

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《进元 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

二零一五年十一月十一日



信用等级公告

联合[2015] 2254 号

联合资信评估有限公司通过对“进元 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

进元 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
二零一五年十一月十一日



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

进元 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	信用等级
优先 A-1 档资产支持证券	30000.00	6.39	固定利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证券	345500.00	73.58	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	46550.00	9.91	浮动利率	AA ⁺
次级档资产支持证券	47520.15	10.12	—	—
合 计	469570.15	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 8 月 20 日
证券法定到期日：2020 年 1 月 26 日
交易类型：静态现金流型 CLO
载体形式：特殊目的信托
基础资产：中国进出口银行 469570.15 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：AA/AA⁻
信用提升机制：优先/次级结构与触发机制
委托人/发起机构/贷款服务机构：中国进出口银行
受托机构/发行人：中信信托有限责任公司
资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司北京分行
主承销商：招商证券股份有限公司

报告出具日：

2015 年 11 月 11 日

分析师

屈晓灿 钱 辰

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“进元 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 A-1 档、优先 A-2 档，下同）资产支持证券信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 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. 本交易入池贷款全部为中国进出口银行发放的正常类贷款，入池贷款的加权平均信用等级为 AA/AA⁻，基础资产信用水平很高。
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 档和次级档资产支持证券 20.03% 的信用支持，优先 B 档证券获得次级档证券 10.12% 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. 本交易资产池贷款组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先档证券票面利率之间预计存在一定的利差，超

额利差将对优先档资产支持证券形成较好的信用支持。

5. 中国进出口银行极高的信用等级以及丰富的资产证券化经验，有助于保障其贷款服务履职能力，抵御相关风险。
6. 发起机构进出口银行将持有总发行规模6.39%的次级档证券，这将增强其作为贷款服务机构的尽职意愿。

关注及风险缓释

1. 入池贷款中未偿本金余额占比前三大的行业分别为土木工程建筑业、水上运输业和化学原料和化学制品制造业，合计占35.45%。行业的景气度较低或受政策影响较大，预计将存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中考虑了行业风险的变化，通过提高上述行业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行业风险。

2. 入池贷款分布在辽宁省和广东省的未偿本金余额合计占比较大，考虑到该等地区近期的银行贷款不良率持续上升，存在一定的区域风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中考虑到地区经济形势的变化，并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风险。

3. 入池贷款未偿本金余额超过5%的借款人数量较多，共占51.96%。存在较高的借款人集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高占比较大借款人违约率等方式来反映集中风险。

4. 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。

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的模型风险。

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、模拟集中违约时间等手段，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. 全球经济疲弱，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中国进出口银行和发行人中信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“进元 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。



一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）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 469570.15 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）设立“进元 2015 年第一期信贷资产证券化信托”。中信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、优先 A-2 档，下同）、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：中国进出口银行
发行人/受托机构/受托人：中信信托有限责任公司
贷款服务机构：中国进出口银行
资金保管机构：中国邮政储蓄银行股份有限公司北京分行
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计及税务顾问/审计师：信永中和会计师事务所
法律顾问：北京市君泽君律师事务所
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

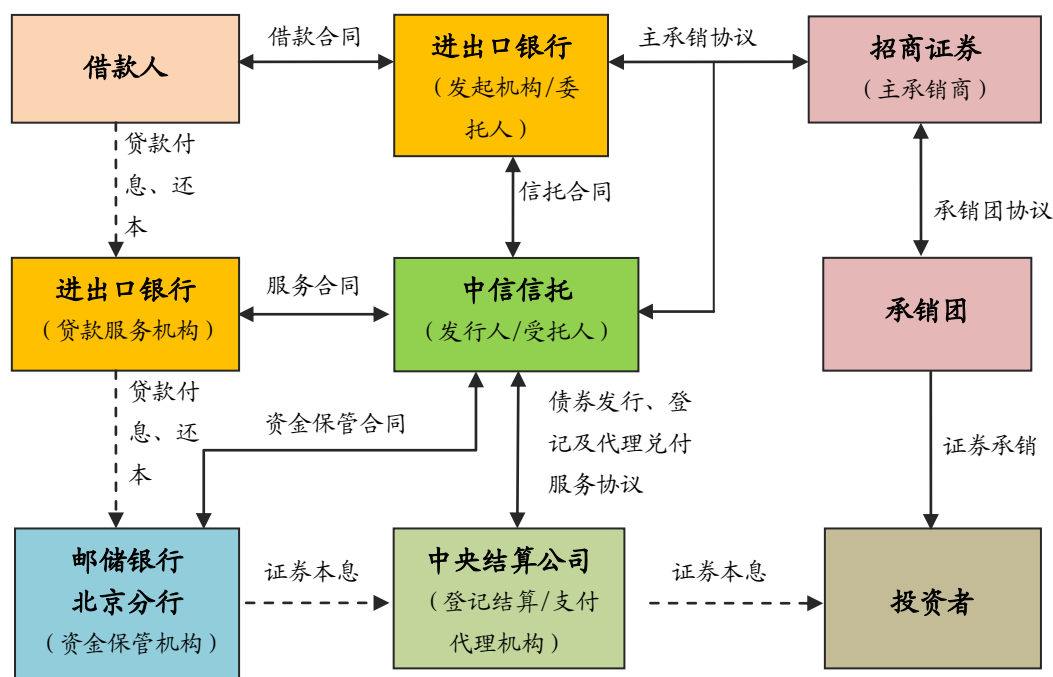


图 1 交易安排

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、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。优先A档、优先B档、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档和优先B档证券采用公开招标方式发行，次级档证券采用公开发售方式，并且向委托人发行一定规模次级档资产支持证券，进出口银行拟持有63.13%的次级档证券。

优先A-1档采用固定利率，票面利率根据公开招标结果确定。优先A-2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，基准利率为公开招标前一日人民银

行公布的一年期定期存款利率，基本利差根据公开招标结果确定；优先档证券基准利率将于基准利率调整日进行调整，基准利率调整日为中国人民银行调整一年期定期存款利率生效后第3个自然月的对应日，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	信用等级	利息 偿付方式	本金 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	按季付息	过手摊还	30000.00	6.39	固定利率	2016 年 1 月 26 日	2020 年 1 月 26 日
优先 A-2 档	AAA	按季付息	过手摊还	345500.00	73.58	浮动利率	2017 年 4 月 26 日	2020 年 1 月 26 日
优先 B 档	AA ⁺	按季付息	过手摊还	46550.00	9.91	浮动利率	2017 年 10 月 26 日	2020 年 1 月 26 日
次级档	NR	—	—	47520.15	10.12	—	2018 年 1 月 26 日	2020 年 1 月 26 日

注：NR 为未予评级。

3. 基础资产

本期交易的入池资产涉及发起机构进出口银行向 29 户借款人发放的 37 笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2015 年 8 月 20 日），入池贷款的未偿本金余额为人民币 469570.15 万元。

根据信托合同约定，本交易入池贷款的合格标准系指在初始起算日和信托财产交付日：

(a) 各笔贷款均为委托人作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；(b) 委托人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；(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) 各笔贷款均为委托人发放的贷款，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，则截至初始起算日该最高额担保的主债权已确定或相应的担保人在该笔贷款转让给受托人后继续承担相应的担保责任；(h) 借款合同、担保合同均适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(i) 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（包括但不限于本金、利息及其他款项）全部入池；(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法人或其他组织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) 借款人在近三年与委托人的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正常类资产；(n) 借款人评级按委托人内部信贷评级不低于 A 级；如为担保类贷款，担保人评级按委托人内部信贷评级不低于 A 级；(o) 信贷资产所包含的每笔贷款的合同到期日不早于 2015 年 11 月 30 日且不晚于 2019 年 6 月 30 日；(p) 对同一借款人的全部入池贷款的未偿本金余额不小于 1000 元人民币但不超过 5 亿元人民币。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表3 资产池概况

资产池未偿本金余额	469570.15 万元
入池贷款合同金额	583200.00 万元
借款人户数	29 户

贷款笔数	37 笔
单笔贷款平均未偿本金余额	12691.09 万元
单笔贷款平均合同余额	15762.16 万元
单笔贷款最大未偿本金余额	49000.00 万元
单户贷款最大未偿本金余额	50000.00 万元
加权平均现行贷款利率	5.60%
入池贷款加权平均贷款账龄	17.66 个月
加权平均初始贷款期限	34.50 个月
入池贷款加权平均剩余期限	16.84 个月
单笔贷款最短剩余期限	5.80 个月
单笔贷款最长剩余期限	45.97 个月
资产池加权平均信用级别	AA/AA ⁺

前五大借款人未偿本金余额占比	45.57%
前十大借款人未偿本金余额占比	66.02%

注：1.除户数和笔数以外，所有数据均按四舍五入精确到小数点后两位，下同；

2.加权平均初始贷款期限的计算以入池借据发放日和借据到期日为准，初始贷款期限=（贷款发放日-贷款到期日）/30；

3.剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款到期日的区间，剩余期限=（贷款到期日-资产池初始起算日）/30；

4.账龄是指自贷款实际发放日至资产池初始起算日的区间，账龄=（资产池初始起算日-贷款发放日）/30。

5.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. 入池贷款质量

按照进出口银行贷款质量风险分类方法，本交易入池贷款全部为进出口银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量良好。

2. 入池贷款担保方式

本交易入池贷款的担保方式分布如表 4 所示：

表 4 入池贷款担保方式 单位：笔/万元/%

担保性质	借款笔数	未偿本金余额	金额占比
信用	12	203950.00	43.43
保证	15	163570.15	34.83
抵押	3	41950.00	8.93
保证+抵押	3	21500.00	4.58

质押	2	15600.00	3.32
保证+抵押+质押	1	15000.00	3.19
保证+质押	1	8000.00	1.70
合 计	37	469570.15	100.00

可以看出，本交易入池贷款中，信用类贷款未偿本金余额占比较高，占 43.43%，这类贷款违约后的回收风险相对较大。

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，联合资信对借款人进行信用风险评估的同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，确定借款人的信用等级。按照上述原则，联合资信逐笔评定借款人的影子级别。资产池借款人影子级别分布如表 5 所示：

表 5 借款人影子级别 单位：户/万元/%

影子级别	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
AAA	1	10000.00	2.13
AA ⁺	10	193600.00	41.23
AA	6	124274.15	26.47

AA ⁻	4	59446.00	12.66
A ⁺	5	50250.00	10.70
A	1	15000.00	3.19
A ⁻	2	17000.00	3.62
合 计	29	469570.15	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 AA⁻ 和 AA 之间，记

为 AA/AA⁻。该结果表明资产池整体信用水平很高。

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 66.02%，前五大借款人未偿本金余额占比为 45.57%，最大借款人未偿本金余额占比为 10.65%。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/月/%

序号	未偿本金余额	金额占比	贷款合同金额	初始贷款期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保方式	影子级别
1	50000.00	10.65	50000.00	23.77	5.80	水上运输业	辽宁	保证	AA ⁺
2	49000.00	10.44	50000.00	27.50	16.63	土木工程建筑业	天津	信用	AA
3	45000.00	9.58	45000.00	36.53	28.50	造纸和纸制品业	湖南	保证	AA ⁺
4	40000.00	8.52	40000.00	24.37	16.17	计算机、通信和其他电子设备制造业	广东	信用	AA ⁻
5	30000.00	6.39	30000.00	36.50	24.30	铁路运输业	广西	信用	AA ⁺
6	30000.00	6.39	30000.00	18.23	10.50	化学原料和化学制品制造业	贵州	信用	AA
合 计	244000.00	51.96	245000.00	—	—	—	—	—	—

注：1.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。

2.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，资产池未偿本金余额占比超过 5% 的借款人数量较多，且合计金额占比较高，存在较高的借款人集中风险。但上述借款人的贷款均为进出口银行正常类贷款，借款人在近三年与进出口银行的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，借款人的影子级别较高，相应的违约风险较低。联合资信在违约模型中，通过提高占比较大借款人的违约率等手段来反映借款人集中风险。

5. 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 7 所示：

表 7 入池贷款本金偿付方式 单位：万元/%

还本方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
到期一次偿还	18	253000.00	53.88

分期偿还	19	216570.15	46.12
合 计	37	469570.15	100.00

可以看出，本交易到期一次偿还的贷款未偿本金余额占比为 53.88%，相较于分期偿还，此类贷款的到期还本压力较大。

6. 入池贷款利息偿还方式

本交易入池贷款全部为按季支付利息。

7. 入池贷款利率类型

本交易入池贷款利率类型如表 8：

表 8 入池贷款利率类型 单位：万元/%

利率类型	借款笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动	34	390570.15	83.18
固定	3	79000.00	16.82

合 计	37	469570.15	100.00
-----	----	-----------	--------

可以看出，本交易入池贷款有 83.18% 的贷款执行浮动定利率，存在一定的因利率波动导致的利率风险。

8. 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 5.60%，具体分布如表 9 所示：

表 9 入池贷款利率分布 单位：万元/%

利率	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
(5.0%,5.5%]	19	213574.15	45.48
(5.5%,6.0%]	16	219996.00	46.85
(6.0%,6.5%]	2	36000.00	7.67
合 计	37	469570.15	100.00

9. 入池贷款账龄

本交易入池贷款加权平均账龄为 17.66 个月，最短账龄 4.77 个月，最长账龄 78.13 个月，具体分布如表 10 所示：

表 10 入池贷款账龄 单位：月/万元/%

账龄	未偿本金余额	金额占比
[0,6]	41000.00	8.73
(6,12]	207550.00	44.20
(12,18]	131780.00	28.06
(18,24]	15000.00	3.19
(24,30]	7500.00	1.60
(30,36]	6000.00	1.28
(36,42]	11324.15	2.41
(42,48]	15000.00	3.19
(48,54]	10950.00	2.33
54 以上	23466.00	5.00
合 计	469570.15	100.00

注：[,]为左开右闭区间，例如(6, 12]表示大于 6 个月但小于等于 12 个月，下同。

可以看出，本交易入池贷款的账龄主要集中于 18 个月以内。

10. 入池贷款剩余期限

本交易入池贷款加权平均剩余期限为 16.84 个月，最短剩余期限为 5.80 个月，最长剩余期限为 45.97 个月。入池贷款剩余期限具体分布如表 11 所示：

表 11 入池贷款剩余期限 单位：月/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	50000.00	10.65
(6,12]	119780.00	25.51
(12,18]	137950.00	29.38
(18,24]	45466.00	9.68
(24,30]	90424.15	19.26
(30,36]	15000.00	3.19
(36,42]	0.00	0.00
(42,48]	10950.00	2.33
合 计	469570.15	100.00

考虑到既定期限内集中违约的影响，联合资信设计了相应的违约分布情景并进行了压力测试，以反映入池贷款剩余期限特征。

11. 入池贷款行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准，本交易入池贷款借款人行业分布如表 12 所示：

表 12 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
土木工程建筑业	2	69000.00	14.69
水上运输业	1	50000.00	10.65
化学原料和化学制品制造业	3	47466.00	10.11
造纸和纸制品业	1	45000.00	9.58
计算机、通信和其他电子设备制造业	1	40000.00	8.52
铁路运输业	1	30000.00	6.39
有色金属冶炼和压延加工业	3	27800.00	5.92
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	3	25000.00	5.32
医药制造业	2	19480.00	4.15
电气机械和器材制造业	3	18000.00	3.83

批发业	1	16000.00	3.41
汽车制造业	1	15000.00	3.19
橡胶和塑料制品业	1	14950.00	3.18
租赁业	2	11600.00	2.47
广播、电视、电影和影视录音制作业	1	10950.00	2.33
软件和信息技术服务业	1	10000.00	2.13
纺织业	1	8000.00	1.70
农、林、牧、渔服务业	1	7000.00	1.49
酒、饮料和精制茶制造业	1	4324.15	0.92
合 计	29	469570.15	100.00

本交易入池贷款中土木工程建筑业的借款人未偿本金余额占比最高，达到14.69%。联合资信对资产池中该行业的借款人评定的影子评级级别均为AA。本交易入池贷款中土木工程建筑业的借款人主要为国有控股的从事铁路及公路建设的建筑类企业。铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业；公路交通也一直是国家优先鼓励发展和重点支持的行业。道路项目建设一般具有投资规模大、建设和投资回报周期长等特点。随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内道路基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2011-2013年中国铁路固定资产投资额和公路建设投资额均呈平稳增长的态势，三年复合增长率分别为7.72%和4.26%。2014年，中国铁路固定资产投资额和公路建设投资额分别完成7387.46亿元和15460.94亿元，同比分别增长7.95%和12.92%。鉴于道路设施建设是推进城镇化进程必不可少的物质保证，道路设施建设也将一直成为社会发展的重点，该行业信用状况有望保持稳定；同时考虑到本交易入池的土木工程建筑业借款人的国有背景，该行业借款人发生违约的风险不大。

本交易入池贷款中水上运输业的借款人未偿本金余额占比次高，达到10.65%。联合资信对该行业借款人评定的影子级别为AA⁺。进入二十一世纪以来，随着中国国民经济的高速发

展，中国水上旅客运输行业保持了多年的高速增长。根据中华人民共和国交通运输部《2014年交通运输行业发展统计公报》，截至2014年末，全国完成水路客运量2.63亿人、旅客周转量74.34亿人公里，同比分别增长11.7%和8.8%；2013年以来，中国经济增长出现“软着陆”迹象，水运客、货运量增速均逐渐放缓，但从运输总量来看，2014年总体形势好于2013年。在水路货运方面，2014年中国沿海运输完成货运量18.92亿吨，远洋运输完成货运量7.47亿吨。总体来看，中国政府的相应政策支持有助于促进中国水上运输业优化产业结构、扩展产业规模，为中国水上运输业未来发展提供了良好的政策保障。

入池贷款中未偿本金余额占比第三高的行业为化学原料和化学制品制造业，占 10.11%。联合资信对该行业借款人评定的影子级别区间为 AA⁻至 AA。2014 年，我国全部工业增加值 227991 亿元，比上年增长 7.0%，其中化学原料和化学制品制造业增长 10.3%。2014 年我国化学原料及化学制品制造业出口交货值达 4390.6 亿元，增长 10.1%。我国化工经济总量虽然已经超越美国而跃居世界第一，但“大而不强”问题还很突出。国家统计局公布数据显示，2013 年全年我国规模以上化学原料及化学制品企业数量为 24211 家，亏损企业达到 2826 家，亏损率为 11.67%。联合资信将对化学原料和化学制品制造业的信用状况保持持续关注。

总体来看，本交易入池贷款占比较高的行业在短期内存在一定的下行风险或受政策影响较大。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信在违约模型中适当提高了不景气行业中借款人的违约率以反映该等风险，并将对以上行业保持持续关注。

12. 入池贷款地区分布

本交易入池贷款借款人所处地区见表 13：

表 13 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
辽宁省	2	65000.00	13.84
广东省	2	56000.00	11.93
天津市	2	55000.00	11.71
湖南省	2	54800.00	11.67
广西省	1	30000.00	6.39
贵州省	1	30000.00	6.39
吉林省	3	26450.00	5.63
江苏省	2	25000.00	5.32
福建省	3	24396.00	5.20
湖北省	1	20000.00	4.26
新疆省	2	17000.00	3.62
黑龙江省	2	14324.15	3.05
云南省	1	10000.00	2.13
重庆市	1	10000.00	2.13
北京市	1	10000.00	2.13
河北省	1	8000.00	1.70
四川省	1	8000.00	1.70
上海市	1	5600.00	1.19
合 计	29	469570.15	100.00

本交易入池贷款未偿本金余额占比最大的地区为辽宁省，占 13.84%。根据辽宁省政府工作报告，2014 年，辽宁省在国务院出台支持东北振兴重大政策举措的背景下，迎来新一轮振兴发展机遇，为辽宁扩大对内对外开放提供了契机；但同时辽宁省也遇到了严峻经济形势带来的下行压力。2014 年，辽宁省地区生产总值为 2.86 万亿元，较上年增长 5.8%，增速较上年下降 2.9 个百分点，延续了 2013 年以来的下降趋势，且低于全国 7.4% 的经济增速，经济指标的持续回落与发展方式仍然比较粗放、产业结构不尽合理、科技创新驱动能力不强以及经济发展动力不足等因素有关。2015 年，辽宁省将着力发展和培育新的经济增长点，积极推进产业转型升级，将地区 GDP 增速目标设定为 6% 左右。国家层面政策的带动有望为辽宁省注入新的发展活力，其经济运行情况有待观察。

本次交易入池贷款未偿本金余额占比第二大的地区为广东省，占 11.93%。2014 年，广东省生产总值为 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劳动密集型产品向内陆转移的影响，全省进出口总额 10767.34 亿美元，比上年下降 1.4%。广东省经济运行仍面临市场有效需求不足以及结构性矛盾等压力，对于广东省未来的经济运行情况，联合资信将保持持续关注。

本交易入池贷款未偿本金余额占比第三大的地区为天津市，占 11.71%。天津市地处环渤海经济圈的中心，是中国北方十几个省市地区的重要出海通道，也是中国北方最大的港口城市。天津市统计局披露数据显示，2014 年，全市生产总值 15722.47 亿元，按可比价格计算，较上年增长 10.00%。分三次产业看，第一产业增加值 201.53 亿元，增长 2.80%；第二产业增加值 7765.91 亿元，增长 9.90%，其中工业增加值 7083.39 亿元，增长 10.00%；第三产业增加值 7755.03 亿元，增长 10.20%，占全市生产总值的比重达到 49.30%。2014 年，天津市全年一般公共预算收入 2390.02 亿元，增长 15.00%；全年全社会固定资产投资 11654.09 亿元，增长 15.10%，连续七年增量超过 1000 亿元。天津市地区经济有望保持稳定增长。

总体来看，本交易资产池地区分散度良好，但考虑到广东省和东北地区近段时间以来银行信贷不良率持续走高，区域经济发展存在一定的下行风险，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。

13. 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

在信托财产交割日当日或之前，受托人将开立信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立收益账和本金账两个信托账户。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。各账户资金均来源于信托财产。

2. 现金流支付机制

(1) 触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：(a) 回收款不能合法有效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) 受托人未能在本息兑付日后 3 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）足额支付优先档资产支持证券应付未付利息的；(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 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 3 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。

“加速清偿事件”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) 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 45 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，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的规定任命继任者；(e) 在任一信托利益核算日，累计违约率高于 8%，即全部违约贷款在成为违约贷款时的未偿本金余额之和与全部贷款在初始起算日的未偿本金余额之和的比例高于 8%。

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在其作为一方的交易文件项下的任何主要义务（自动生效的加速清偿事件(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）在提供时存在重大不实或误导；(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。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托账项下资金区分为收益账项下资金和本金账项下资金，本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收益账项下资

金在顺序支付税收和规费、各机构报酬及限额内费用、优先档证券利息、累计未补足违约本金、超出限额的费用和支出、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不足，然后用于优先 A-1 档、优先 A-2 档证券本金的支付，再用于优先 B 档以及次级证券本金的顺序偿付，最后剩余资金作为次级档资产支持证券的收益；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、超出限额的费用和支出和次级证券期间收益，而是将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。

“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和规费、各机构费用和服务报酬、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证券本金，次级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-1 档、优先 A-2 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，本交易中次级证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 20.03%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 10.12%。

(2) 超额利差

本交易资产池贷款组合的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

率之间可能存在一定的利差。

“加速清偿事件”发生前，超额利差对违约本金的弥补以及在支付完次级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；“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、机构费用和贷款机构服务报酬后，直接用于优先档证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先档证券的信用支持。

(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) 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：(i) 资产池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(ii)截至回购起算日二十四时(24:00)剩余资产池的市场价值不小于信托税收、费用以及优先级资产支持证券的本金及利息与次级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委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，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委托人进出口银行的违约风险。

进出口银行经营状况良好，财务状况稳健，

管理水平较高，联合资信认为即使借款人行使抵销权，委托人进出口银行也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，本交易安排了回收款转划机制，具体而言贷款服务机构经办分行在收到信贷资产所产生的回收款后的 90 日内（如该日不是工作日，则应顺延至该日后的第一个工作日）向信托账户转付回收款。

作为本交易的贷款服务机构，进出口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

本交易入池贷款利率类型分为固定利率和浮动利率，其中浮动利率根据贷款期限以央行公布的贷款基准利率为基准上下浮动，调整频率全部为按季调整。而本交易优先 A-1 档证券执行固定利率，优先 A-2 档证券和优先 B 档证券执行浮动利率，票面利率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率加上基本利差，证券利率将于基准利率调整日进行调整，基准利率调整日为人民银行调整一年期定期存款利率生效日后第 3 个自然月的对应日。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、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，存款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进出口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，并任用了信用等级很高的资金保管

机构。信托账户内的闲置资金按约定投资于以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构同业存款或保证流动性的国债。合格实体是指联合资信给予主体长期信用等级高于或等于AA级且中债资信给予影子级别高于或等于AA级的银行业金融机构。合格投资中相当于当期

分配所需的部分应根据《信托合同》约定在下一个分配日前一个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。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，而结构现金流分析主要包括压力测试和返回检验，用以确定相应评级档次资产支持证券压力情景下的兑付状况。

在假定借款人完全按照借款合同还本付息、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：

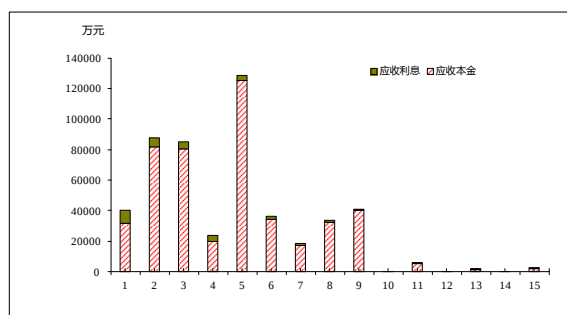


图2 正常情况下资产池本息流入

各收款期内单户借款人最高还本额占当期还本总额的比例如图3所示：

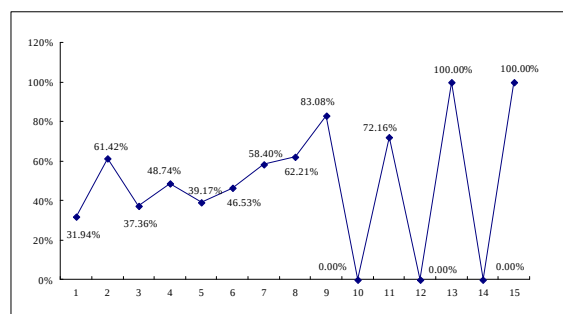


图3 各期单户最高还本额占总还本额之比

从图3可以看出，共有7期收款期间单户最高还本额占比超过50%，且有3期收款期间无本金回流，但些收款期间已处于证券偿付末期。若还本占比最大的借款人当期出现拖欠或违约，则有可能影响优先档证券利息的支付，存在一定的流动性风险。但上述各期还本额占比最大的借款人影子级别较高，还款发生拖欠或违约的可能性较小。此外，在不发生违约的正常情况下，从第9期开始优先档证券已偿付完毕，对优先档证券本息偿付影响较小。因此，优先档证券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14所示：

表14 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	13.78	24.64
AA ⁺	12.77	24.80

AA	12.76	25.80
AA ⁻	12.13	26.80
A ⁺	10.87	27.80
A	10.43	28.80
A ⁻	10.43	30.45
BBB ⁺	9.57	32.92
BBB	8.51	35.17

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交易入池资产采用的违约时间分布如表 15 所示：

表 15 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	30.00%

第 2 年	50.00%
第 3 年	10.00%
第 4 年	10.00%
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、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 16 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
模拟集中违约	见表 16 违约时间分布	第 1 年集中 90%违约场景 第 2 年集中 10%违约场景	20.35%	12.77%
		第 2 年集中 90%违约场景 第 3 年集中 10%违约场景	100.00%	14.35%
		第 3 年集中 90%违约场景 第 4 年集中 10%违约场景	100.00%	100.00%
		第 4 年集中 100%违约场景	100.00%	100.00%
利差	A1 档证券预期发行利率 3.9%	预期发行利率全部上升 100 个 BP	25.47%	15.03%
	A2 档、A3 档证券预期发行利率 4.1%			
	B 档证券预期发行利率 5.0%			
提前还款比例	20%/年	0%	26.08%	15.51%
		5%	26.16%	15.62%
		10%	26.22%	15.72%
		25%	26.30%	15.91%
		30%	26.30%	15.94%
		35%	28.27%	15.95%
回收率	A 档证券回收率 7%； B 档证券回收率 20%	A 档证券回收率降至 0%； B 档证券回收率降至 0%	26.29%	14.32%
		A 档证券回收率降至 0%； B 档证券回收率降至 5%	26.29%	15.05%
混合压力情景	同上	预期发行利率全部上升 50 个 BP； A 档证券回收率降至 0% B 档证券回收率 8%； 第 1 年集中 60%违约； 提前还款比率设置为 10%	22.29%	12.88%
		预期发行利率全部上升 90 个 BP； A 档证券回收率降至 0% B 档证券回收率 0%； 第 1 年集中 50%违约； 提前还款比率设置为 5%	24.74%	13.02%
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/贷款服务机构为中国进出口银行。作为发起机构，中国进出口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信贷标准，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。

进出口银行成立于 1994 年，是直属国务院领导的、政府全资拥有的政策性银行。进出口银行总部设在北京。截至 2014 年末，进出口银行注册资本为 50 亿元，在国内设有 24 家营业性分支机构；在境外设有巴黎分行、东南非代表处和圣彼得堡代表处；与境内外 1355 家银行的总分支机构建立了代理行关系，代理行网络覆盖全球近 160 个国家和地区。进出口银行的主要职责是为扩大中国机电产品、成套设备和高新技术产品进出口，推动有比较优势的企业开展对外承包工程和境外投资，促进对外关系发展和国际经贸合作，提供金融服务。2015 年 3 月，国务院批准政策性银行改革方案，要求进出口银行改革要强化政策性职能定位，建设成为定位明确、业务清晰、功能突出、资本充足、治理规范、内控严密、运营安全、服务良好、具备可持续发展能力的政策性银行，充分发挥在稳增长、调结构、支持外贸发展、实施“走出去”战略中的功能和作用。

截至 2014 年末，进出口银行资产总额 23677.65 亿元，其中贷款净额 17417.27 亿元；负债总额 23394.93 亿元，其中发行债券余额 16469.54 亿元；股东权益 282.72 亿元。2014 年，进出口银行实现营业收入 228.65 亿元，净利润

40.33 亿元。

进出口银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。行长办公会负责审批风险管理战略；风险与内控委员会负责审议风险管理规定和办法；风险管理部负责根据行长办公会、风险与内控委员会的要求和风险管理原则，制定风险管理规定和办法；计划财务部负责对全行资产和负债结构及其缺口进行分析、评价和检测。

为提高风险管理水平，增强风险监控能力，进出口银行对信贷资产风险进行十二级分类，在正常、关注、次级、可疑和损失五级分类基础上，细分为正常一至五级、关注一至三级、次级一至二级、可疑、损失。该分类方法全面考虑了借款人还款能力、还款记录、还款意愿、贷款项目收益情况、贷款的担保措施、银行的信贷管理等因素。同时，进出口银行实行了市场风险限额管理政策，按照业务种类、风险类别、金融工具等口径设定市场风险限额，形成有机的限额体系，并据此进行监控和报告，从而发挥风险预警、分散、控制等管理职能。

作为唯一一家进出口政策性银行，进出口银行行业地位突出，能持续得到国家政策倾斜和中央政府支持。进出口银行资产规模大，资产质量较好；各项业务稳步发展。

总体来看，进出口银行公司治理规范、财务状况良好、资产质量较高、风险控制能力较强。联合资信认为进出口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，将为本期交易提供良好的服务并有效保障入池贷款组合的信用表现。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国邮政储蓄银行股份有限公司北京分行（以下简称“邮储银

行”)。邮储银行是由中国邮政集团公司全资控股的股份制商业银行，其前身中国邮政储蓄银行有限责任公司成立于 2007 年 3 月。2012 年 1 月，中国邮政储蓄银行有限责任公司完成了股份制改革，变更为中国邮政储蓄银行股份有限公司。截至 2014 年末，邮储银行的注册资本 570 亿元。

截至 2014 年末，邮储银行资产总额 62983.25 亿元，其中贷款和垫款净额 18320.67 亿元；负债总额 61104.16 亿元，其中客户存款 58029.46 亿元；不良贷款率 0.64%；不良贷款拨备覆盖率 363.50%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 9.56%，一级资本充足率 8.44%，核心一级资本充足率 8.44%。2014 全年，邮储银行实现营业收入 1733.79 亿元，净利润 325.67 亿元。

邮储银行按照《公司法》、《商业银行法》等相关法律法规部署，借鉴国际领先银行公司治理的成功实践，搭建和完善公司治理机制，设立了董事会、监事会，聘任了高级管理层。该行董事会下设五个专门委员会，分别在战略规划、风险管理、关联交易控制、提名与薪酬、审计方面协助董事会履行决策和监控职能；监事会下设监事会履职尽职监督委员会和财务、内控与风险监督委员会。

邮储银行奉行“适度风险、适度回报”的风险管理战略，统筹协调银行风险承担和收益回报，确保风险调整后的收益和资本充足状况达到良好的水平，加快推进全面风险管理体系建设。在风险管理架构方面，该行持续完善其风险管理组织架构，构建了由董事会及其下设的风险管理委员会、高级管理层及其下设的风险管理委员会、风险管理相关部门、审计部门和分支机构等协调统一的立体化风险管理组织体系。

总体来看，邮储银行公司治理规范、风险管理架构及制度体系逐步完善、风险管理水平逐步提高。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/发行人是中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）。中信信托成立于 1988 年，并于 2002 年经中国人民银行批准重新登记。公司注册资本为人民币 100 亿元，公司股东是中国中信有限公司和中信兴业投资集团有限公司。截至 2014 年末，中信信托资产总额 208.80 亿元，所有者权益 182.54 亿元。2014 年，中信信托实现营业收入 56.60 亿元，净利润 28.12 亿元。

中信信托自 2002 年重新登记以来，遵照中国银行业监督管理委员会的监管要求，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，增强风险控制能力，在规范经营方面取得了一定的发展。中信信托已基本建立健全了一套完整的公司治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架，能够较为有效的防范各种风险。

中信信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验。自 2005 年以来国内试点开展资产证券化业务期间，中信信托曾先后受托发行了“开元 2015 年第四期信贷资产证券化”、“海元 2015 年第一期信贷资产证券化”和“中银 2015 年第一期信贷资产证券化”等，在资产证券化信托方面积累了丰富的经验。

总体来看，中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及较为健全的风险内控制度，本交易因受托机构履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。

法律意见书表明：中国进出口银行、中信信托有限责任公司和其他各方系依据中国法律有效存续的政策性银行和有限责任公司，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件；交易文件一经各方合法有效地签署和交付，将构成对交易各方合法有效并具有约束力的文件，根据交易文件的条款对交易各方主张权利；除银监会和人民银行外开展本项目无需取得任何政府机构的批准、许可、授权和同意；在监管机构完成备案登记和批准，并满足信托生效条件后，信托生效；信托一经生效，债权和相应的附属权的转让即发生法律效力，如果发生个别通知事件，将根据信托合同将该等债权转让的事实通知给借款人；转让贷款债权的同时，附属的抵押权（如有）、质权（如有）随贷款债权的转让而同时转让，未办理变更登记的不得对抗善意第三人；个别通知事件发生后 30 个工作日内交付和办理抵押权和/或质权的转移变更登记手续，并于个别通知事件发生之后 2 个月内办理完毕转移变更登记手续；信托一经生效，信托财产与进出口银行未设立信托的其他财产相区别，进出口银行依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，进出口银行不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别，受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产；在监管机构完成备案登记和批准本项目后，资产支持证券将会

被合法有效地发行和销售，证券持有人有权获得规定的权利、权益和利益；该等资产支持证券不是进出口银行和受托机构对投资机构的负债，其不对本项目可能产生的其他损失承担义务和责任；项目获得批准后，资产支持证券持有人有权获得信托合同规定的权利、权益和利益。

会计意见书表明：进出口银行拟持有占所发行的资产支持证券总额 6.39% 的次级档证券，进出口银行应当将该特殊目的信托主体纳入合并范围，同时按照继续涉入程度确认继续涉入资产及继续涉入负债。

税务意见书表明：营业税方面，受托机构从管理的信托项目中取得的贷款利息收入，应全额缴纳营业税；服务费收入、信托报酬和各方机构报酬应计算缴纳营业税；机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入需缴纳营业税。企业所得税方面，发起机构转让信贷资产取得的收益应计算缴纳企业所得税；对信托项目收益向机构投资者分配的部分，在信托环节暂不缴纳企业所得税，机构投资者取得信托项目分配的收益后，应当确认应税收入，缴纳企业所得税；各方机构收取的报酬费用应计算缴纳企业所得税；机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入，应当计算缴纳企业所得税。印花税在全部环节暂免征收。

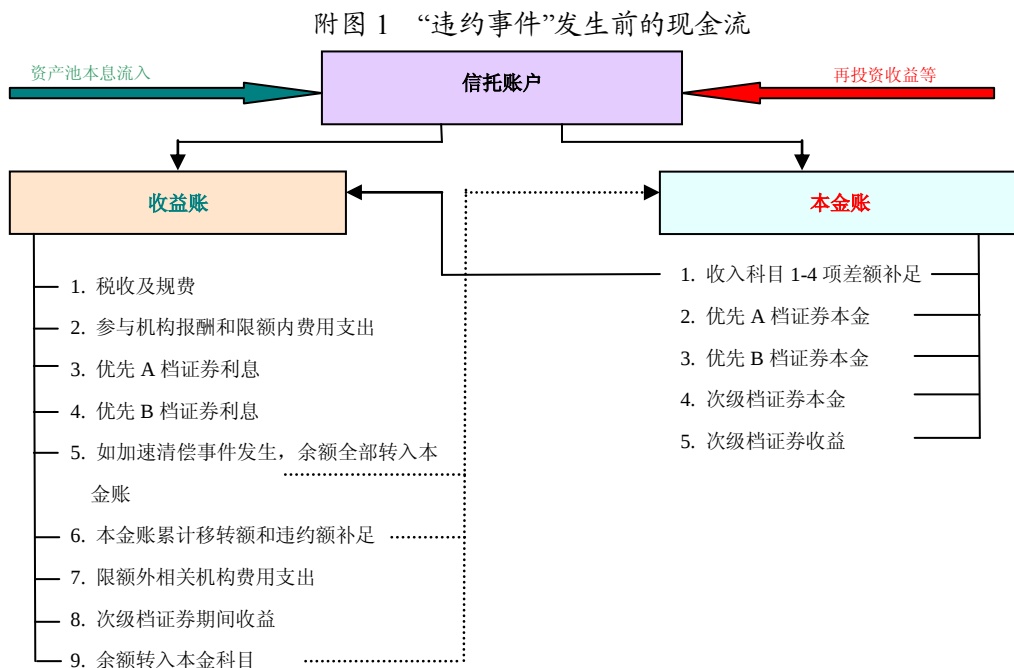
目前，国内的信贷资产证券化处于初步发展阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

七、评级结论

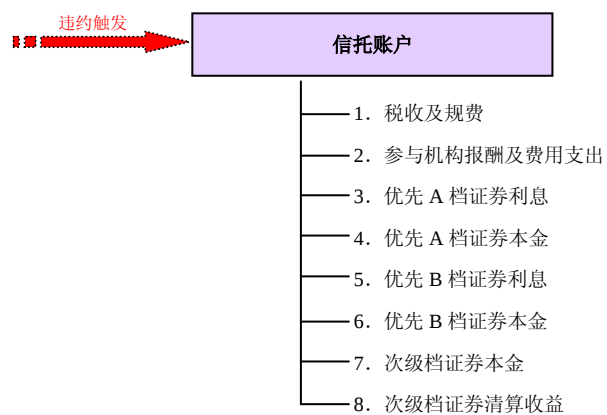
联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“进元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档（包括优先 A-1 档、优先 A-2 档）资产支持证券信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AA⁺；次级档资产支持证券未予评级。

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 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 进元 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进元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先档资产支持证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或进元 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，或发生可能对进元 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，或发生可能对进元 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进元 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进元 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。

