.60%。联合资信对资产池中该行业的借款人评定的影子级别区间为 BBB⁺至 AA⁺。具体从资产池来看，该行业借款人大多为国有控股企业，主要有地方土地资源开发、专用园区的用地与配套租赁和物业管理以及城市基础设施的代建和改造的投资开发公司。国家统计局数据显示，2014年，租赁和商务服务业固定资产投资额为7970亿元，较上年增长36.2%，增速在所有行业中位列第二。高速的投资增长率反映了行业的发展潜力。该行业借款人多为投资型公司，根据宏观政策导向投资于不同的建设工程。鉴于商务服务业借

款人的业务多样性高，并始终紧跟政策导向调整投资方向，该行业将会保持平稳发展。

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土木工程建筑业，占11.26%。联合资信对资产池中土木工程建筑业的借款人评定的影子级别介于 BBB⁺至 AA。本期交易中该行业借款人主要从事城市基础设施工程、路桥工程和港口工程建设。2014年，全国建筑业固定资产投资总额完成4450亿元，比上年增长27.2%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

总体来看，本期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，部分占比较高行业缺乏增长动力，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借款人所适用的参数做了相应的调整以反映该风险。

12、入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人主要分布在江苏省、山东省和浙江省，其中江苏省贷款余额占比最大，达到41.13%。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：万元/%

地区	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
江苏省	20	118700.00	41.13
山东省	15	91900.00	31.84
浙江省	12	67000.00	23.22
福建省	2	11000.00	3.81
合计	49	288600	100.00

借款人未偿本金余额占比最高的地区为江苏省，占41.13%。根据国家与地方统计局相关数据，2014年，江苏省实现地区生产总值

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%，财政支出结构持续优化。江苏省作为东部沿海地区的经济大省，在2014年国内经济下行压力加大，进出口贸易增长趋于疲软的情况下仍能保持高于全国平均水平的经济增长速度实属不易。特别是第二产业的增长，有效地抵抗了来自外部的经济冲击。总体来看，江苏省经济正处于转型升级中且保持较快增长。

借款人未偿本金余额占比第二高的地区为山东省，占31.84%。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%。山东省经济运行中存在着经济下行压力较大等问题，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，银行业金融机构不良贷款率（2014年末为1.86%）高于全国水平，且其增长速度也为全国第一。总的来看，山东省经济总体保持稳步增长，但目前处于经济结构调整过程中，转型升级成效待关注。

借款人未偿本金余额占比第三高的地区为浙江省，占23.22%。根据国家与地方统计局相关数据，2014年，浙江省实现生产总值40154

亿元，同比增长7.6%，其中，第一产业增加值1779亿元，第二产业增加值19153亿元，第三产业增加值19222亿元，分别增长1.4%、7.1%和8.7%。规模以上工业增加值12543亿元，同比增长6.9%，其中高新技术和装备制造业增加值分别占比34.1.6%和34.5%，增幅均高于规模以上工业。另外，根据浙江省统计局《2014年浙江经济发展报告》，浙江省全年新产品产值率为29.2%，比上年提高3.6%。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、素质性问题制约，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力不够强，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。

总体来看，本期交易借款人所分布的两大主要地区经济发展健康、平稳。同时，考虑到山东和江浙地区近期以来银行信贷不良率持续走高，联合资信在资产池违约模型中调整了地区相关参数，以体现区域经济波动对贷款组合信用风险的影响。

10、宏观经济及外部环境

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

三、交易结构分析

本期交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本期交易

安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

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，并在信托账下设立三个子账，即“收益账”、“本金账”和“税收专用账”。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

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个工作日内，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8%；(f) 优先 A1 档证券的预期还本日一个信托分配日按照信托合同的约定无法足额分配优先 A1 档证券在相应的预期还本日应付的本金；(g) 优先 A2 档证券的预期到期日前第一个信托分配日，按照信托合同的约定无法足额分配优先 A2 档证券的未偿本金金额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(f) 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；(g) 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；(h) 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；(i) 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。

(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，收益账项下资金在顺序支付税收规费、支付代理机构报酬、其它各机构报酬及限额内费用、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、累计未补足违约本金、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；本金账项下资金首先用于弥补收益账税费、各机构服务报酬及限额内费用、限额内贷款服务机构报酬、优先档证券利息、限额外贷款服务机构报酬，然后用于优先 A 档证券本金（支付日是优先 A1 档证券的预期还本日，则首先支付优先 A1 档证券全部本金，然后按过手方式支付优先 A2 档证券本金；若支付日不是优先 A1 档证券的预期还本日，则按过手方式支付优先 A2 档证券本金；若优先 A2 档证券的本金清偿完毕，则支付优先 A1 档证券本金）、优先 B 档证券本金及次级档证券本金的顺序偿付，最后用于支付次级档证券的次级收益；在发生“加速清偿事件”的情况下，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并用于本金账项下的支付。“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，并用于顺序偿付税费、支付代理机构报酬、各机构费用和服务报酬、贷款服务机构服务报酬（如果该违约事件是贷款服务机构直接或间接引致的，则支付顺序位列优先 B 档证券利息和本金的支付之后）、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金，以及次级档证券本金，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 24.91%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 13.72%。

（2）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，超额利差通过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费、各机构报酬及限额内费用、优先档证券利息、贷款服务机构报酬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，在顺序偿付税费、机构费用和服务报酬、贷款服务机构服务报酬之后，直接用于证券利息和本金的偿付，实现超额利差对证券本金的信用支持。

（3）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。

（4）清仓回购安排

本期交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：

（a）信托资产的未偿本金余额总和在回购起算日二十四时降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下，且（b）截止回购起算日二十四时剩余信托财产的市场价值不小于信托税收、费用、服务报酬以及优先档资产支持证券的本金及利息与次级档资产支持证券的未偿金额减去累计净损失差值（当差值小于 0 时取 0）之和

时。

4、交易结构风险分析

(1) 抵销风险

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

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恒丰银行的违约风险。

恒丰银行营业水平和财务状况稳健，管理水平较高，联合资信给予了恒丰银行很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，发起人恒丰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，本期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。

当评级机构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计算日后的第5个工作日；自任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 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。作为贷款服务机构，恒丰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

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) 利率风险

本期交易入池贷款利率类型均为固定利率，与优先档证券采用的利率类型一致，可以看到，本期交易入池贷款利率和优先档证券利率在类型上完全匹配，不存在因利率波动或调整时间不同而导致利率风险的可能性。联合资信通过压力测试测算了当前市场环境可能出现的各种票面利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明不同的票面利率对优先档证券的信用影响较小。

(6) 尾端风险

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

本期交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构恒丰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，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级很高的资金保管机构。合格投资指受托人将保管资金以同业存款方式存放于主体长期信用等级高于或等于

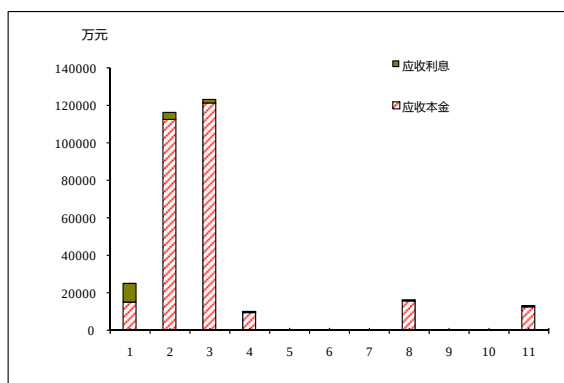
联合资信评定的 AA 级和中债资信评定的 AA⁺ 级的除发起机构和贷款服务机构之外的商业银行，或将保管资金运用于与联合资信评定级别高于或等于 AA 且中债资信评定级别高于或等于 AA 的交易对手之间进行的期限不超过3个月的银行间国债现券逆回购和银行间政策性金融债逆回购，且逆回购交易对手的主体长期信用等级应等于或高于由联合资信评定的 AA 级或由中债资信评定的 AA⁺ 级。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

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。

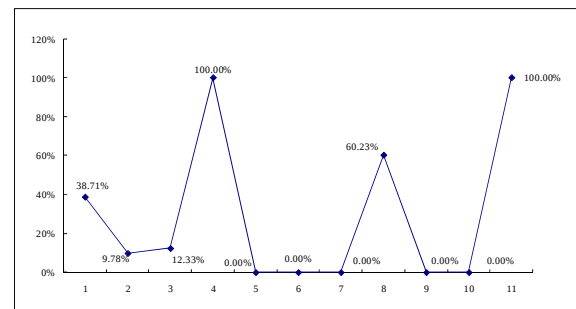
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入结果如图2所示：

图2 正常情况下资产池本息流入



各收款期内单户最高还本额占当期还本总额的比例如图3所示：

图3 各期单户最高还本额占总还本额之比



从图3可以看出，总共有第4、8、11期收款期间单户最高还本额占比超过50%。若该等借款人在当期出现拖欠或者违约，对证券的流动性风险影响较大。但由于正常情况下优先档证券在第3期即全部偿付完毕，该等借款人的违约不会影响优先档证券本息的兑付。

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

表15 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	13.43%	24.99%

AA ⁻	12.74%	27.49%
-----------------	--------	--------

RDR: 目标评级违约率; RRR: 目标评级回收率。

联合资信在现金流分析中对本期交易入池资产采用的违约时间分布如表13所示:

表16 违约时间分布

时间	违约分布
第1年	65.71%
第2年	28.97%
第3年	5.32%
总计	100.00%

联合资信根据本期交易规定的现金流偿付顺序, 构建了专用于本期交易的现金流分析模型, 并在经济运行情况分析以及资产池信用特征分析的基础上, 对现金流进行多种情景下的压力测试。联合资信主要的压力测试手段包括违约时间前置、模拟集中违约、缩小利差支持、增加提前还款比例、降低回收率等。从压力测试的结果来看, 优先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。

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	优先 A-1档证券预期发行利率5.20%	利差减少200个 BP
	优先 A-2档证券预期发行利率5.20%	利差减少200个 BP
	优先 B 档证券预期发行利率5.70%	利差减少200个 BP
提前还款比例	30%/年	测试0%--35%/年的区间
回收率	优先 A 档证券0%	-
	优先 B 档证券20%	优先 B 档证券降至0%
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

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

恒丰银行成立于2003年, 前身是1987年成立的烟台住房储蓄银行。截至2014年末, 恒丰银行前三大股东及持股比例分别为: 烟台蓝天投资控股有限公司持股21.73%, 新加坡大华银行有限公司持股12.76%, 南山集团有限公司持

股7.67%。

根据恒丰银行年报的合并报表口径, 截至2014年末, 恒丰银行资产总额8485.55亿元, 其中贷款和垫款净额2329.58亿元; 负债总额8065.68亿元, 其中客户存款余额4766.26亿元; 股东权益419.88亿元; 不良贷款率0.94%; 拨备覆盖率266.61%; 资本充足率11.14%, 核心一级资本充足率8.71%。2014年, 恒丰银行实现营业收入198.19亿元, 净利润71.70亿元。

近年来, 恒丰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, 恒丰银行建立了一套

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。恒丰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，恒丰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，恒丰银行从完善外汇业务流程、加强外汇交易授权及审批制度、对外汇交易和外币拆放业务限额实施严格的敞口头寸管理等方面，不断完善全行外汇资金业务风险管理，提高管理能力。通过合理安排外币资金的来源和运用以最大限度减少潜在的货币错配。同时，恒丰银行在经营中对宏观经济形势及市场利率水平进行适时分析和预测根据预测提前调整本行相关资产负债的结构和期限，降低因利率变动而引起的风险。

银行资产证券化方面，恒丰银行制定了《恒丰银行股份有限公司银行信贷资产证券化业务操作规程》等内部控制管理办法，并将信贷资产证券化业务风险管理纳入总体风险管理体系，持续有效地识别、计量、检测和控制各类相关风险；建立了信息提供、资金划付等工作的业务操作流程和内部规章制度，建立了严格的内部监督审核机制，确保严格履行相关合同义务。

总体来看，恒丰银行公司治理规范、财务

状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强。联合资信评定恒丰银行的长期主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。联合资信认为恒丰银行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，将有效保障入池贷款组合的信用表现并为本期交易提供良好的相关服务。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）。民生银行成立于1996年1月，2000年12月在上海证券交易所挂牌上市。

截至2014年末，民生银行资产总额40151.36亿元，股东权益合计2401.42亿元；不良贷款率1.17%，拨备覆盖率182.20%，资本充足率10.69%，核心一级资本充足率8.59%；2014年，民生银行实现营业收入1354.69亿元，净利润445.46亿元。

截至2014年末，民生银行共托管了6家机构发起的9期资产证券化产品，总规模达到619.45亿元，新增产品数量和规模均居行业第一。

考虑到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

本期交易的受托机构/发行人是长安国际信托有限公司（以下简称“长安信托”）。长安信托成立于1986年3月，注册资本为人民币13.46亿元，公司前三大股东分别为西安投资控股有限公司、上海证大投资管理有限公司和上海淳大资产管理有限公司，持股比例分别为40.44%、29.66%、13.63%。截至2014年末，长安信托自营资产规模542809.63万元，信托资产总计28166302.65万元。实现营业总收入18.87亿元，实现净利润9.60亿元。

长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。截至2014年末，长安信托受托资产总额2816.63亿元。长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。

总体来看，长安信托财务实力稳健、内控及风险管理成效良好，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由发起机构处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本期交易的各方机构具有完全的民事能力签署、交付和履行所有的交易文件；该交易文件符合法律法规的规定，在约定的生效条件满足后将对方构成合法的、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，发起机构就签署、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；在银监会和人民银行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。信托一经生效，委托人对贷款债权的转让及其附属担保权益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附属保证权益（如有）随贷款债权同时转让。发生权利完善事件时，委托人或受托人根据信托合同将债权转让的事实通知给债权人后，该债权的转让即对债权人发生法律效力。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，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产。根据《信托合同》发行的资产支持证券仅代表信托收益权的相应份额，该等资产支持证券不构成任何机构对投资者的负债，证券持有人的追索权仅限于信托财产，发起机构除《信托合同》明确约定的职责外不为本交易可能产生的其他损失承担义务和责任。

联合资信收到的会计意见书表明：恒丰银行将特殊目的信托纳入其合并财务报表的合并范围，同时按照其对被转移资产的继续涉入程度确认资产及负债。税务意见书表明：本次交易信托财产取得的贷款利息收入、机构投资者买卖取得的价差收入按规定征收营业税；相关服务机构取得的服务报酬按现行规定征收营业税或增值税；企业所得税仍按现行企业所得税政策规定征收，印花税在全部环节暂免征收。

目前，国内的信贷资产证券化仍处于初步发展阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

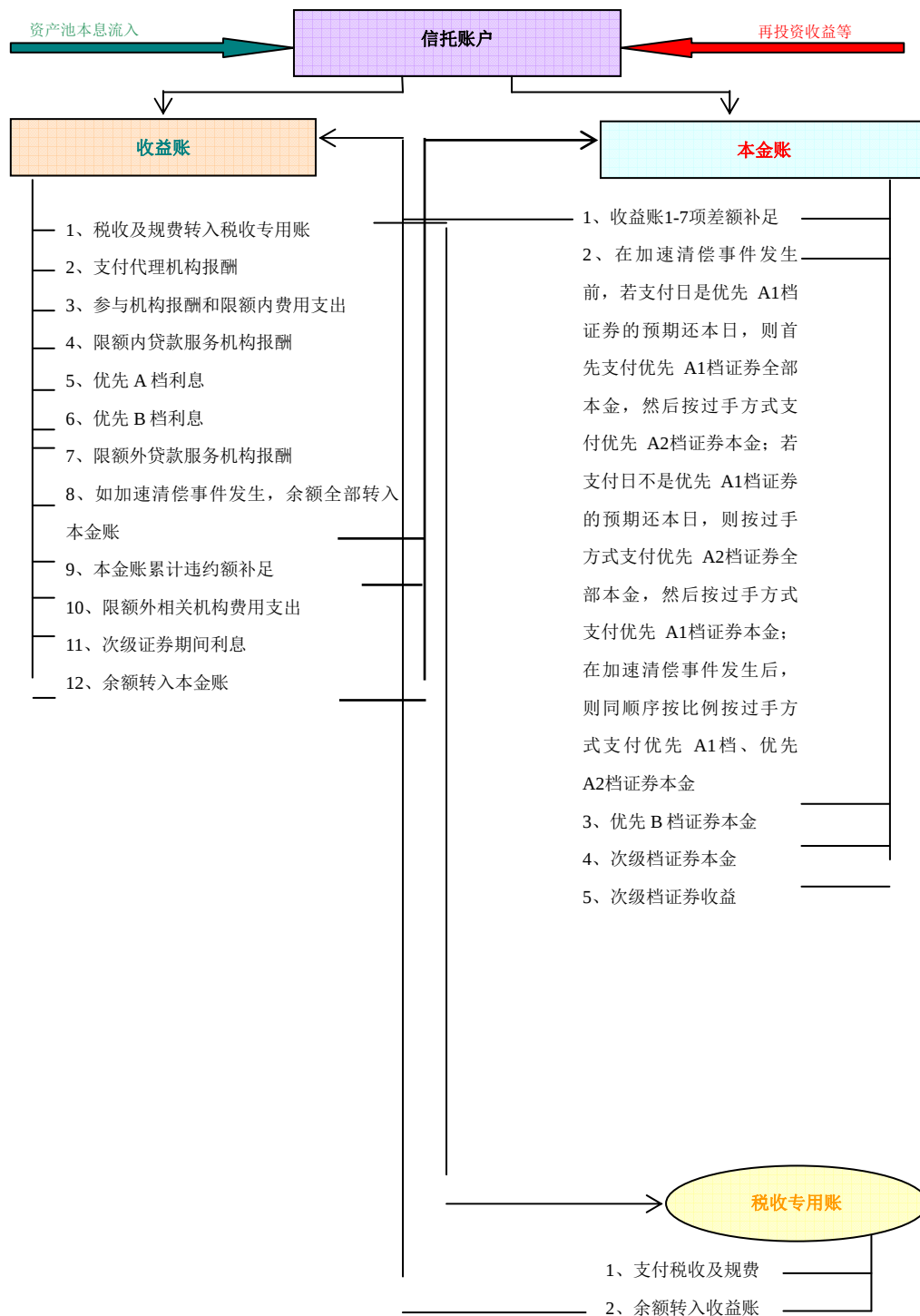
七、评级结论

联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，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“恒金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（包括优先 A1档、优先 A2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。

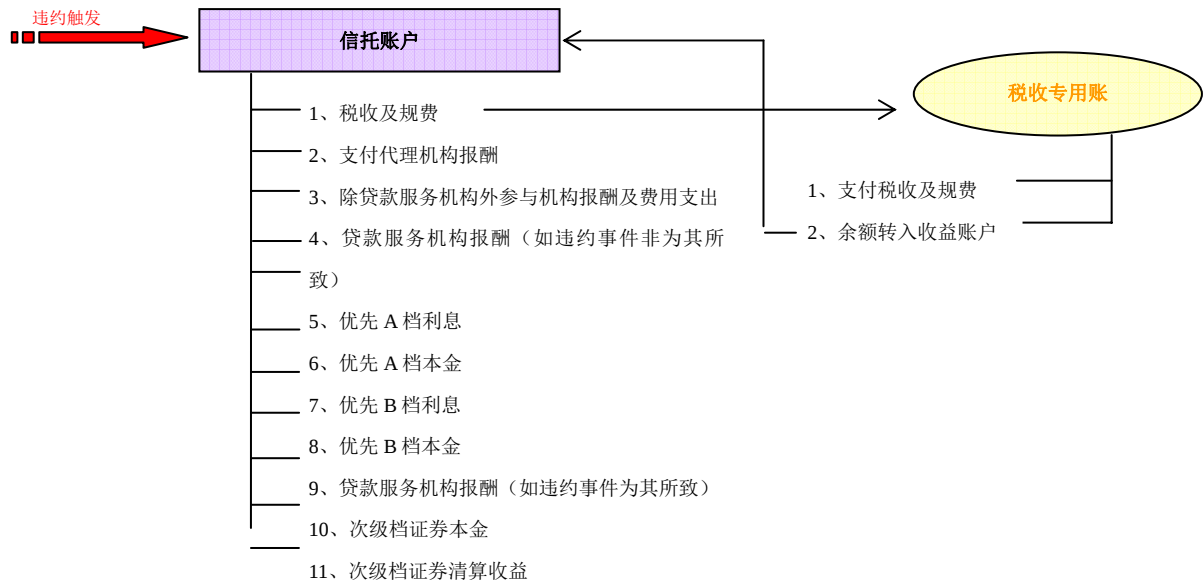
上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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 恒金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恒金2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先档的存续期。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恒金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，或发生可能对恒金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，或发生可能对恒金2015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恒金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恒金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。

