

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《鑫诚 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
二零一五年九月二十三日



信用等级公告

联合[2015] 2069 号

联合资信评估有限公司通过对“鑫诚 2015 年第一期个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

鑫诚 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。

联合资信评估有限公司
二零一五年九月二十三日



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

鑫诚 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)	总量占比 (%)	利率类型	信用级别
优先 A-1 档资产支持证券	60000.00	37.85	固定利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证券	41000.00	25.87	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	28200.00	17.79	浮动利率	AA ⁻
次级档资产支持证券	29310.00	18.49	-	NR
合计	158510.00	100.00	-	-

注：1. NR——未予评级；

2. 总量占比不等于 100%为四舍五入导致，下同。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 8 月 17 日
 证券法定到期日：2020 年 7 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：上海农村商业银行股份有限公司 158510 万元公司贷款
 资产池加权平均信用级别：BBB⁻/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：上海农村商业银行股份有限公司
 受托机构/发行人：上海国际信托有限公司
 资金保管机构：宁波银行股份有限公司
 主承销商：国泰君安证券股份有限公司

评级时间

2015 年 9 月 23 日

分析师

田兵 汪潇逸 梁涛

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、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、交易结构分析、现金流分析的基础上，确定“鑫诚 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（包括优先 A-1 档和优先 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⁻；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. 本交易入池资产均为上海农村商业银行股份有限公司发放的正常类贷款，入池资产质量较好。
2. 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 36.28%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 18.49%的信用支持。
3. 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。
4. 本交易的发起机构上海农村商业银行股份

有限公司开展公司贷款的业务流程规范、风险控制能力很强、信息系统完善，能为本期交易提供良好的服务。

关注及风险缓释

1. 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：本期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。

2. 入池贷款行业集中度较高，其中商务服务业占 25.96%，土木工程建筑业占 18.93%，汽车制造业占 14.70%。

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。

3. 入池资产地区集中度很高，入池贷款的借款人全部处于上海市。

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。

4. 本交易入池贷款中前五大借款人未偿本金余额合计占比为 48.58%，前十大借款人未偿本金余额合计占比为 66.56%，借款人集中度较高，存在较大的集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高占比较高的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的集中风险。

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。

6. 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上海农村商业银行股份有限公司和发行人上海国际信托有限公司提供，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“鑫诚 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

本交易的发起机构上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商银行”）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 158510.00 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过上海国际信托有限公司（以下简称“上海国际信托”）设立“鑫诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托”。上海国际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 A-1 档和优先 A-2 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：上海农村商业银行股份有限公司
受托机构/受托人/发行人：上海国际信托有限公司
贷款服务机构：上海农村商业银行股份有限公司
资金保管机构：宁波银行股份有限公司
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：德勤华永会计师事务所（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

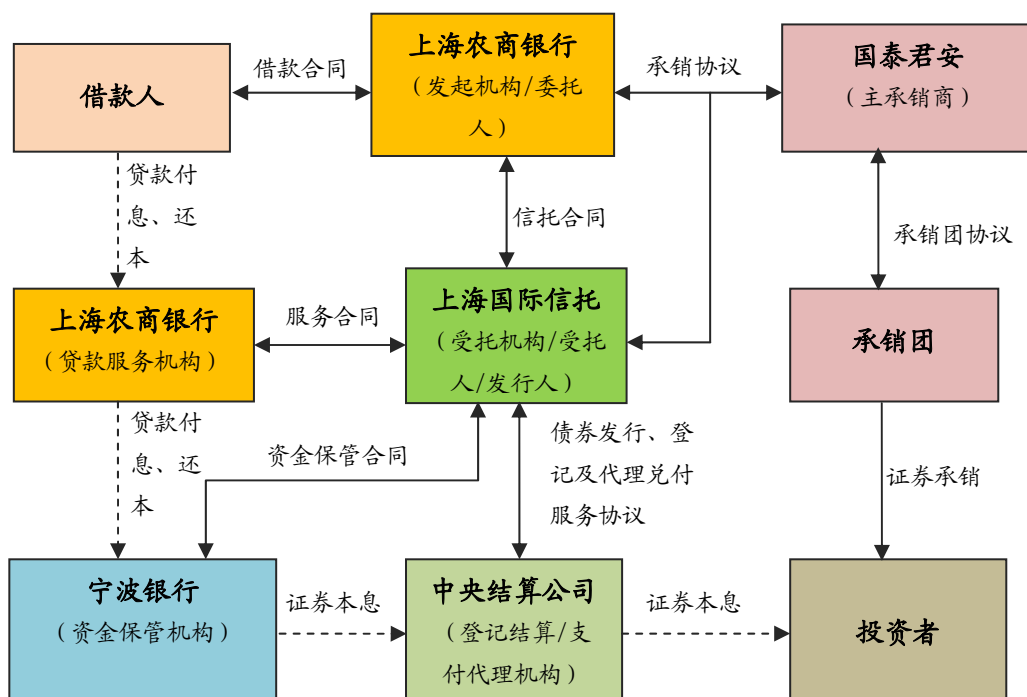


图 1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易发行优先A档（包括优先A-1档、和优先A-2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

档证券属于优先档证券，享有优先档受益权；次级档证券享有次级档受益权。

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档证券提供信用增

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式结构并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

优先A档、优先B档和次级档证券采用簿记建档集中配售的方式发行（向发起机构定向发行的优先档证券除外）。其中发起机构持有各档证券发行规模的5%。优先A-1档证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定；优

先A-2档证券和优先B档证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，基准利率为人民银行公布的一年定期存款利率，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三个自然月对应日进行调整，如一个计息期间内存在一个或多个基准利率调整日，则在该计息期间按照分别所适用的基准利率分段计算证券当期应付利息；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4%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	本金偿付模式	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-1 档	AAA	过手	按季	60000.00	37.85	固定	2016 年 4 月 26 日	2020 年 7 月 26 日
优先 A-2 档	AAA	过手	按季	41000	25.87	浮动	2017 年 1 月 26 日	2020 年 7 月 26 日
优先 B 档	AA ⁻	过手	按季	28200.00	17.79	浮动	2017 年 10 月 26 日	2020 年 7 月 26 日
次级档	NR	—	—	29310.00	18.49	—	-	2020 年 7 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上海农商银行向 30 户借款人发放的 57 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 158510.00 万元。

根据交易文件约定，本交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔贷款及其附属担保权益而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：

（a）各笔贷款均为上海农商银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（b）上海农商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；（c）信贷资产项下不包含涉及军工或国家机密的贷款；（d）各笔贷款均不涉及未决的诉讼或仲裁；（e）各笔贷款均为上海农商银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；（f）各笔贷款所对应的保证（如有）、质权（如有）、抵押权（如有）均为上海农商银行合法所有并合法有效，不存在质押物、抵押物依法被查封、冻结、监管等情形；（g）各笔

贷款如含最高额保证的，则截至初始起算日，该最高额保证的主债权的确定期间已届满或通过其他方式可认定主债权已确定；如含最高额抵押的，则该最高额抵押合同约定，最高额抵押的主债权确定前，主合同项下部分或全部债权转让的，最高额抵押权相应随之转让；（h）同一借款合同项下的各笔贷款已经全部发放完毕；（i）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；（j）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；（k）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）；（l）借款人在近三年在与上海农商银行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；（m）信贷资产项下每笔贷款的质量应为上海农商银行制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类资产；（n）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 8 月 1 日，每笔贷款的合同到期日不早于 2015 年 8 月 31 日且不迟于 2018 年 6 月 30 日。

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	30 户
贷款借据笔数	57 笔
贷款借据总金额	159410.00 万元
资产池未偿本金余额	158510.00 万元
单笔贷款借据最大未偿本金余额	20000.00 万元
单笔贷款借据平均未偿本金余额	2780.88 万元
单笔贷款最高借据金额	20000.00 万元
单笔贷款平均借据金额	2796.67 万元
单户借款人最大未偿本金余额	20000.00 万元

加权平均现行贷款利率	5.93%
入池贷款加权平均初始期限	21.17 个月
入池贷款加权平均账龄	7.09 个月
入池贷款加权平均剩余期限	14.08 个月
单笔贷款最短剩余期限	2.14 个月
单笔贷款最长剩余期限	33.37 个月
资产池加权平均信用级别	BBB/BB ⁺
前五大借款人未偿本金余额占比	48.58%
前十大借款人未偿本金余额占比	66.56%

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

按照上海农商银行贷款质量风险分类方法，本交易入池贷款全部为上海农商银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

2. 入池贷款担保情况

本交易入池贷款的担保情况如表 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
信用	5	55000.00	34.70
抵押+保证	33	45610.00	28.77
保证	7	35250.00	22.24
抵押	9	15150.00	9.56
质押+保证	1	4000.00	2.52
质押	2	3500.00	2.21
合 计	57	158510.00	100.00

可以看出，本交易入池贷款中包含信用、保证及抵质押担保，但信用类贷款的未偿本金余额占比较高，达到 34.70%。

3. 入池贷款初始抵押率分布

入池贷款的抵、质押物主要为房产与存单，初始抵押率分布如表 5 所示：

表 5 入池贷款的初始抵押率分布 单位：%/笔/万元

初始抵押率	笔数	未偿本金余额	金额占比
(10,20]	1	2500.00	3.66
(20,30]	0	0.00	0.00
(30,40]	7	9880.00	14.47
(40,50]	8	17830.00	26.12
(50,60]	8	9150.00	13.40
(60,70]	19	25400	37.21
70 以上	2	3500.00	5.13
合 计	45	68260.00	100.00

注：初始抵质押物价值经过本期交易的会计顾问审计。

联合资信在进行压力测试时考虑了抵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级别。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
AA	2	25000.00	15.77
AA ⁻	3	52000.00	32.81
A ⁺	1	10000.00	6.31
A ⁻	1	4000.00	2.52
BBB ⁺	1	1250.00	0.79
BBB	2	5400.00	3.41
BBB ⁻	1	6000.00	3.79
BB ⁺	6	18650.00	11.77
BB	3	8500.00	5.36

BB ⁻	8	23610.00	14.89
B ⁺	2	4100.00	2.59
合 计	30	158510.00	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，联合资信评定本期交易资产池加权平均信用级别介于 BBB⁻至 BB⁺之间，记为 BBB⁻/BB⁺，资产池信用水平一般。

5. 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合计占资产池总余额的 66.56%，前五大借款人未偿本金余额占比为 48.58%，最大借款人未偿本金余额占比为 12.62%。根据本期交易的合格标准，截至初始起算日，包括未偿本金余额占比超过 5%的借款人在内的所有借款人均未出现贷款拖欠、破产或无力清偿的情况。未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况如表 7 所示：

表 7 未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况 单位：万元/%/月

序号	未偿本金余额	未偿本金占比	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	影子评级
1	20000.00	12.62	20000.00	36.00	33.37	商务服务业	上海	保证	AA ⁻
2	20000.00	12.62	20000.00	24.00	22.65	土木工程建筑业	上海	信用	AA ⁻
3	15000.00	9.46	15000.00	36.00	16.31	商务服务业	上海	信用	AA
4	12000.00	7.57	12000.00	12.00	5.85	汽车制造业	上海	保证	AA ⁻
5	10000.00	6.31	10000.00	12.00	5.19	其他金融业	上海	信用	AA
6	10000.00	6.31	10000.00	24.00	22.19	土木工程建筑业	上海	信用	A ⁺
合 计	87000.00	54.89	87000.00	—	—	—	—	—	—

注：1. 初始贷款期限是指贷款发放日至贷款合同到期日的时间区间，初始贷款期限=12*（贷款合同到期日-贷款发放日）/360，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时间区间，剩余期限=12*（贷款合同到期日-资产池初始起算日）/360，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。

6. 入池贷款本金偿还方式

本交易入池贷款本金偿还方式分为到期一次偿还和分期偿还两类，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
到期一次偿还	54	133910.00	84.48

分期偿还	3	24600.00	15.52
合 计	57	158510.00	100.00

7. 入池贷款利息支付方式

本交易入池贷款全部为按季支付利息。

8. 入池贷款利率类型

本交易入池贷款利率包括固定利率和浮动利率两种，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	55	156010.00	98.42
固定利率	2	2500.00	1.58
合 计	57	158510.00	100.00

可以看出，本期交易入池贷款中，浮动利率贷款占比较高，达到 98.42%。

9. 入池贷款利率水平

本交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 5.93%，具体分布如表 10 所示：

表 10 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
(5.0,6.0]	29	115360.00	72.78
(6.0,7.0]	25	39050.00	24.64
(7.0,8.0]	3	4100.00	2.59
合 计	28	158510.00	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 43.62 个月，最短初始期限为 12.00 个月，最长初始期限为 60.03 个月。入池贷款初始期限分布如表 11 所示：

表 11 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]	82410.00	51.99
(12,24]	31900.00	20.12
(24,36]	40700.00	25.68
(36,48]	1500.00	0.95
(48,60]	2000.00	1.26
合 计	158510.00	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 7.09 个

月，最短账龄 1.35 个月，最长账龄 29.59 个月，具体分布如表 12 所示：

表 12 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]	84530.00	53.33
(6,12]	48280.00	30.46
(12,18]	0.00	0.00
(18,24]	22200.00	14.01
(24,30]	3500.00	2.21
合 计	158510.00	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绝大部分在一年以内，账龄在一年以内的入池贷款未偿本金余额合计占比达到 83.79%。

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 14.08 个月，最短剩余期限为 2.14 个月，最长剩余期限为 33.37 个月。入池贷款剩余期限分布如表 13 所示：

表 13 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]	51380.00	32.41
(6,12]	36530.00	23.05
(12,18]	20100.00	12.68
(18,24]	26000.00	16.40
(24,30]	4500.00	2.84
(30,36]	20000.00	12.62
合 计	158510.00	100.00

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

期交易入池贷款借款人行业分布如表 14 所示：

表 14 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
商务服务业	4	41150.00	25.96
土木工程建筑业	2	30000.00	18.93
汽车制造业	5	23300.00	14.70
电气机械和器材制造业	4	11380.00	7.18
其他金融业	1	10000.00	6.31
批发业	3	7400.00	4.67
通用设备制造业	1	6000.00	3.79
家具制造业	2	5500.00	3.47
金属制品业	2	5150.00	3.25
木材加工和木、竹、藤、 棕、草制品业	1	4500.00	2.84
电气机械和器材制造业	1	4000.00	2.52
医药制造业	1	3480.00	2.20
文教、工美、体育和娱乐 用品制造业	1	3200.00	2.02
造纸和纸制品业	1	2200.00	1.39
专用设备制造业	1	1250.00	0.79
合 计	30	158510.00	100.00

本交易入池贷款中商务服务业的借款人未偿本金余额占比最高，达25.96%。联合资信对该行业借款人评定的影子级别区间为BB⁻至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。

入池资产中未偿本金余额占比第二高的行业为土木工程建筑业，占 18.93%。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为从事城市基础设施工程、路桥工程和港口工程建设。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。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%。

本交易入池贷款中未偿本金余额占比第三的行业为汽车制造业，占14.70%。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BB⁻至AA⁻。本期交易中该行业借款人主要为从事汽车零部件的生产。汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，是拉动国民经济增长的重要产业。2014年，中国汽车市场延续2013年发展态势，保持平稳增长。汽车产销稳中有增，汽车产业结构进一步优化。据中国汽车工业协会统计，2014年中国汽车产销分别完成2372.29万辆和2349.19万辆，比上年分别增长7.3%和6.9%，产销速度比上年分别下降7.5和7个百分点。另一方面，我国近几年汽车市场增速放缓，行业集中度进一步提升，节能减排政策使汽车市场的产品结构发生调整，钢材和燃油价格的波动对企业的市场需求和成本水平影响较大。未来一段时间，在我国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级等因素的拉动下，我国汽车行业仍将具有较大的市场空间和产品结构调整空间。

总体看来，本期交易入池贷款借款人分布于 15 个行业，涉及行业数量较多，但仍存在一定的行业集中风险且部分集中度较高的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

本交易入池资产的借款人全部位于上海市。

根据国家与地方统计局相关数据，2014 年上海市实现生产总值 23560.94 亿元，比上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 124.26 亿元，

增长 0.1%；第二产业增加值 8164.79 亿元，增长 4.3%；第三产业增加值 15271.89 亿元，增长 8.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到 64.8%，比上年提高 1.6 个百分点。2014 年，全年完成全社会固定资产投资总额 6016.43 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重为 80.6%。上海市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。在《2014 年中国城市竞争力蓝皮书》中国城市可持续竞争力排名中，上海市排名第 2 位，仅次于中国香港。总体看，上海市经济保持稳步增长财政收入持续快速增长，经济发展环境良好。

总体来看，本交易借款人所处地区经济发

展健康、平稳，但资产池存在较高的地区集中度。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

本期资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本交易还安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先档证券的偿付。

1. 信托账户

在信托设立日当日或之前，受托人将设立信托专用账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账户下设立三个子账，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，税收专用账在接收收益账转入的资金后用来支付信托应缴纳的税收和规费。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 个自然日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备贷款服务机构，或 (2) 在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或 (3) 后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的规定任命继任者；(e) 某一收款期间结束时的累计违约率超过 7%；(f) 在优先 A-1 档资产支持证券或优先 A-2 档资产支持证券预期到期日前第一个信托利益核算日，受托人按照交易文件相应条款约定的分配顺序无法足额分配相应的优先档资产支持证券的未偿本金余额，或在优先 B 档资产支持证券预期到期日前第一个信托利益核算日，优先 B 档资产支持证券仍未清偿完毕且受托人按照交易文件相应条款约定的分配顺序无法足额分配该优先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：

(g) 委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述 (c) 项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救；(h) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(i) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者贷款有重大不利影响的事件；(j) 交易文件（《承销协议》、《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

金首先将应付税收和规费转入税收专用账，然后顺序支付代理机构报酬及受托人垫付的费用、各机构报酬及限额内费用、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、累计违约额补足、限额外费用、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收和规费、代理机构报酬及受托人垫付的费用、各机构报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息；然后，在尚未发生加速清偿事件情况下，首先支付优先 A-1 档证券的本金，直至优先 A-1 档证券的本金清偿完毕；其次支付优先 A-2 档证券的本金，直至优先 A-2 档证券的本金清偿完毕；在发生加速清偿事件的情况下，同顺序按比例支付优先 A-1 档和优先 A-2 档证券本金；然后顺序支付优先 B 档证券本金和次级档证券本金，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支付税收和规费、代理机构报酬及受托人垫付的费用、各机构报酬及费用、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 档资产支持证券、优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后档次的证券为优先档次证

券提供信用损失保护。具体而言，本交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 36.28%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 18.49%。

（2）超额利差

本交易资产池贷款组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先档证券票面利率之间预计可能存在一定的利差。

“加速清偿事件”发生前，超额利差通过对违约本金的弥补以及在支付完次级档证券期间收益后对证券本金的偿付提供信用支持；“加速清偿事件”发生后，超额利差直接对证券本金的偿付提供信用支持（因此时收益款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上海农商银行的违约风险。

上海农商银行财务状况稳健，管理水平很高，联合资信评定上海农商银行的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起人上海农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，贷款组合的本息回收与贷款服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。

当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级且中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 A 时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日；自联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 级但高于或等于 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 A 但高于或等于 BBB⁺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。当发生权利完善事件约定的相关条款后借款人或担保人仍将回收款划付至贷款服务机构，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后 3 个工作日内的任一工作日。作为贷款服务机

构，上海农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能有效缓释混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先档证券利息兑付之间的错配。本交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，而只设计了本金账对收益账的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金账资金对收益账有关支出的差额补足能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；其中浮动利率调整频率分为按季调整和按年调整。本期交易优先 A-1 档证券执行固定利率；优先 A-2 档证券和优先 B 档证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，基准利率为人民银行公布的一年定期存款利率，基本利差根据簿记建档结果确定。可以看到，本期交易入

池贷款利率和优先档资产支持证券利率在利率类型、利率基准、调整频率、幅度方面均有所差异，存在因利率波动或时间错配而导致利率风险的可能性。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本期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，利率市场化将对本期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，借款人集中度及地区集中度相对增加，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。

本交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构上海农商银行于既定条件下按照公允的市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，它是发起机构于既定条件下的一项选择权。若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

（7）再投资风险

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

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资是仅限于将闲置资金以协议存款方式存放于除发起机构或贷款服务机构外，且联合资信给予主体长期信用等级高于或等于 AA 级且中债资信给予主体长期信用等级高于或等于 A⁺级的商业银行。

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：

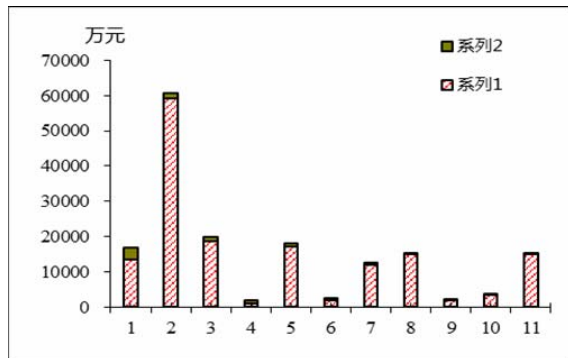


图 2 正常情况下资产池本息流入

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：

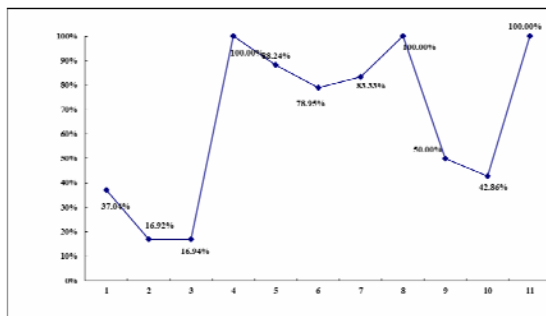


图 3 各期单户最高还本额占总还本额之比

从图 3 可以看出，总共有 7 个收款期间单户最高还本额占比高于或等于 50%。若该等借款人在当期出现拖欠或者违约，可能会导致流动性风险。收款期间 4、5、6、7、8 中还本占比最大的借款人影子级别区间为 B⁺至 AA⁻，部

分借款人信用等级较低，若该等借款人出现本金拖欠，则有可能产生流动性风险。而收款期 9 和 11 处于证券存续后期，优先档证券已基本偿付完毕，对优先档证券本息偿付影响不大，因此发生流动性风险的可能性较小。

在进行蒙特卡洛模拟时，联合资信从审慎的角度出发，充分考虑到国内现行市场经济运行特点；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和目标评级回收率如表 15 所示：

表 15 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	23.40%	25.36%
AA ⁺	19.30%	27.78%

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

时间	违约分布
第 1 年	4.17%
第 2 年	63.50%
第 3 年	32.33%
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。详见表 17：

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 18 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 4.00%	预期发行利率上浮 100 个 BP
	优先 A-2 档证券预期发行利率 4.30%	预期发行利率上浮 100 个 BP

	优先 B 档证券预期发行利率 5.50%	预期发行利率上浮 100 个 BP
	次级档证券期间收益 4.00%	—
提前还款比例	30%/年	测试 0%—50%/年的区间
回收率	优先 A-1 档证券 10%	优先 A-1 档证券回收率降至 0%
	优先 A-2 档证券 10%	优先 A-2 档证券回收率降至 0%
	优先 B 档证券 35%	优先 B 档证券回收率降至 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

本交易的发起机构/贷款服务机构为上海农村商业银行股份有限公司。作为发起机构，上海农商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，会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。

上海农商银行成立于 2005 年 8 月，初始注册资本 30 亿元，是在上海市原 234 家农村信用合作社改制基础上，由地方国有企业、外资银行、民营企业、自然人等共同参股组建的区域性商业银行。2007 年，上海农商银行引入战略投资者澳大利亚和新西兰银行集团有限公司（以下简称“澳新银行”），注册资本增至 37.46 亿元。2010 年，上海农商银行实施定向增发，股本增至 50 亿元。截至 2015 年 6 月末，上海农商银行前五大股东持股情况见表 18。

表 18 上海农商银行前五大股东持股情况 单位：%

序号	股东名称	占比
1	澳大利亚和新西兰银行集团有限公司	20.00
2	上海国际集团有限公司	8.01
3	上海国有资产经营有限公司	8.01
4	中国太平洋人寿保险股份有限公司	7.00
5	深圳市联想科技园有限公司	5.73
合计	—	48.75

截至 2014 年末，上海农商银行资产总额 4853.03 亿元，所有者权益 381.44 亿元；不良

贷款率 1.27%，拨备覆盖率 212.50%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率为 13.25%，一级资本充足率为 12.10%，核心一级资本充足率为 12.10%。2014 年，上海农商银行实现营业收入 141.51 亿元，净利润 50.13 亿元。

上海农商银行按照《公司法》、《商业银行法》等相关法律法规要求，构建了由股东会、董事会、监事会、管理层组成的“三会一层”公司治理架构，并通过完善风险管理组织架构、推进嵌入式风控模式、优化信贷审批会运作机制、推行全行风险经理制度、开展风险评级和稳健性自评等方法持续加强内部控制体系建设。

在风险管理方面，上海农商银行持续完善风险管理组织体系建设，推进嵌入式风控模式，进一步增强风险管理独立性及其对业务发展支持力度，各项风险管理措施有效性不断提高，风险管理系统支持力度不断加强；优化设置风险偏好策略及监控指标体系，全面风险管理的手段和运作机制得到提升。

作为此次信贷资产证券化的贷款服务机构，上海农商银行引入项目式管理机制，以金融市场部为归口牵头部门，集合各相关部门专业人才智慧，力争发挥集体论证、快速决策的机制优势，适应信贷资产化业务常态化发展的需要；并制定了信贷资产证券化业务相关风险管理和内部控制制度，有助于推进证券化业务相关重大事项的审议及相关审批决策。上海农商银行将持有本期资产支持证券各档规模的 5%，对上海农商银行作为贷款服务机构的尽职

履责有一定的激励作用。

总体来看，上海农商银行持续完善内部控制及风险管理体系，各项业务发展势头良好，资产规模稳步增长，资本充足。联合资信给予上海农商银行主体评级结果为AAA，评级展望为稳定。联合资信认为作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，上海农商银行信用水平极高，尽职意愿很强，能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宁波银行股份有限公司（以下简称“宁波银行”）。宁波银行成立于1997年4月10日，于2007年在深圳证券交易所挂牌上市，成为国内首批上市的城市商业银行之一。截至2014年末，宁波银行拥有246家营业网点，其中下设10家分行和21家一级支行。截至2014年末，宁波银行股本总额为32.49亿元，其中，新加坡华侨银行有限公司是最大单一股东，占18.58%，无实际控制人。

截至2014年末，宁波银行合并资产总额为5541.13亿元，其中贷款总额2017.50亿元；负债5199.48亿元，其中存款余额3065.32亿元；所有者权益为341.64亿元。2014年，宁波银行实现营业收入153.57亿元，净利润56.34亿元；2014年末宁波银行不良贷款率为0.89%，按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算的资本充足率为12.40%，一级资本充足率为10.07%，核心一级资本充足率为10.07%。

近年来宁波银行不断加强公司治理建设，健全了“三会一层”与经营层各专业委员会的定期沟通和决策制衡机制；完善了各项业务过程和操作环节的内部控制措施，严格各项业务的授权、审批程序和审批权限，在不同岗位和机构之间建立了分工合理、权责分明、相互制约、相互监督的内部控制机制；公司按照会计准则的要求，规范会计核算，调整费用报销流程，同时充分配置财务资源，人员素质、结构满足内控要求，保证会计资料真实完整和财务

报告的真实、可靠、公允；建立全面预算管理体系，细化了财务预算的制定；按照全面性、有效性和适宜性原则，及时识别、定期评估经营活动风险和内部控制状况，确保各项经营管理活动合法合规、资产安全完整；加大了内部控制制度的执行力度，内部控制执行情况与经营机构绩效考核挂钩，在有效贯彻激励措施的同时，对内部控制执行不力的实施严格问责，确保了各项内控控制措施有效落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

2014年，宁波银行银行资金托管业务呈现快速上升的发展态势，其资产托管业务收入约为1.20亿元，较期初增加了0.84亿元，同比增长235.57%。同时，宁波银行曾在“青银2014年第一期信贷资产证券化”项目中担任资金保管机构，具有一定的托管经验。

总体看来，宁波银行公司治理完善、内控严密、风险管理能力强，能够较好地履行本交易的托管和资金保管义务。

3. 受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人是上海国际信托有限公司（以下简称“上海国际信托”）。上海国际信托原名“上海市投资信托公司”，1981年由上海市财政局出资成立。2001年公司经中国人民银行核准首批获得重新登记，注册资本人民币25亿元，股东增至13家。2007年7月，经中国银监会批准更名为“上海国际信托有限公司”，并换发了新的金融许可证。目前最大的股东为上海国际集团有限公司，持股66.33%。

截至2014年末，按照合并报表口径，上海国际信托资产总额102.15亿元，所有者权益92.45亿元。2014年，上海国际信托实现营业收入34.46亿元，净利润18.74亿元。

截至2014年末，上海国际信托信托业务资产3863.69亿元。2014年，信托业务实现营业收入212.80亿元，信托净利润193.05亿元。

上海国际信托曾担任“鑫宁2014年第一期

信贷资产证券化信托”、“浦发银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托”以及“招金 2015 年第一期租赁资产证券化信托”的受托机构和发行人，项目运行情况正常。同时，上海国际信托已参与多家银行及非银行金融机构资产证券化项目

的前期准备工作。

总体来看，上海国际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：本期交易的发起机构、受托机构、贷款服务机构等相关当事方具备从事信贷资产证券化活动的主体资格；本期交易文件不违反中国现行法律、行政法规和部门规章，在约定的生效条件满足后将对各方构成合法的、有效的和有约束力的义务，相关各方可按照相应的条款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；信托一经生效，委托人对贷款债权及与该债权有关的附属担保权益的转让即发生法律效力；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，信托财

产均不作为其清算财产（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义务。

会计意见书表明：上海农商银行将不合并上海国际信托设立的特定目的信托；上海农商银行将终止确认委托给上海国际信托的信贷资产。

税务意见书表明：上海农商银行转让其信贷资产的行为不征收营业税；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可能需要缴纳营业税；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综合考量，并在对资产池进行信用分析和交易结构现金流分析的基础上

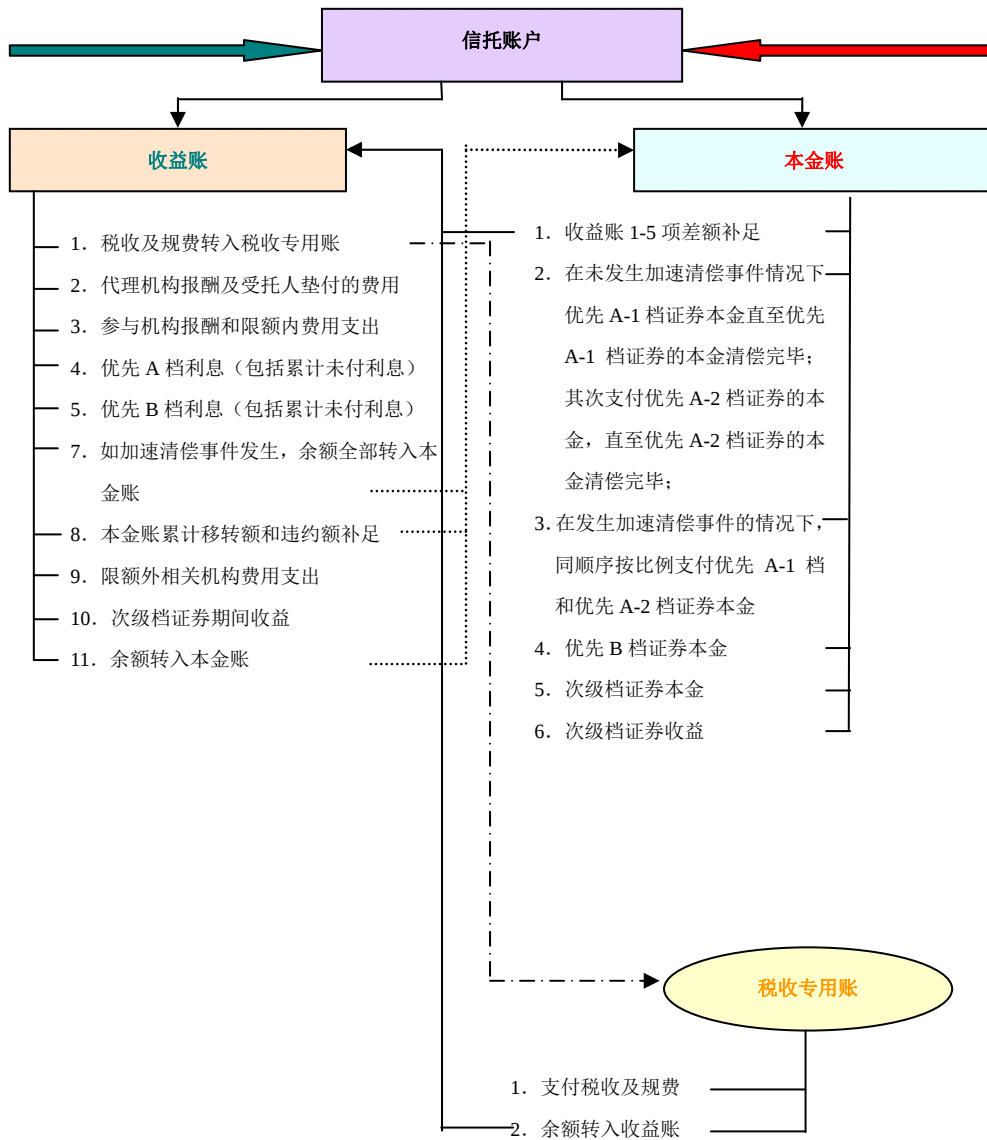
确定“鑫诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券（包括优先 A-1 档和优先 A-2 档资产支持证券）的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信

用等级为 AA⁻；次级档资产支持证券未予评级。

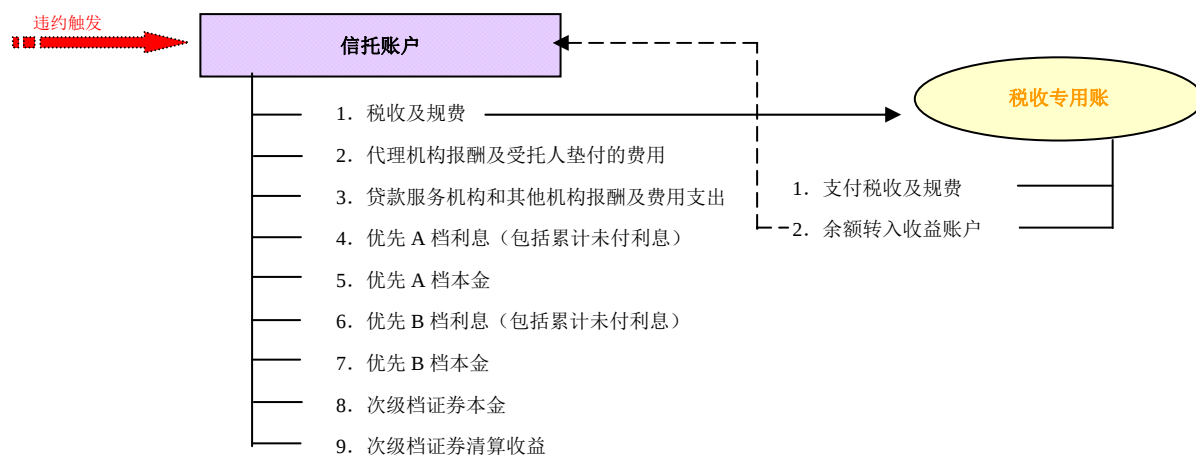
上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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 鑫诚 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鑫诚 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。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鑫诚 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，或发生可能对鑫诚 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，或发生可能对鑫诚 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鑫诚 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鑫诚 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。

