

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《工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。



信用等级公告

联合〔2019〕2443 号

联合资信评估有限公司通过对“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估,确定“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月二日



工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券信用评级报告

评级结果

证券名称	金额(万元)	占比(%)	信用级别
优先档	34500.00	78.95	AAA _{sf}
次级档	9200.00	21.05	NR
合计	43700.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2019 年 4 月 30 日 24:00
证券法定到期日：2024 年 6 月 26 日
载体形式：特殊目的信托
标的债权资产：中国工商银行股份有限公司持有的未偿本息费余额为 338935.81 万元的不良类信用卡债权、抵债资产以及由此转化的其他相关权益
信用提升机制：优先/次级结构、信托流动性储备账户、外部流动性支持机制、触发机制
委托人/发起机构：中国工商银行股份有限公司
受托机构/发行人：中铁信托有限责任公司
贷款服务机构：中国工商银行股份有限公司
流动性支持机构：除发起机构以外的全部次级档资产支持证券实际投资人
资金保管机构：中信银行股份有限公司济南分行

评级时间

2019 年 8 月 2 日

分析师

何亮甫 张睿君 王笛

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）基于发起机构提供的基础资产相关资料及现场尽职调查所获信息，对本交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、参与机构的服务能力、现金流分析及压力测试进行了综合分析。

本交易基础资产全部为信用卡个人消费类不良贷款。单户借款人未偿本息费总额占比及联合资信预测回收额占比均不超过 0.05%，分散性良好。基于中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）历史信用卡个人消费类不良贷款的回收数据，以及未来宏观经济、催收环境及政策的变化预测，联合资信估计确定了本交易入池贷款的毛回收率¹为 14.91%。此外，本交易设置了信托流动性储备账户，且在过渡期内资产池就已产生了一定金额的现金回收。这将有助于及时补充流动性储备账户，较好地缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。整体看，本交易优先档资产支持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。

综合考虑上述因素，联合资信评定“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评级。

优势

1. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，联合资信预测在一般情景下，本交易入池贷款的毛回收率为 14.91%，即毛回收现金 50534.69 万元，本交易优先档资产支持证券发行规模为 34500.00 万元，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。

¹ 毛回收率=未扣除处置费用的资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额。

- 截至 2019 年 6 月末, 过渡期内已实现回收 12446.66 万元, 占预计回收总金额 24.63%, 这有助于优先档资产支持证券的较快兑付和首期流动性储备账户的补充, 一定程度上降低了证券兑付风险和流动性风险。
- 本交易设置了信托流动性储备账户和外部流动性支持条款, 能够较好缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。
- 本交易入池贷款共计 298970 笔, 涉及 288168 户债务人, 单户债务人未偿本息费总额占比及联合资信预测回收额占比均不超过 0.05%, 分散性良好。
- 本交易中设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制, 有助于促使贷款服务机构勤勉尽职, 进而有利于提高资产池的回收率。
- 贷款服务机构对资产池相关信息比较了解, 且具有丰富的不良贷款处置经验, 能够较好规避信息不对称、处置不及时所带来的回收风险。

关注及风险缓释

- 本交易入池贷款为不良信用卡债权, 未附带抵押或质押担保, 相较于附带抵押\质押物的不良资产, 单笔不良债权的回收不确定性较大。
风险缓释: 信用卡债权具有金额小、数量大、分散性好的特点, 在资产池的资产数量较多的情况下, 整体回收水平相对稳定, 且可以通过统计分析历史数据的方法进行估计, 这将有助于缓释本交易不良债权现金流回收的不确定性风险。
- 影响不良贷款处置的因素较多且较复杂, 各种事先难以预计的偶然性因素发生, 将导致预测的回收金额及回收时间存在很大

的不确定性。

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构中国工商银行股份有限公司和发行人中铁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中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司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，未因中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”优先档资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有的截至初始起算日未偿本息费余额为338935.81万元的不良类信用卡债权、抵债资产（如有）以及由此转化的其他相关权益（如有）作为标的债权资产（其中，抵债资产及其他相关权益特指初始起算日二十四点之后产生的），采用特殊目的信托载体机制，通过中铁信托有限责任公司（以下简称“中铁信托”）设立“工元至诚2019年第五期不良资产证券化信托”。中铁信托以受托的标的债权资产为支持在全国银行间债券市场发行优先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该信

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：中国工商银行股份有限公司
受托机构/受托人/发行人：中铁信托有限责任公司
贷款服务机构：中国工商银行股份有限公司
资金保管机构：中信银行股份有限公司济南分行
联席主承销商：广发证券股份有限公司、中泰证券股份有限公司
簿记管理人：广发证券股份有限公司
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：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京大成律师事务所（特殊普通合伙）
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
流动性支持机构：除发起机构以外的全部次级档资产支持证券实际投资人
财务顾问：工银瑞信投资管理有限公司

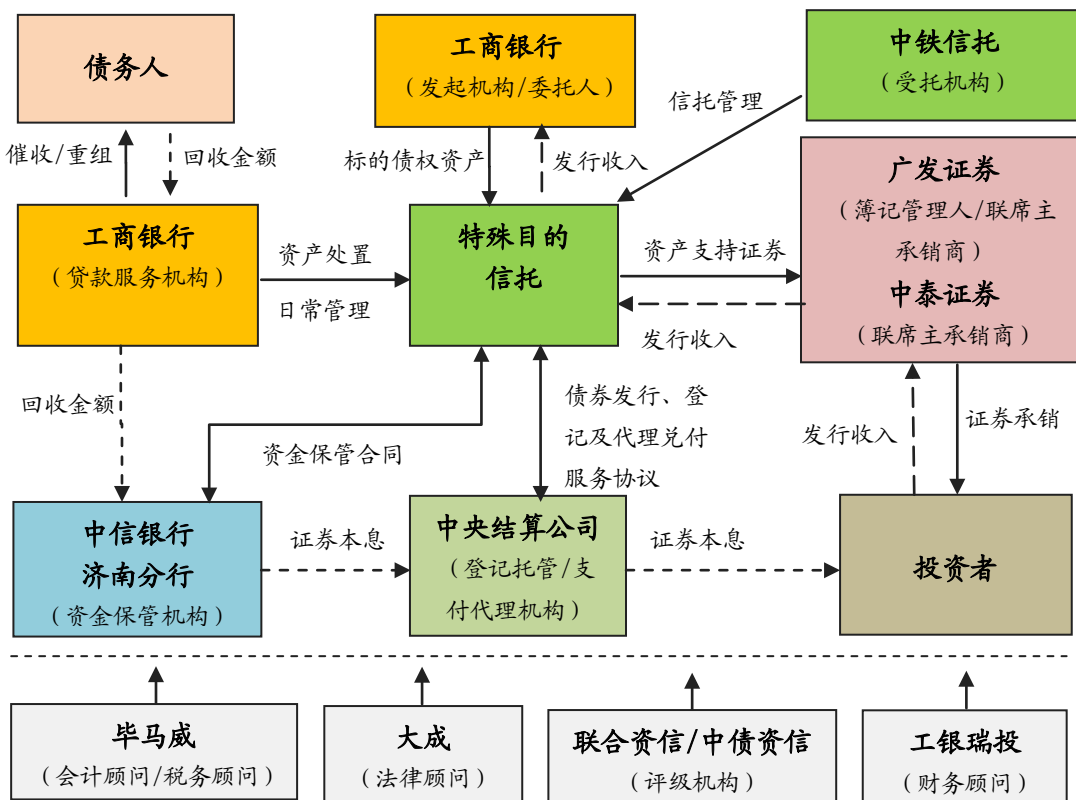


图1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先档和次级档资产支持证券（以下简称“证券”），其中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。优先档证券按季支付利息，次级档证券不获取期间收益；在优先档证券清偿完毕后，次级档证券按约定获取相应收益。优先档和次级档证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。

优先档和次级档证券均采用簿记建档方式

发行（向发起机构定向发行的部分除外）。优先档证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定；次级档证券不设票面利率，在次级档证券本金清偿完毕后，次级档证券获得固定资金成本；支付完所有次级档证券本金、次级档证券固定资金成本和贷款服务机构垫付的超额处置费用之后剩余金额的80%作为超额奖励服务费支付给贷款服务机构，其中超额处置费用系指在某一个收款期间内，贷款服务机构实际支出的处置费用超出该收款期间处置收入3%的部分，其余金额全部作为次级档证券的收益。

表2 资产支持证券概况（单位：万元、%）

证券名称	发行规模	占比	利率类型	本息偿付方式	预期到期日	法定到期日
优先档	34500.00	78.95	固定	按季付息，过手还本	2020/9/26	2024/6/26
次级档	9200.00	21.05	—	优先档支付完毕后偿还	2022/6/26	2024/6/26
合 计	43700.00	100.00	--	--	--	--

3. 标的债权资产

本交易的标的债权资产为发起机构工商银行所持有的按其内部五级分类划分为不良类贷款的信用卡债权、抵债资产（如有）以及由此转化的其他相关权益（如有），其中，抵债资产及其他相关权益特指初始起算日二十四点之后产生的。截至初始起算日，资产池的未偿本金余额 281141.10 万元，未偿息费余额为 57794.71 万元，资产池未偿本息费余额合计为 338935.81 万元，共涉及 298970 笔个人信用卡债权。

根据交易文件约定，就每一笔标的债权资产而言，在初始起算日和信托财产交付日（以下各项对时间另有说明的除外）本交易入池资产需满足以下合格标准：(a)债务人在申请信用卡账户时为中国公民或永久居民，且年满 18 周岁；(b)相关信用卡账户项下的所有应付金额均以人民币为单位；(c)资产均由债务人在相关信用卡账户项下取现或消费所形成，且在初始起算日债务人对取现或消费的事实（包括取现或

消费金额）无争议；(d)在初始起算日，根据工商银行的贷款风险分类标准，资产为次级、可疑或损失类；(e)工商银行已办理相关信用卡账户的停卡手续；(f)信用卡账户及资产适用中国法律；(g)同一债务人全部信用卡账户项下的全部未偿债务均入池；(h)工商银行合法拥有每笔资产，且未在资产上设定质押或其他权利负担；(i)资产池中各笔资产均为信用贷款，其上无任何形式的担保（担保形式包括但不限于保证、抵押及质押）；(j)工商银行未曾减免每笔信用卡债权对应的本金；(k)在初始起算日，工商银行在相关信用卡账户项下不享有除债权之外的抵债资产和其他相关权益；(l)信用卡债权的全部或部分未被工商银行核销；以及(m)资产可以进行合法有效的转让，无需取得债务人或任何第三方的同意。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表3 资产池概况

贷款笔数	298970 笔
------	----------

债务人户数	288168 户
成为不良时未偿本金余额	263199.55 万元
资产池未偿本金余额	281141.10 万元
资产池未偿本息费余额	57794.71 万元
资产池未偿本息费余额	338935.81 万元
单笔债权最高未偿本息费余额	100.20 万元
单笔债权平均未偿本息费余额	1.13 万元
单户债务人平均未偿本息费余额	1.18 万元

入池资产加权平均逾期期限	7.71 月
债务人加权平均年龄	36.39 岁
资产池预计回收总额	50534.69 万元
单笔债权平均预计回收金额	0.17 万元
单户债务人平均预计回收金额	0.18 万元
单笔债权最高预计回收金额	26.62 万元

注：1. 债务人年龄为截至封包日债务人的实际年龄，下同；
2. 回收金额为未扣除处置费用的资产池毛回收金额，下同

二、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，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。此外，本交易安排的信托（流动性）储备账户将一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 账户设置及现金流收付机制

在信托生效日当日或之前，受托人将在资金保管机构开立信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账户下设立信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户和处置费用账户四个一级分账户。信托付款账户下设立信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户三个子账户。

根据交易安排，工商银行应于信托生效后 5 个工作日内将过渡期²内产生的全部处置收入的金额告知受托人，并于第一个处置收入转付日将过渡期内收到资产池产生的全部处置收入（不包含过渡期处置收入所产生的利息）转入信托收款账户，资金保管机构将信托收款账户内资金按如下顺序和方式进行记账：(1)将处置收入的 3%转入处置费用账户；(2)如有剩余，则记入信托（流动性）储备账户一定金额的资金，直至划入信托（流动性）储备账户的金额相当于必备流动性储备金额³；(3)如仍有

剩余，则将剩余款项留存于信托收款账户。

在信托设立后，正常情况下，贷款服务机构按季于每个处置收入转付日下午五点（17:00）前将前一个处置收入转付期间的全部处置收入转入信托账户。在贷款服务机构于每个处置收入转付日转付处置收入以前，处置收入在贷款服务机构的账户中不计任何利息。在每一个信托分配日，资金保管机构根据受托人的分配指令将信托收款账户项下资金按如下方式进行记账：(1)将按照以下公式计算得出的金额从信托收款账户转入处置费用账户：前一个收款期间的所有处置收入×3%；(2)剩余款项记入信托付款账户相应分账户。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照违约事件是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件：(a)信托财产在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时存在的优先档资产支持证券应付未付利息的；(b)信托财产在法定到期日后 10 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档资产支持证券本金的。

(1) “违约事件”发生前

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，资金按以下顺序分配：顺序支付税收和规费、

款服务机构除外）报酬以及优先档证券利息之和的 1.5 倍。发生违约事件、优先档资产支持证券偿付完毕或信托终止后，必备流动性储备金额为 0。

²过渡期：系指自初始起算日（不含该日）至信托生效日（不含该日）的期间。

³必备流动性储备金额：系指信托（流动性）储备账户中存放的流动性储备金的必备金额。具体而言，在信托生效后，发生违约事件或信托终止之前，就每一个信托分配日而言，为当期应付税费、下期登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构（资

登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构报酬（贷款服务机构除外）、优先档证券利息、必备流动性储备金额、贷款服务机构 50% 的基本服务费、各参与机构的费用支出（资金保管机构收取的资金汇划费除外）、优先档证券本金、流动性支持机构的特别信托受益权、超过 50% 限额的贷款服务机构基本服务费、次级档证券本金、次级档证券固定资金成本、贷款服务机构垫付且尚未受偿的超额处置费用、贷款服务机构的超额奖励服务费（如有）、次级档证券收益。“违约事件”发生前的现金流支付顺序详见附图 1。

（2）“违约事件”发生后

“违约事件”发生后，资金按以下顺序分配：顺序支付税收和规费、登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构费用支出（资金保管机构收取的资金汇划费除外）、参与机构报酬（贷款服务机构除外）、优先档证券利息、优先档证券本金、贷款服务机构基本服务费、流动性支持机构的特别信托受益权、次级档证券本金、次级档证券固定资金成本、贷款服务机构垫付且尚未受偿的超额处置费用、贷款服务机构的超额奖励服务费（如有）、次级档证券收益。“违约事件”发生后的现金流支付顺序详见附图 2。

3. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构、信托（流动性）储备账户、外部流动性支持以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先档和次级档证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。

（2）信托（流动性）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户，在信托生效日后，发生违约事件或信托终止之

前其必备金额为当期应付税费、下期登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构（贷款服务机构除外）报酬以及优先档证券利息之和的 1.5 倍。如在信托分配日，信托付款账户内的资金不足以支付优先档证券利息，则将短缺金额从该账户转入信托付款账户，剩余金额保留在信托（流动性）储备账户中；如在支付日的前 9 个工作日，信托账户内的资金在即将到来的支付日足以支付优先档证券本金，则在即将到来的下一个信托分配日将该账户中的全部金额转入信托收款账户。在发生违约事件或信托终止后，于即将到来的信托分配日将该账户内的全部资金转入信托收款账户，且之后不再从信托收款账户提取储备金。该账户的设置能够较好地缓释因资产池现金流入不足以支付优先档证券利息面临的流动性风险。

（3）外部流动性支持

本交易设置了“流动性支持触发事件”。流动性支持触发事件系指：任一信托分配日，受托人计算出信托账户内的金额（包括在该信托分配日分别按照《信托合同》的约定从其他相应的信托分账户转入信托付款账户的全部金额）在该日紧邻的下一个支付日不足以支付税收和规费、登记托管机构/支付代理机构服务费用、参与机构报酬（贷款服务机构除外）和优先档证券利息；如为违约事件发生后，则指税收和规费、登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构费用支出、各参与机构报酬（贷款服务机构除外）、优先档证券利息和本金；如为信托终止日后，则指税收和规费、与信托财产清算相关的费用、登记托管机构/支付代理机构服务费用、各参与机构费用支出、各参与机构报酬（贷款服务机构除外）、优先档证券利息和本金。流动性支持触发事件发生后，流动性支持机构将按照交易文件约定提供流动性支持。根据交易文件约定，流动性支持机构是指根据资产支持证券发行结果确定的除发起机构以外的全部次级档资产支持证券实际投资人。

（4）触发机制

本交易设置了“流动性支持触发事件”和“违约事件”，其中“流动性支持触发事件”发生后，流动性支持机构将按照交易文件约定提供流动性支持；“违约事件”发生后，现金流支付机制将重新安排。同时，本交易也安排了以必备评级为触发条件的回收款高频转划机制。本交易中，触发机制的设置在一定程度上缓释了事件风险的影响。

（5）贷款服务机构超额奖励服务费支付机制

本交易的交易文件约定，如资产池回收款按照约定的现金流分配顺序，支付完毕次级档证券固定资金成本后仍有剩余，则剩余金额的80%作为贷款服务机构的超额奖励服务费。贷款服务机构超额奖励服务费支付机制的设置有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，进而有利于提高资产池的回收率。

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债务人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息费回收出现风险。

本交易文件约定，如果债务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（如贷款服务机构被解任的，应交付给受托人），作为债务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工商银行的违约风险。

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

（2）混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息费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均高于或等于AA⁻级时，处置收入转付日为每个计算日后的第7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级时，处置收入转付日为每个自然月最后一日后的第3个工作日；当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A级或发生任何一起贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知债务人将其应支付的款项支付至信托账户；如届时债务人仍将处置收入支付至贷款服务机构，则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后的3个工作日内的任一工作日。

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

（3）流动性风险

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

一方面，信用卡债权具有单笔贷款金额小、笔数多、分散性好的特点，在资产池的资产数量较多的情况下，整体现金流较为平滑；另一方面，本交易设置了信托（流动性）储备账户和流动性支持机构，且在过渡期内资产池就已经产生了较大金额的现金回收，较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

（4）再投资风险

在本证券的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资是指（a）受托人与合格实

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

5. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/贷款服务机构

本期交易的发起机构/贷款服务机构为工商银行。工商银行成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改制为股份有限公司。2006 年 10 月，工商银行在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2018 年末，工商银行股本总额 3564.07 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 34.71%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 34.60%。

截至 2018 年末，工商银行资产总额 276995.40 亿元，其中发放贷款和垫款 154199.05 亿元；负债总额 253546.57 亿元，其中客户存款余额 214089.34 亿元；股东权益合计 23300.01 亿元；2018 年末工商银行不良贷款率 1.52%，资本充足率 15.39%，核心一级资本充足率 12.98%。2018 年全年，工商银行实现营业收入 7737.89 亿元，净利润 2987.23 亿元。

信用风险管理方面，工商银行实行独立、集中、垂直的信用风险管理模式，并不断的完善信贷业务流程，形成了信贷业务前、中、后台相分离的管理组织架构。近年来，工商银行根据宏观经济环境和金融监管要求的变化，积极支持实体经济的合理信贷需求，保持信贷总量增长与自身资本规模相适应。工商银行继续推动信贷制度建设，优化信贷操作流程；及时调整和完善各项信贷政策，加大信贷结构的调整力度，严格控制重点领域信用风险，加强潜在风险贷款管理和不良贷款清收处置工作；持

续推进内部评级结果应用，加快构建信用风险监控分析中心，提升信贷业务全流程风险监控与监督水平，全面强化信用风险管理。

个人贷款信用风险管理方面，工商银行不断完善个人贷款信用风险管理制度体系，优化个人贷款审查审批流程，加强个人信贷业务合作机构专业化管理，严格防范风险传染；密切关注房地产市场变化情况，加强个人住房贷款成数区域差异化管理，建立健全区域、项目、客户差别化利率定价机制，增强个人住房贷款风险定价能力；加强房地产企业、按揭项目、合作机构和借款人准入管理，严格首付款真实性审核，严防各种形式的假按揭、零首付以及虚假交易骗贷风险；严选个人商用房贷款合作项目，提高个人商用房贷款首付款比例要求，强化阶段性担保管理。

总体来看，工商银行公司自身财务状况稳健，行业地位显著，风控能力很强，信用等级极高。联合资信认为工商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服务。

本交易中还设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，有利于提高资产池的回收率。

(2) 资金保管机构

本交易的资金保管银行为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）济南分行。中信银行成立于 1987 年，2007 年 4 月，中信银行在上海、香港同步上市。目前在国内设有超过 1000 家分支机构，在香港、澳门、美国、新加坡设有 30 多家分支机构。截至 2018 年末，公司股本为 489.35 亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为 65.37%。

截至 2018 年末，中信银行资产总额 60667.14 亿元，所有者权益 4530.86 亿元；不良贷款率 1.77%；拨备覆盖率 157.98%；资本充足率 12.47%，核心一级资本充足率 8.62%。2018 年，中信银行实现营业收入 1648.54 亿元，净利润 453.76 亿元。

2018 年，中信银行资产托管规模增长 3,849.82 亿元，期末总规模为 8.44 万亿元，较上年末增长 4.78%。2018 年实现资产托管条线业务收入 35.35 亿元，较上年增长 7.06%。

中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防线的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

总体来看，中信银行公司治理较规范、财务状况较好、资产质量较高、风险控制能力较强。中信银行作为本期交易的保管银行履职能力极强。

（3）受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人是中铁信托。中铁信托原名衡平信托有限责任公司，成立于 2002 年 12 月 11 日，是经中国银行业监督管理委员会批准，以金融信托为主营业务的非银行金融机构，初始注册资本 6 亿元。2007 年 7 月，公司按照中国银保监会《信托公司管理办法》换发了新的金融许可证，公司名称由“衡平信托投资有限责任公司”变更为“衡平信托有限责任公司”，成为全国首批换发金融许可证的信托公司之一。2008 年 12 月，经四川银监局批准，公司正式更名为“中铁信托有限责任公司”。后经历次增资及股权变更，截至 2018 年末，公司注册资本为 50 亿元；控股股东为中国中铁股份有限公司，持股比例为 78.91%。

截至 2018 年末，公司资产总额 179.55 亿元，所有者权益 90.10 亿元，2018 年全年实现营业收入 28.65 亿元，净利润 12.30 亿元。

信托业务是中铁信托的主营业务和主要收入来源，主要包括集合资金信托、单一资金信托、财产信托等。2018 年末，公司管理的信托

资产规模达 4266.08 亿元。

中铁信托具有完善的法人治理结构，股东会、董事会、监事会与经营层按照法律法规、公司章程和其他管理制度的要求各自独立履行职责。公司内部控制机制为董事会、经营层及部门岗位三个层级的风险防范体系。此外，公司已建立突发事件预警机制和预警指标，对公司信托业务及自营业务中可能发生的突发事件进行预警，并相应启动预警响应程序。

在风险管理流程方面，中铁信托由董事会风险管理委员会、监事会、业务部门、风险管理部（法律事务部）、审计稽核部分工协作，按照监管机构要求和公司规定，对各部门的内控制度执行情况进行定期、不定期监督检查，构建和完善了以监测预警机制为手段，多层次、多渠道共同监督内部控制有效性的检查与监督工作体系。

在证券化业务开展方面，自 2012 年以来，中铁信托已成功开展了多个不同基础资产类型的资产证券化项目，有较为丰富的资产证券化经验。

总体来看，中铁信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的信托业务经验，本交易因中铁信托尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

6. 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债务人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本交易的交易结构合法有效；拟签署交易文件的各方均合法存续，具备完全的民事权利能力、民事

行为能力，签署、交付和履行交易文件不违反相关中国现行法律与行政法规；交易文件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，相关各方应按照相应的条款向其他各方主张权利，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；在银保监会和中国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，委托人对信用卡债权的转让即在委托人和受托机构之间发生法律效力，若发生权利完善事件或《信托合同》约定的其他事由，债务人接到权利完善通知后该等转让即对该债务人发生法律效力；信托一经设立并生效，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别，但过渡期内资产池的全部处置收入在委托人于第一个处置收入转付日实际交付受托人后方能与委托人未设立信托的其他财产相区别而成为信托财产。信托生效后，委托人依法解散、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，信托财产作为其清算财产，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，但是委托人持有的信托受益权作为其清算财产；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；在取得银保监会和中国人民银行的备案、核准后，各方依据交易文件合法有效地发行和销售资产支持证券，资产支持证券持有人有权依据《信托合同》取得相关权利、权利和利益；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信托单位持有人承担支付信托利益的义务。

会计意见书表明：工商银行对特殊目的信托不具有控制权，故不应当将其纳入合并范围。

同时，工商银行转移了几乎所有的风险和报酬，故应终止确认有关金融资产。

税务意见书表明：增值税方面，工商银行作为资产支持证券的发起机构委托受托机构将其信贷资产设立信托，该行为不征收增值税；如若工商银行对收取的利息向借款人开具增值税发票，则存在缴纳增值税及附加税费的风险；自2018年1月1日起，受托机构作为资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税；信托资金用于合格投资取得投资收益应按现行规定征免增值税；特殊目的信托向资产支持证券投资者分配收益环节中，优先档证券收益很可能被税务机关认为属于利息收入而应缴纳增值税及附加，流动性支持机构从特殊信托受益权中取得的投资收益可能被税务机关认为属于利息收入而缴纳增值税；若投资者在二级市场转让信托受益凭证，转让价差收入按照转让金融商品缴纳增值税及附加；专业服务机构服务报酬应按现行增值税的政策规定缴纳增值税。企业所得税方面，发起机构转让信贷资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，转让信贷资产所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；在发行和认购环节，受托机构、特殊目的信托、资产支持证券投资者方面均不产生企业所得税纳税义务；特殊目的信托通过工商银行收回信用卡债权利息环节中，收益在取得当年向受益人分配的在信托环节不征收企业所得税，收益在取得当年未向受益人分配的在信托环节缴纳企业所得税，信托资金用于合格投资取得的投资收益应按现行规定征免企业所得税；特殊目的信托向资产支持证券投资者分配收益的部分，从信托项目当年分配获得的信托利益应计算缴纳企业所得税，取得已在信托环节完税的信托利益不再缴纳企业所得税，流动性支持机构自特殊信托受益权中取得的投资收益应缴纳企业所得税；证券投资者买卖信贷资产支持证券获得的差价收入，应当按照企业所得税的政策规

定计算缴纳企业所得税，买卖信贷资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣

除。印花税方面，本交易全部环节暂免征收印花税。

三、基础资产池分析

1. 资产池特征分析

(1) 入池债权五级分类

截至初始起算日，入池资产全部为不良类贷款，其中次级类贷款未偿本息费余额占

27.10%，可疑类贷款未偿本息费余额占 58.90%，损失类贷款未偿本息费余额占 14.00%。入池信用卡不良贷款五级分类分布如表 4 所示：

表 4 五级分类分布（单位：笔、%、万元）

五级分类	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
次级	97558	32.63	91853.77	27.10	19267.61	38.13
可疑	178647	59.75	199626.47	58.90	28885.70	57.16
损失	22765	7.61	47455.57	14.00	2381.38	4.71
总计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注：1. 上述未偿本息费余额为截至初始起算日的金额，下同；2. 金额加总不等于合计金额为四舍五入所致，下同；3. 占比合计不等于 100.00% 为四舍五入所致，下同。

(2) 入池债权担保方式

本交易入池资产全部为信用类债权，没有附带保证或抵质押担保。

(3) 未偿本息费余额分布

本交易入池资产单笔平均未偿本息费余额为 1.13 万元。从未偿本息费余额分布来看，未偿本息费余额在 1 万元以内的入池资产笔数较

多，占资产池总笔数的 71.62%，其未偿本息费余额占比为 25.60%；而贷款未偿本息费余额在 5 万以上的入池资产笔数仅占资产池总笔数的 3.95%，未偿本息费余额占比则高达 30.35%。本交易入池信用卡不良贷款的未偿本息费余额分布如表 5 所示：

表 5 未偿本息费余额分布（单位：万元、笔、%）

未偿本息费余额区间	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
(0,1]	214115	71.62	86761.82	25.60	18177.99	35.97
(1,5]	73043	24.43	149289.65	44.05	22932.78	45.38
(5,10]	9309	3.11	57304.30	16.91	6167.10	12.20
(10,15]	1407	0.47	16182.06	4.77	1360.09	2.69
(15,20]	440	0.15	7566.68	2.23	572.93	1.13
(20,30]	354	0.12	8415.71	2.48	565.19	1.12
(30,60]	268	0.09	10915.08	3.22	687.22	1.36
大于 60	34	0.01	2500.51	0.74	71.39	0.14
总计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注：(,] 为左开右闭区间，例如(0, 1]表示大于 0 但小于等于 1，下同。

(4) 信用卡额度分布

本交易入池资产授信额度主要集中在 2 万

元以下的区间内，该区间内未偿本息费占资产池总额的 73.00%。额度分布如表 6 所示：

表 6 信用卡授信额度分布 (单位: 万元、笔、%)

授信额度	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
[0,1]	244571	81.80	179391.58	52.93	28611.33	56.62
(1,2]	34421	11.51	68036.92	20.07	10545.61	20.87
(2,3]	6930	2.32	19813.25	5.85	2865.00	5.67
(3,4]	1222	0.41	4251.48	1.25	597.62	1.18
(4,5]	9578	3.20	44780.61	13.21	5757.93	11.39
(5,10]	1563	0.52	11597.98	3.42	1217.34	2.41
(10,20]	423	0.14	5431.06	1.60	457.37	0.91
(20,40]	110	0.04	2090.31	0.62	198.21	0.39
大于 40	152	0.05	3542.63	1.05	284.27	0.56
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注: [] 为左闭右开区间, 例如 [0,1] 表示大于等于 0 但小于等于 1, 下同。

(5) 账户级别分布

信用卡账户的未偿本息费余额占比为 54.71%。

从账户级别分布来看, 本交易入池资产账户级别较分散, 占比最大类型为金卡, 该类型

入池信用卡不良债权的账户级别分布如表 7 所示:

表 7 账户级别分布 (单位: 笔、%、万元)

账户级别	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
金卡	183249	61.29	185437.27	54.71	30390.22	60.14
普卡	110902	37.09	129364.99	38.17	17367.53	34.37
白金卡	4819	1.61	24133.56	7.12	2776.93	5.50
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

(6) 入池资产当前连续逾期天数分布

本交易入池信用卡不良持卡人逾期天数分布如表 8 所示:

表 8 逾期天数分布 (单位: 天、笔、%、万元)

逾期天数区间	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
(90,180]	276205	92.39	291480.25	86.00	48153.31	95.29
(180,270]	10184	3.41	17523.68	5.17	1507.71	2.98
(270,360]	5830	1.95	8794.55	2.59	582.06	1.15
(360,450]	1907	0.64	3568.81	1.05	157.60	0.31
(450,540]	887	0.30	1607.88	0.47	56.14	0.11
大于 540	3957	1.32	15960.65	4.71	77.87	0.15
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

(7) 开卡日至本次进入不良时间分布

本交易入池资产从开卡日至本次进入不良的时间分布如表 9 所示:

表 9 开卡日至本次进入不良时间分布 (单位: 月、笔、%、万元)

时间区间	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
[0,12]	5513	1.84	5042.77	1.49	675.66	1.34
(12,24]	44595	14.92	36803.94	10.86	5334.60	10.56
(24,36]	76905	25.72	64238.14	18.95	10371.29	20.52

(36,48]	62666	20.96	57880.35	17.08	9291.19	18.39
(48,60]	31452	10.52	42633.06	12.58	6463.34	12.79
大于 60	77750	26.01	132128.79	38.98	18377.48	36.37
不明	89	0.03	208.77	0.06	21.12	0.04
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注：“不明”类资产未提供开卡日信息。

(8) 本次进入不良至封包日账龄分布

入池资产本次进入不良至封包日的账龄主要集中 在本息费占资产池总额的 90.73%。具体分布如表 10 所示：在 6 个月以下的区间内，该区间内未偿

表 10 本次进入不良至封包日账龄分布（单位：月、笔、%、万元）

不良账龄区间	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
[0,6]	286153	95.71	307502.02	90.73	49536.55	98.02
(6,12]	7788	2.60	12460.66	3.68	767.57	1.52
(12,24]	1960	0.66	4464.94	1.32	170.74	0.34
(24,36]	719	0.24	3510.54	1.04	48.18	0.10
大于 36	2350	0.79	10997.65	3.24	11.65	0.02
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

(9) 持卡人年龄分布

从持卡人的年龄分布来看，入池信用卡不良的持卡人年龄主要集中在 40 岁以下，其未偿 本息费余额占比为 68.34%。持卡人年龄分布如表 11 所示：

表 11 持卡人年龄分布（单位：岁、笔、%、万元）

持卡人年龄	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
[18,30]	133075	44.51	110014.73	32.46	18835.44	37.27
(30,40]	100170	33.51	121604.40	35.88	17910.63	35.44
(40,50]	48097	16.09	76159.07	22.47	9863.82	19.52
大于 50	17628	5.90	31157.61	9.19	3924.80	7.77
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

(10) 持卡人年收入分布

从持卡人的年收入分布来看，信用卡不良 息是其在办理信用卡业务时自主提供，随时间 持卡人年收入在 10 万以下的未偿本息费余额 迁移数据可能失真，仅用于参考。入池信用卡 占比较高，占 66.84%。但是，持卡人年收入信 不良的持卡人年收入分布如表 12 所示：

表 12 持卡人年收入分布（单位：万元、笔、%）

年收入	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
[0,5]	91291	30.54	103903.20	30.66	15392.37	30.46
(5,10]	125455	41.96	122634.32	36.18	19369.64	38.33
(10,15]	39208	13.11	42338.09	12.49	6393.73	12.65
(15,20]	19982	6.68	25911.44	7.64	3834.16	7.59
(20,50]	14376	4.81	27175.26	8.02	3416.55	6.76
大于 50	8658	2.90	16973.51	5.01	2128.23	4.21
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注：持卡人年收入为其申请工商银行信用卡时自填年收入，可能与实际存在差异。

(11) 持卡人职业分布

从持卡人的职业分布来看，持卡人职业属于其它行业职员的未偿本息费余额占比较高，

占资产池未偿本息费余额的 49.05%。入池信用卡不良的持卡人行业分布如表 13 所示：

表 13 持卡人职业分布（单位：笔、%、万元）

行业	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
其它行业职员	176963	59.19	166239.87	49.05	26663.13	52.76
事业单位员工	27999	9.37	36989.03	10.91	5317.39	10.52
私人业主	15561	5.20	36729.49	10.84	4385.63	8.68
自由职业者、个体户	39318	13.15	33987.91	10.03	5668.82	11.22
其它	7785	2.60	15564.12	4.59	1687.79	3.34
公务员	4771	1.60	11243.96	3.32	1414.70	2.80
工人	6165	2.06	8645.72	2.55	1189.58	2.35
银行/金融/证券/投资行业职员	5518	1.85	6269.97	1.85	955.04	1.89
管理人员	1788	0.60	5219.90	1.54	658.19	1.30
商业贸易行业职员	2168	0.73	3733.94	1.10	502.29	0.99
无职业	2425	0.81	2532.12	0.75	380.57	0.75
军人	1647	0.55	2308.15	0.68	342.46	0.68
社会服务行业职员	1497	0.50	1900.28	0.56	284.20	0.56
技术人员	683	0.23	1250.46	0.37	176.27	0.35
学生	1101	0.37	822.17	0.24	134.63	0.27
制造业职员	558	0.19	803.57	0.24	109.46	0.22
交通运输行业职员	512	0.17	801.62	0.24	108.65	0.21
农民	702	0.23	795.63	0.23	115.60	0.23
科研/教育行业职员	291	0.10	637.62	0.19	84.36	0.17
房地产行业职员	290	0.10	525.11	0.15	68.02	0.13
邮电通讯行业职员	235	0.08	426.16	0.13	51.70	0.10
健康/医疗服务行业职员	158	0.05	308.58	0.09	39.11	0.08
旅游/饭店行业职员	217	0.07	275.49	0.08	44.18	0.09
文化/娱乐/体育行业职员	201	0.07	266.10	0.08	40.20	0.08
计算机/网络行业职员	173	0.06	265.97	0.08	58.51	0.12
媒介/广告行业职员	82	0.03	148.46	0.04	21.15	0.04
法律/司法行业职员	41	0.01	72.92	0.02	8.03	0.02
未知	69	0.02	70.47	0.02	11.25	0.02
咨询行业职员	33	0.01	46.01	0.01	6.77	0.01
税务行业职员	15	0.01	43.98	0.01	5.62	0.01
文体明星	4	0.00	11.04	0.00	1.39	0.00
总计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

注：持卡人职业由工商银行根据持卡人申请时所填写的单位名称推断得出，部分单位名称较难判断的归入其他行业职员类。

(12) 持卡人所在地区分布

从地区分布来看，持卡人分布于全国多个

地区，地区分布较分散，持卡人所在地区分布如表 14 所示：

表 14 持卡人所在地区分布（单位：笔、%、万元）

地区	贷款笔数	笔数占比	未偿本息费余额	余额占比	预计回收金额	回收占比
广东	30693	10.27	34635.45	10.22	5279.65	10.45
河南	16443	5.50	20018.14	5.91	2706.75	5.36
浙江	18061	6.04	17228.59	5.08	2977.39	5.89
福建	12432	4.16	17005.14	5.02	2409.24	4.77
云南	9779	3.27	14078.87	4.15	1875.57	3.71
湖北	11538	3.86	13611.28	4.02	2053.26	4.06
广西	12075	4.04	13160.01	3.88	1908.27	3.78
四川	14251	4.77	12730.78	3.76	2051.02	4.06
河北	11221	3.75	12568.99	3.71	1726.86	3.42
深圳	10796	3.61	12055.41	3.56	1934.78	3.83
贵州	11454	3.83	10936.10	3.23	1520.44	3.01
北京	9326	3.12	10845.81	3.20	1372.25	2.72
山东	13024	4.36	10680.93	3.15	1838.00	3.64
海南	5925	1.98	10532.96	3.11	1692.47	3.35
甘肃	9400	3.14	10229.11	3.02	1542.72	3.05
辽宁	9646	3.23	10169.99	3.00	1371.30	2.71
江苏	10311	3.45	10008.27	2.95	1545.20	3.06
山西	9328	3.12	9546.51	2.82	1416.86	2.80
内蒙古	7176	2.40	9463.90	2.79	1301.11	2.57
湖南	4514	1.51	9347.68	2.76	1228.49	2.43
陕西	9456	3.16	8679.94	2.56	1594.20	3.15
江西	5132	1.72	7212.64	2.13	1063.24	2.10
吉林	5196	1.74	6892.38	2.03	834.74	1.65
安徽	5025	1.68	6528.59	1.93	945.38	1.87
黑龙江	5438	1.82	6278.75	1.85	900.20	1.78
上海	3927	1.31	5331.97	1.57	807.97	1.60
苏州	5233	1.75	5113.77	1.51	679.06	1.34
新疆	4808	1.61	4331.00	1.28	850.23	1.68
大连	2531	0.85	3438.50	1.01	490.46	0.97
重庆	3350	1.12	3423.00	1.01	618.72	1.22
宁波	2139	0.72	2576.70	0.76	418.36	0.83
厦门	1878	0.63	2545.28	0.75	396.41	0.78
青岛	2560	0.86	2275.98	0.67	364.03	0.72
宁夏	2043	0.68	1990.21	0.59	308.30	0.61
天津	1969	0.66	1989.33	0.59	296.27	0.59
青海	892	0.30	1473.82	0.43	215.48	0.43
总 计	298970	100.00	338935.81	100.00	50534.69	100.00

四、 定量分析

1. 资产池回收估值过程及估值结果

对资产池回收估值过程主要包括对不良信用卡债权回收金额的估计、回收时间的估计等。工商银行入池不良信用卡债权的处置方式包括自主催收与委外催收相结合的方式。催收公司接受工商银行的具体业务委托，通过电话催收、

上门催收和寄送法律函件催收等形式开展具体的催收工作，并定时将催收结果反馈给工商银行，工商银行对相关催收公司的催收成果进行考核并支付催收费用。发生信用卡不良的持卡人需要自行向其欠款账户内缴存资金，以达到偿还欠款的目的，催收公司在催收过程中不允

许出现代替被催收人进行还款的行为。

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

工商银行信用卡中心提供了 2012 年 2 月至 2019 年 4 月发生不良的信用卡账户的历史回收数据，适合采用精算统计方法对历史回收率和回收时间分布进行分析。

由于不良形成时间不同，信用卡不良债权经历回收时所处的经济环境也有所不同，这将在一定程度上影响整体回收水平。总体来看，工商银行提供的信用卡不良债权回收历史数据显示：对于 2013 年 12 月至 2015 年 12 月⁴成为不良的信用卡资产，其 36 期回收数据总体呈现出在一定范围内围绕某一回收水平上下波动的状态。根据历史数据分析及前期尽调，部分时段形成不良的资产回收水平大幅波动是由于历史还款数据缺失所致。将不良形成时间以月为单位进行区分，不同不良形成时间的静态池 36 期（即 3 年）累计本息费回收情况如图 2 所示。

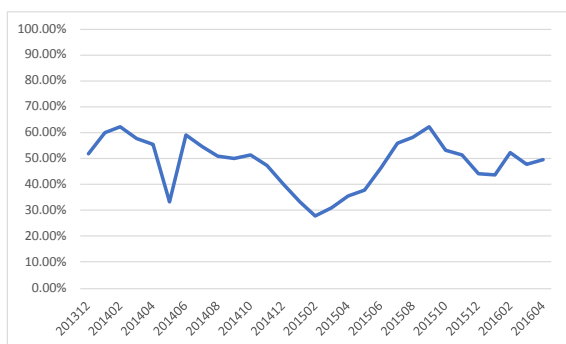


图 2 不同不良发生时间的静态池 36 期累计本息费回收率

⁴ 因历史数据中 2013 年 12 月之前形成不良的资产回款数据存在较多缺失，故联合资信重点分析 2013 年 12 月之后形成不良的资产回款表现。同时，因 2016 年 5 月至 2019 年 4 月形成不良的资产经历时间较短，数据表现不充分，下文以经历了完整 36 个月回收的资产（即 2013 年 4 月至 2016 年 4 月成为不良的资产）为例。

除此之外，联合资信通过对历史数据各属性的分析，认为影响回收效果的主要因素有三个：从形成不良到入池所经历的时间（不良账龄）长短、从形成不良到入池是否有回收和形成不良时本息费余额的大小。具体分析各因素对回收率的影响。

（1）不良账龄对回收的影响

工商银行提供的历史回收数据显示，信用卡不良月度回收率随着其经历催收时间的增长而逐步下降。此外，由于入池贷款并没有在其已经历的回收期间内实现全额回收，因此，联合资信在对每笔入池贷款未来的回收情况进行预测时，从全量静态池数据中剔除了该笔贷款对应的不良账龄期间内实现全额回收的资产，并以剩余资产的未来回收水平为预测基准，尽可能保证所用静态池资产与入池贷款的同质性。以首月未实现全额回收的资产的回收情况为例，其与全量资产的回收情况相比，首月回收率明显偏低，次月回收率符合预期水平，具体差异可见图 3。

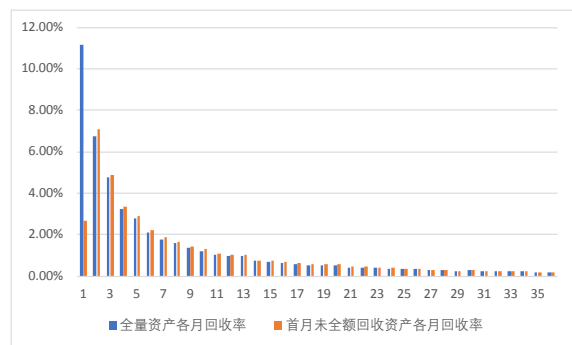


图 3 静态池 36 期各期本息费回收率

（2）从形成不良到入池是否有回收的影响

工商银行提供的历史回收数据显示，截至初始起算日，资产在形成不良后任一回收期的回收情况与该笔资产在此回收期之前是否有回收有一定关联。依据从形成不良到入池是否有回收，可将历史数据分为有回收和无回收两类。

以静态池不良账龄为 1 的资产回收情况为例，截至初始起算日，已实现过回收的贷款 36

期累计回收率高于未实现过回款的贷款。具体差异可见图 4 所示。

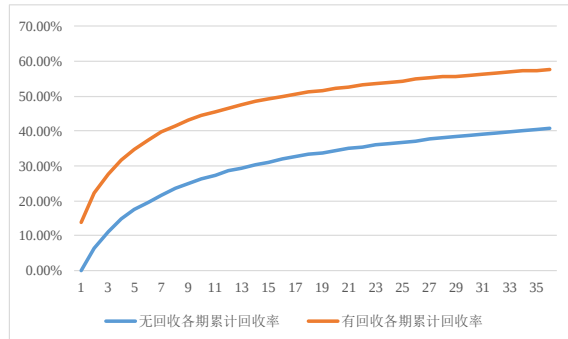


图 4 静态池截至初始起算日不良账龄为 1 的资产 36 期各期本息费累计回收率

（3）不良贷款未偿本息费对回收的影响

工商银行提供的历史回收数据显示，一般情况下，发生不良时的未偿本息费余额越大，则回收率越低。依据发生不良时本息费余额的大小，可对历史数据进行分组，分组区间及不同分组的回收率情况如表 15 及图 5 所示。

表 15 不良贷款未偿本息费余额分组

不良本息费 余额分组	分组区间
G1	1 万元及以下
G2	(1 万元, 3 万元]
G3	(3 万元, 5 万元]
G4	5 万元及以上

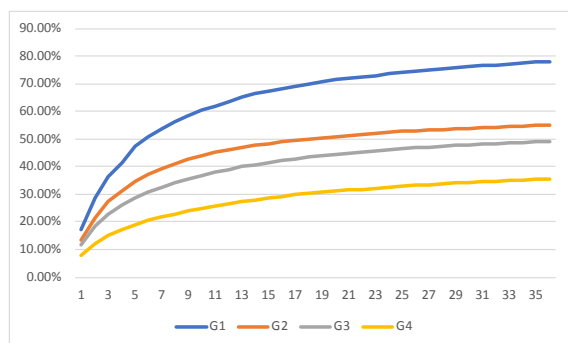


图 5 不同未偿本息费余额分组的 36 期累计本息费回收率

综合考虑上述影响回收率的三个因素，联合资信在进行资产池的回收估值时，依据发生

不良时本息费余额及不良发生时间这两个维度，将入池贷款进行分组。在预测每个分组回收水平时，在相同不良本息费余额的历史数据中剔除相应不良账龄期间内实现全额回收的资产，用剩余资产构建出历史累计回收率曲线，并以此为准拟合入池贷款对应分组的未来累计回收率曲线。在得到各组入池贷款未来累计回收率曲线后，根据工商银行历史已发行信用卡不良资产支持证券项目资产池的实际回收表现以及本交易资产池的实际已回收情况进行调整，进而计算出各笔入池贷款自初始起算日起 36 期的本息费回收金额和回收时间分布。

联合资信给出的资产池预计回收金额及预计回收时间分布详见表 16，资产池预计回收总金额 50534.69 万元，即资产池的预计总回收率为 14.91%。

表 16 资产池预计回收金额及预计回收时间分布
(单位：月、万元、%)

预计回收时间	计回收金额	预计回收金额占比
[1, 7]	31047.40	61.44
[8, 10]	5043.13	9.98
[11, 13]	3467.47	6.86
[14, 16]	2620.24	5.19
[16, 18]	2169.51	4.29
[19, 21]	1723.53	3.41
[22, 24]	1398.64	2.77
[25, 27]	1127.31	2.23
[28, 30]	936.45	1.85
[31, 33]	773.97	1.53
[34, 36]	227.03	0.45
总计	50534.69	100.00

2. 资产池估值风险因素

（1）利用历史数据估计资产池未来回收率的风险

本交易估值过程中主要利用工商银行信用卡不良资产的历史回收数据计算回收率，进而估计资产池的未来回收情况。由于历史数据和资产池在某些属性上有所差异，如所处的经济

环境有所不同、信用卡发放时的准入标准有所不同、持卡人的各项属性有所不同等，因此存在回收估值出现偏差的风险。在估值时，我们尽量选取属性和资产池比较相近的历史数据作为估值的基础数据。此外，参考本交易过渡期间资产池的实际回收结果（如表17所示），联合资信用实际数据对之前的估计值作进一步的修正，以尽量降低估值风险。

表17 过渡期内资产池回收情况

回收期	实际回收金额（万元）
2019年5月	5830.13
2019年6月	6616.53

（2）催收政策和催收环境变化的风险

在对资产池进行估值时，我们假设工商银行未来的催收政策保持稳定，其与相关催收公司的合作关系保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来现金流的估值产生影响。在估值时，考虑到工商银行很强的催收管理能力和过去几年稳定的催收政策，我们认为该风险的影响较小。

另外，由于信用卡不良的催收工作主要依靠专业的催收公司进行，而整个催收行业承接了国内金融行业众多不同性质的催收工作，在国内整体经济增长承压，金融行业不良规模持续扩大的背景下，催收行业整体将承受较大的催收业务压力。在估值过程中，考虑到工商银行与催收公司的合作关系稳定，能够得到催收公司的有力支持；另外，工商银行在对催收公司的管理上，设置了竞争排名机制、激励机制和淘汰机制，能够促使催收公司勤勉尽职地工作。

（3）未来经济环境变化的影响

目前国内经济增长趋缓，未来收入增长预期下降。宏观因素的变化可能会对信用卡不良债权的回收产生不利影响。在估值过程中，我们假定未来经济环境继续承压，在对未来现金流进行预测时施加了一定的压力，力求减小未来经济环境变化带来的不利影响。

3. 现金流分析及压力测试

在完成对资产池中每笔资产的回收估值后，联合资信还需要估计出资产池总回收率的波动情况以判断资产池回收面临的风险。考虑到数据质量以及静态池中存在36期历史回收数据的样本数量有限，联合资信选取了工商银行提供的自2015年5月至2018年12月发生不良的信用卡债权回收静态池数据，并根据工行历史回收趋势及样本自身回收水平对回收期不足36期的数据进行补足。联合资信通过匹配资产池的不良账龄及未偿本息费余额因素，选取了42个回收率样本进行波动率分析。在剔除时间因素对回收率的影响后，K-S统计检验显示残差序列近似服从于正态分布。该正态分布参数如表18所示，此分布反映了回收率的波动情况。

表18 正态分布参数

期望	标准差
0	0.0112

将上述估计出的回收率波动情况应用于本交易资产池总回收率分布的估计，根据联合资信对于AAA_{sf}级证券的置信度要求，并结合本交易资产池过渡期内已实现的回收情况（如表17所示），可估计出资产池的回收率概率分布并推算出本交易资产池AAA_{sf}级信用等级下的目标评级回收率，具体如图6和表19所示。

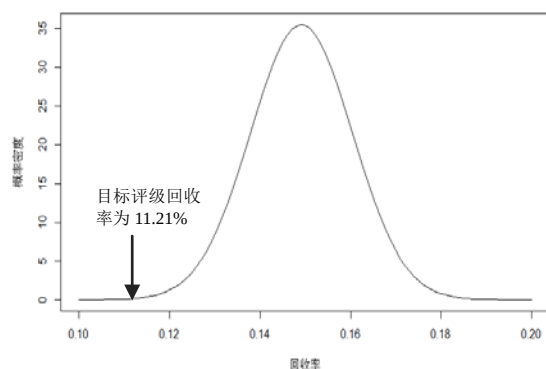


图6 回收率概率分布图

表 19 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	11.21%

联合资信基于预设的证券发行规模、分层比例及证券预期发行利率，根据信托合同约定的现金流支付顺序以及信托流动性储备账户设置、违约事件触发机制等交易结构安排，编制了适用于本交易的现金流模型。一般情景下，各期预计现金流入和预计现金流出情况如图 7 所示。

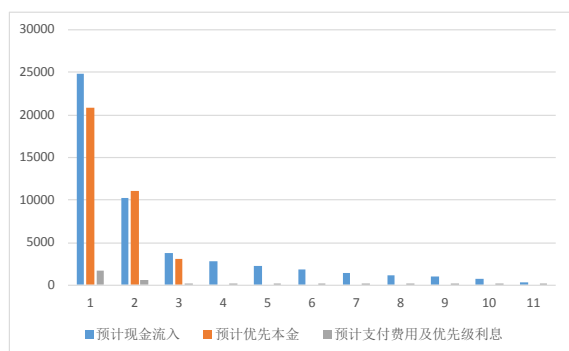


图 7 预计现金流流入及流出情况

联合资信主要的压力测试手段包括证券发

行利率上浮、回收率下降、回收时间后置等。证券发行利率越高，为覆盖证券利息所需的现金流越多，从而压力越大；回收率下降及回收时间后置意味着资产池前期现金流流入低于预期标准，从而加大了证券利息偿付的压力。除了以上三种单因素压力测试外，联合资信还设置了三种因素同时加压的组合压力情景。

压力测试结果显示，各种压力情景下的优先档证券临界回收率均小于 AAA_{sf} 级目标评级回收率 11.21%，因此优先档证券可以达到 AAA_{sf} 级的信用等级。压力测试的相关参数及结果详见表 20、21。

表 20 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	14.91%
回收周期	36 个月
优先档资产支持证券预期收益率	4.30%
税率	3.26%
预计信托设立日	2019/9/12

注：本交易所涉及的承销商费、信托管理费、资金保管机构费、贷款服务机构费以及其他各参与机构固定费用等已在模型中体现。

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		优先档证券临界回收率
发行利率情景 1	优先档证券预期发行利率 4.30%		预期发行利率上浮 25BP		11.03%
发行利率情景 2			预期发行利率上浮 50BP		11.04%
回收时间情景 1	回收期 1	61.44%	回收期 1	55.29%	11.02%
	回收期 2	9.98%	回收期 2	15.13%	
	回收期 3	6.86%	回收期 3	7.17%	
	回收期 4	5.19%	回收期 4	5.35%	
	回收期 5	4.29%	回收期 5	4.38%	
	回收期 6	3.41%	回收期 6	3.50%	
	回收期 7	2.77%	回收期 7	2.83%	
	回收期 8	2.23%	回收期 8	2.28%	
	回收期 9	1.85%	回收期 9	1.89%	
	回收期 10	1.53%	回收期 10	1.56%	
	回收期 11	0.45%	回收期 11	0.56%	
	回收期 12	0.00%	回收期 12	0.04%	
回收时间情景 2	回收期 1	61.44%	回收期 1	49.15%	11.02%
	回收期 2	9.98%	回收期 2	20.27%	
	回收期 3	6.86%	回收期 3	7.49%	
	回收期 4	5.19%	回收期 4	5.52%	
	回收期 5	4.29%	回收期 5	4.47%	

	回收期 6	3.41%	回收期 6	3.59%		
	回收期 7	2.77%	回收期 7	2.90%		
	回收期 8	2.23%	回收期 8	2.34%		
	回收期 9	1.85%	回收期 9	1.93%		
	回收期 10	1.53%	回收期 10	1.60%		
	回收期 11	0.45%	回收期 11	0.67%		
	回收期 12	0.00%	回收期 12	0.09%		
回收率情景 1	14.91%		回收率下降至 14.35%			11.00%
回收率下降至 13.79%			11.07%			
组合压力情景 1	——	预计发行利率	上浮 25BP			11.01%
		回收率	下降至 14.35%			
		回收时间	回收期 1	55.29%		
			回收期 2	15.13%		
			回收期 3	7.17%		
			回收期 4	5.35%		
			回收期 5	4.38%		
			回收期 6	3.50%		
			回收期 7	2.83%		
			回收期 8	2.28%		
			回收期 9	1.89%		
			回收期 10	1.56%		
			回收期 11	0.56%		
回收期 12	0.04%					
组合压力情景 2	——	预计发行利率	上浮 50BP			11.10%
		回收率	下降至 13.79%			
		回收时间	回收期 1	49.15%		
			回收期 2	20.27%		
			回收期 3	7.49%		
			回收期 4	5.52%		
			回收期 5	4.47%		
			回收期 6	3.59%		
			回收期 7	2.90%		
			回收期 8	2.34%		
			回收期 9	1.93%		
			回收期 10	1.60%		
			回收期 11	0.67%		
回收期 12	0.09%					

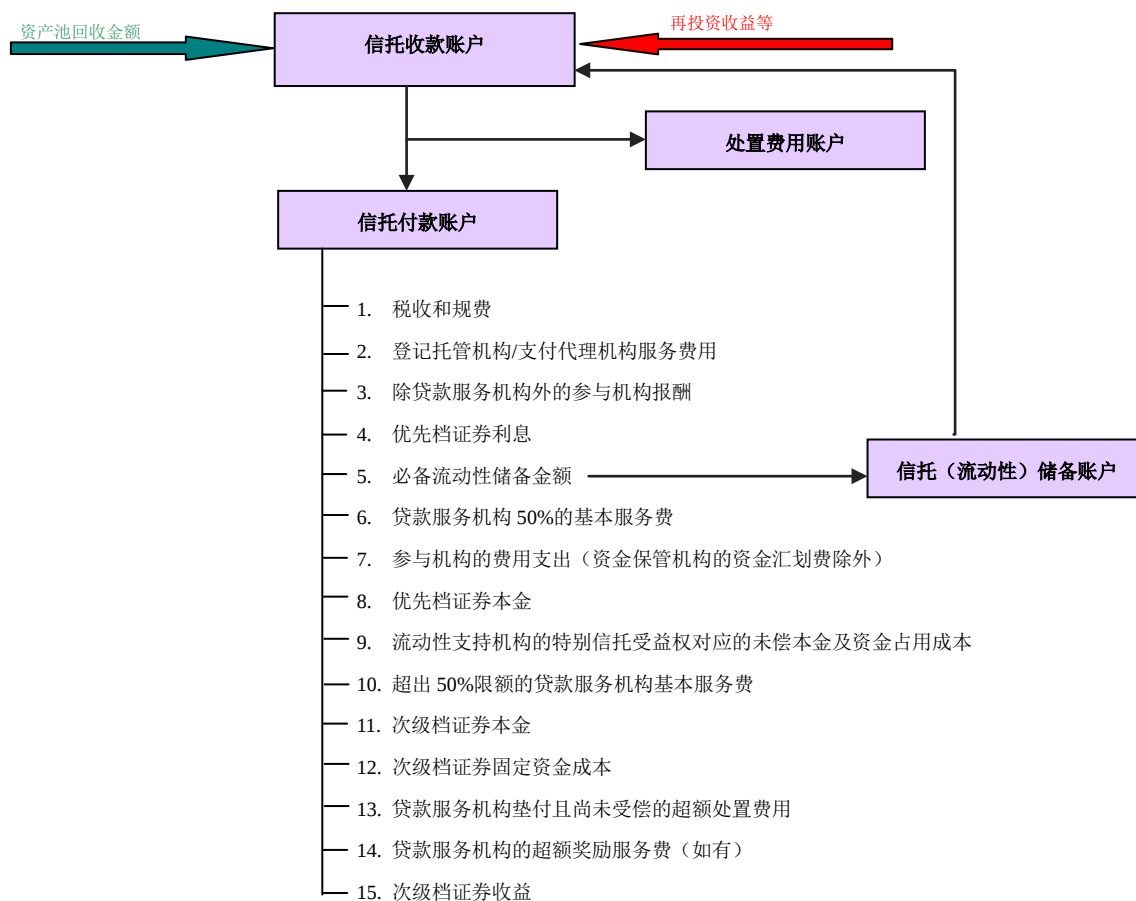
五、评级结论

联合资信基于发起机构提供的标的债权资产相关资料及现场尽职调查所获信息，在对本交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间估计、交易结构安排、现金流分析及压力测试、相关参与机构及法律要素等方面进行综合分析的基础上，确定“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评

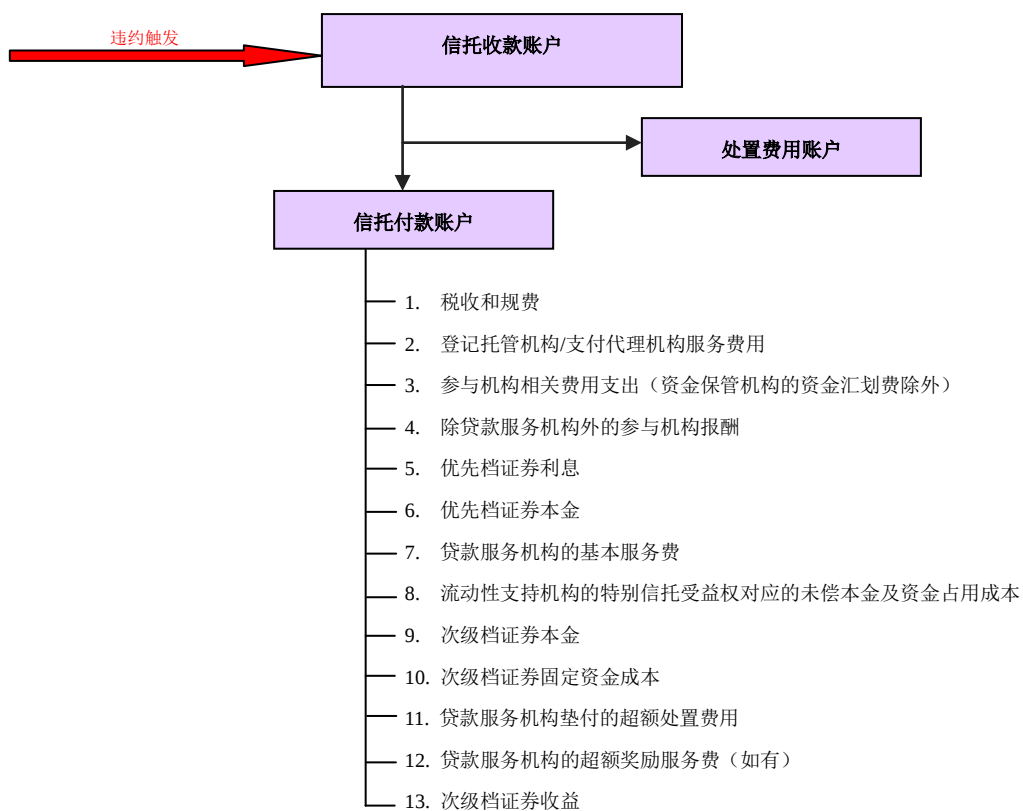
级。上述优先档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流支付顺序



附图2 “违约事件”发生后的现金流支付顺序



附件 1 信贷资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券的评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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 _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	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 _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

附件 2 入池贷款本息费余额占比前二十大债务人回收情况表

单位：万元、%

序 号	未偿本息费余额	金额占比	贷款五级分类	预计回收金额	预计回收占比
债务人 1	100.20	0.03	损失	6.78	0.01
债务人 2	98.71	0.03	损失	5.65	0.01
债务人 3	97.17	0.03	可疑	7.18	0.01
债务人 4	93.61	0.03	可疑	10.49	0.02
债务人 5	89.85	0.03	可疑	1.54	0.00
债务人 6	89.43	0.03	损失	0.11	0.00
债务人 7	86.44	0.03	损失	0.28	0.00
债务人 8	86.25	0.03	次级	9.86	0.02
债务人 9	84.83	0.03	损失	0.20	0.00
债务人 10	83.33	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 11	82.90	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 12	80.74	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 13	78.44	0.02	损失	0.74	0.00
债务人 14	77.96	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 15	77.52	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 16	77.47	0.02	损失	0.21	0.00
债务人 17	76.83	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 18	76.40	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 19	73.99	0.02	损失	0.00	0.00
债务人 20	71.86	0.02	损失	1.23	0.00
合 计	1683.92	0.50	—	44.28	0.09

附件 3 回收金额占比前二十大资产的特征情况表

单位：万元/%

序 号	未偿本息费余额	债务人职业	债务人地区	担保方式	预计回收金额	预计回收金 额占比
入池贷款 1	23.03	其它行业职员	上海	信用	26.62	0.05
入池贷款 2	19.28	事业单位员工	河南	信用	19.85	0.04
入池贷款 3	16.82	自由职业者、个体户	深圳	信用	19.27	0.04
入池贷款 4	53.00	其它	云南	信用	18.40	0.04
入池贷款 5	31.99	计算机/网络行业职员	浙江	信用	18.29	0.04
入池贷款 6	31.75	其它行业职员	海南	信用	16.89	0.03
入池贷款 7	15.51	公务员	河南	信用	16.20	0.03
入池贷款 8	29.42	自由职业者、个体户	山西	信用	13.90	0.03
入池贷款 9	12.31	其它行业职员	浙江	信用	12.80	0.03
入池贷款 10	10.93	事业单位员工	厦门	信用	12.74	0.03
入池贷款 11	10.83	自由职业者、个体户	陕西	信用	12.41	0.02
入池贷款 12	20.33	其它行业职员	深圳	信用	11.98	0.02
入池贷款 13	38.16	私人业主	甘肃	信用	11.90	0.02
入池贷款 14	9.70	私人业主	甘肃	信用	11.36	0.02
入池贷款 15	10.45	其它	湖北	信用	11.30	0.02
入池贷款 16	18.49	事业单位员工	河南	信用	11.18	0.02
入池贷款 17	9.05	其它	浙江	信用	10.54	0.02
入池贷款 18	93.61	管理人员	河北	信用	10.49	0.02
入池贷款 19	62.08	管理人员	江苏	信用	10.41	0.02
入池贷款 20	51.26	其它	甘肃	信用	10.11	0.02
合 计	567.99	—	—	—	286.63	0.57

联合资信评估有限公司关于 工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”优先级证券的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，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“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，发行人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”相关信息，如发现“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“工元至诚 2019 年第五期不良资产支持证券”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国工商银行股份有限公司/中铁信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。