

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《招金 2015 年第一期租赁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

二零一五年五月十一日



信用等级公告

联合[2015] 366 号

联合资信评估有限公司通过对“招金 2015 年第一期租赁资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

招金 2015 年第一期租赁资产支持证券
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 A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月十一日



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

招金 2015 年第一期租赁资产支持证券 信用评级报告

评级结果

单位：万元/%

资产支持 证券名称	金额	总量 占比	利率 类型	信用 级别
优先 A-1 档资产支持证 券	45000.00	35.67	固定 利率	AAA
优先 A-2 档资产支持证 券	53800.00	42.65	浮动 利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	15200.00	12.05	浮动 利率	A
次级资产支持证券	12145.60	9.63	—	NR
合 计	126145.60	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

报告出具日：

2015 年 5 月 11 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 12 月 1 日
 证券法定到期日：2021 年 1 月 26 日
 交易类型：静态现金流型 ABS
 载体形式：特殊目的信托
 信托财产：招银金融租赁有限公司在未偿本金余额
 126145.60 万元融资租赁合同项下享有的应收租金债权
 和附属担保权益
 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/资产服务机构：招银金融租赁有限公
 司
 受托人/受托机构/发行人：上海国际信托有限公司
 资金保管机构：招商银行股份有限公司深圳分行
 联席主承销商：招商证券股份有限公司、国泰君安证券
 股份有限公司、中德证券有限责任公司

分析师

田 兵 姬宝龙 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，并在对资产池进行信用分析、
 交易结构分析及现金流分析的基础上，确定“招
 金 2015 年第一期租赁资产支持证券”的评级结
 果为：优先 A 档（包括优先 A-1 档、优先 A-2
 档）资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B
 档资产支持证券的信用等级为 A；次级资产支
 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
 得足额偿付的能力较强，违约风险较低。

优势

- 1、 本期交易入池资产全部为招银金融租赁有
限公司资产五级分类中的正常类资产，入
池资产质量较好。
- 2、 本期交易入池资产的加权平均信用级别为
AA/AA⁻，资产池整体信用质量优良。
- 3、 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 档和次级资产支持证券 21.68%
的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得
次级资产支持证券 9.63% 的信用支持。
- 4、 本金账与收益账交叉互补交易结构的设置
为优先档资产支持证券提供了较好的流动
性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违
约事件”等触发机制为优先档证券的偿付
提供了进一步的保障。
- 5、 根据租赁合同，部分租赁款在发放时要求

承租人缴纳一定比例的保证金。本期交易入池资产的保证金占资产池未偿本金余额的比例为 14.06%，将在很大程度上降低基础资产违约的损失率。

- 6、本期交易次级证券未设期间收益，而是在优先档证券本息及次级证券本金偿付完之后取得全部剩余收益及清算收益，这将有利于优先档证券的兑付。

关注及缓释

- 1、本期交易入池资产行业集中度很高，前两大行业合计占比为 66.78%。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高占比较高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。

- 2、本期交易基础资产的加权平均租赁利率为 5.70%，利率水平较低。资产池较低的利率水平可能会导致其与证券发行利率之间的超额利差较小甚至负利差，优先档资产支持证券可能面临一定的流动性风险和信用风险。

风险缓释：联合资信通过多种利率压力情景测试来模拟整个资产池的违约表现，认为该交易安排能够有效的缓解由超额利差缩小带来的风险。

- 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，能有效缓释流动性风险。同时，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。

- 4、影响资产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、缩小超额利差、加大处置回收

时间等手段，反复测试资产支持证券对承租人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

- 5、影响入池资产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、缩小超额利差、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持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由宏观经济系统性风险引起的入池资产违约率提高和回收率下降的影响，评级结果已反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构招银金融租赁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、本期租赁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招金 2015 年第一期租赁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

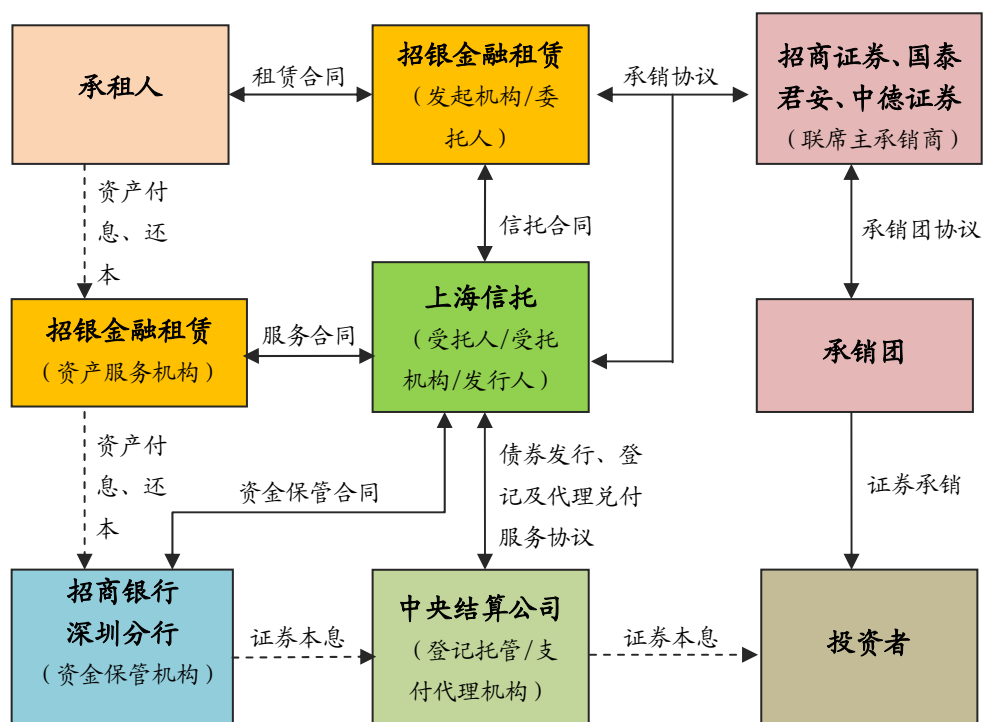
本期交易的发起机构招银金融租赁有限公司（以下简称“招银金融租赁”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的未偿本金余额 126145.60 万元融资租赁合同项下享有的应收租金债权和附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）设立“招金 2015 年第一期租赁资产证券化信托”。上海信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档资产支持证券（包括 A-1 档、优先 A-2 档）、优先 B 档和次级资产支持证券。投资者通过

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：招银金融租赁有限公司
发行人/受托人/受托机构：上海国际信托有限公司
资产服务机构：招银金融租赁有限公司
资金保管机构：招商银行股份有限公司深圳分行
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问/税务顾问：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙人）
联席主承销商：招商证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、中德证券有限责任公司
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A-1档、优先A-2档）、优先B档和次级资产支持证券（以

下简称“证券”），其中优先A-1档、优先A-2档和优先B档证券属于优先档证券，享有优先信托受益权；次级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-1档、优先A-2档和优先B档证券均按季偿付利息，在优先级证券全部偿付完毕之前，次级证券不获得任何收益。优先A-1档证券采用固定摊还结构，优先A-2档和优先B档、次级证券采用过手偿还结构并按照优先/劣后的顺序偿付本金。具体偿付顺序如下：在发生加速清偿事件前，若信托利益核算日后第一个支付日是优先A-1档证券的预期到期日，且优先A-2档证券本金尚未清偿完，则先偿付优先A-1档证券的全部本金，然后偿付优先A-2档证券本金；若信托利益核算日后第一个支付日不是优先A-1档证券的预期到期日，且优先A-2档证券的本金尚未清偿完，则优先支付优先A-2档证券本金；如果优先A-2档证券的本金已清偿完（包括在该信托利益核算日后第一个支付日将清偿完），则支付优先A-1档证券本金。发生

加速清偿事件后，则同顺序按比例支付优先A-1档证券和优先A-2档证券本金，然后支付优先B档证券本金。

优先A-1档、优先A-2档、优先B档和次级证券均采用公开招标方式发行。招银金融租赁持有各档证券规模的5%。优先A-1档证券执行固定利率，证券利率根据公开招标结果确定。优先A-2档和优先B档证券执行浮动利率，票面利率为基准利率与基本利差之和。其中，基准利率为人民银行公布的一年期定期存款利率；基本利差根据公开招标结果确定。证券基准利率将于人民银行调整一年期定期存款利率生效后第3个自然月的对应日进行调整。如遇基准利率调整日处于证券的某个计息期间，则对该基准利率调整日所在的计息期间实行分段计息。次级证券不设票面利率，仅在各档证券偿付完毕之后取得最终的剩余收益。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	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 A-1 档	AAA	按季付息，固定摊还	45000.00	35.67	固定利率	2015 年 7 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
优先 A-2 档	AAA	按季付息，过手摊还	53800.00	42.65	浮动利率	2016 年 7 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
优先 B 档	A	按季付息，过手摊还	15200.00	12.05	浮动利率	2017 年 1 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
次级	NR	—	12145.60	9.63	—	2019 年 1 月 26 日	2021 年 1 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招银金融租赁向 18 户承租人发放的 19 笔人民币租赁款。截至资产初始起算日（2014 年 12 月 1 日），入池资产的未偿本金余额为人民币 126145.60 万元。根据交易文件约定，入池资产的合格标准如下：

(a) 资产对应的租赁合同均合法有效，并构成相关承租人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向承租人主张权利；(b) 承租人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织；(c) 担保人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织；

(d) 委托人是租赁物件的唯一合法所有权人，租赁物件上未被设定抵押权、质权或其他担保物权；(e) 委托人在租赁合同项下的融资租赁债权可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人或其他主体的同意；(f) 在租赁合同项下的融资租赁债权如附有由保证人提供的保证担保或由物权担保人提供的抵押、质押担保，则由保证人签署的保证合同、由物权担保人签署的物权担保合同及相应的担保物权均合法有效，相关保证债权和担保物权可以进行合法有效的转让，且无需取得承租人、保证人、物权担保人或其他主体的同意；(g) 根据租赁合同，相关租赁物件均已起租；(h) 委托人已支付租赁合同项下的全部租赁物件购买价款（委托人有权保留

的保证金或应由承租人承担的购买价款除外)，且同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息及其他款项全部入池；(i)资产上未设定抵押权、质权或其他权利负担；(j)租赁物件或资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；(k)资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(l)除以保证金冲抵租赁合同项下应付租金外，承租人在租赁合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；(m)资产为委托人正常、关注、次级、可疑、损失 5 级分类体系中的正常类；(n)资产所对应的任一份租赁合同项下的到期租金均已按时（含 1 天宽限期）足额支付，无违约情况；(o)资产所对应的任一份租赁合同项下的租金支付计划到期日不得晚于 2018 年 10 月 15 日；(p)委托人已经履行并遵守了资产所对应的任一份租赁合同；(q)资产对应的全部租赁合同适用法律为中国法律；(r)各笔资产均适用营业税（非增值税）缴纳方式。

初始起算日资产池概况如表 3：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	126145.60
资产池初始资产规模（万元）	294979.00
承租人户数（户）	18
租赁款笔数（笔）	19
单笔资产最大未偿本金余额（万元）	17702.19
单个承租人最大未偿本金余额（万元）	17702.19
租赁资产加权平均租赁利率（%）	5.70
入池资产加权平均期限（月）	53.14
入池资产加权平均账龄（月）	32.28
入池资产加权平均剩余期限（月）	20.86
单笔资产最短剩余期限（月）	4.30
单笔资产最长剩余期限（月）	47.13
资产池加权平均信用级别	AA/AA ⁻
保证金总额（万元）	17739.15
名义货价*总额（万元）	19.00

注：1、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，涉及资产池中承租人的信用级别均指考虑保证后的影子评级。

2、资产账龄 = $12 * (\text{初始起算日} - \text{首个付款日}) / 360$ 。

3、资产剩余期限 = $12 * (\text{到期日} - \text{初始起算日}) / 360$ 。

4、资产期限 = $12 * (\text{首个付款日} - \text{到期日}) / 360$ 。

5、名义货价系指租赁合同约定的租赁期届满后，承租人为取得租赁物件所有权而按照租赁合同的约定向租赁人支付的价款。

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，入池资产承租人的信用级别、行业和地区以及承租人集中度、承租人之间的相关性以及入池资产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。联合资信将根据资产池特点，并结合当前宏观经济形势等因素，在违约模型中对相关参数进行适度调整。

1、入池资产质量

按照招银金融租赁资产质量五级分类方法，本期交易入池资产全部为招银金融租赁认定的正常类资产，入池资产质量良好。

2、入池资产担保方式

本期交易入池资产的担保方式如表 4 所

示：

表 4 入池资产担保方式 单位：笔/万元/%

担保方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
保证	10	71586.63	56.75
信用	5	31736.01	25.16
抵押	1	13174.10	10.44
质押	2	6101.79	4.84
保证+质押	1	3547.07	2.81
合计	19	126145.60	100.00

注：银行保函担保归类在保证项下。

可以看出，本期交易入池资产非信用类担保方式的资产合计占整个资产池的 74.84%，这有利于缓释入池资产的违约风险。

3、入池资产保险情况

本期交易入池资产的保险情况如表 5 所示：

表5 入池资产保险情况 单位：笔/万元/%

保险情况	笔数	未偿本金余额	金额占比
有保险	5	32121.32	25.46
无保险	14	94024.28	74.54
合 计	19	126145.60	100.00

可以看出，本期交易入池资产有保险的资产合计占整个资产池的 25.46%，将在一定程度上提高基础资产抵御意外财产损失的能力。

4、入池资产承租人影子评级

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池资产的租赁资料，对入池资产承租人的信用风险进行了评估。对于有保证担保的承租人，联合资信同时考虑了其保证人的保证效力。对于有外部评级的承租人，联合资信以外部评级为参考，结合对承租人的信用质量分析，确定承租人信用风险。经过逐笔分析后，联合资信评定了每户承租人的影子级别。承租人最终的影子评级结果如表 6 所示：

表6 承租人影子级别情况 单位：笔/万元/%

影子级别	户数	未偿本金余额	金额占比
AAA	3	24813.04	19.67
AA ⁺	2	12324.82	9.77
AA	2	7890.56	6.26
AA ⁻	5	24958.03	19.79
A ⁺	4	40252.87	31.91
A	2	15906.27	12.61
合 计	18	126145.60	100.00

注：未偿本金余额和金额占比加总与实际总额存在微小误差是由于四舍五入原因导致，下同。

根据上述影子评级结果以及承租人的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的加权平均信用级别介于 AA⁻至 AA 之间，记为 AA/AA⁻。该结果表明资产池整体信用质量优良。

5、入池资产租金偿付方式

本期交易入池资产租金偿付频率分为按月偿付、按季偿付、按半年偿付三类，具体分布如表 7 所示：

表7 入池资产租金偿付方式 单位：万元/%

租金偿还方式	资产笔数	未偿本金余额	金额占比
按月偿付	1	3750.86	2.97
按季偿付	17	114461.41	90.74
按半年偿付	1	7933.33	6.29
合 计	19	126145.60	100.00

可以看出，本期交易按季偿付租金的未偿本金余额占 90.74%，相较于按半年偿付，此类资产的到期还本压力较小。

6、入池资产承租人集中度

截至资产初始起算日，本期交易入池资产中前十大承租人未偿本金余额占资产池总额的 78.18%，前五大承租人未偿本金余额占 49.96%，最大承租人未偿本金余额占 14.03%。未偿本金余额占比超过 5%的承租人情况如表 8 所示：

表8 占比超过 5%的承租人情况 单位：万元/%/万元/月/月

序号	未偿本金余额	金额占比	融资金额	合同期限	剩余期限	所属行业	所在地区	担保性质	影子级别
1	17702.19	14.03	30000.00	73.07	28.27	电力、热力生产和供应业	云南	保证	A ⁺
2	13174.10	10.44	16000.00	60.87	47.13	水的生产和供应业	浙江	抵押	A ⁺
3	12000.00	9.51	12000.00	11.87	4.30	水利管理业	云南	保证	AAA
5	10083.33	7.99	11000.00	36.53	31.23	水的生产和供应业	江苏	保证	AAA
4	10061.20	7.98	30000.00	60.90	17.10	电力、热力生产和供应业	陕西	信用	AA ⁻
6	9804.48	7.77	20000.00	58.83	24.53	电力、热力生产和供应业	福建	信用	A
7	7933.33	6.29	20000.00	60.90	16.27	水的生产和供应业	广东	保证	AA ⁺
合 计	80758.63	64.01	139000.00	—	—	—	—	—	—

可以看出，未偿本金余额占比超过 5.00% 的承租人数量较多，其未偿本金余额合计占比高且行业集中度较高，存在较高的集中风险。但上述承租人的租赁款均为招银金融租赁五级分类中的正常类，根据本期交易入池资产的合格标准，资产所对应的任一份租赁合同项下的到期租金均已按时（含 1 天宽限期）足额支付，无违约情况，且大部分租赁款的影子级别较高，违约风险较低。

入池租赁款中占比最高的承租人未偿本金余额占 14.03%，该承租人为国有控股企业，位于云南省，成立于 2005 年，目前注册资本 1.52 亿元。该承租人主要从事煤电项目投资。截至 2013 年末，该承租人资产总额为 83.50 亿元，所有者权益合计 16.17 亿元。2013 年该承租人实现营业收入 10.02 亿元，净利润 81 万元，较 2012 年分别增长了 387.16% 和 1.34%。总体来看，该承租人资产负债率为 82%，处于行业中等水平，盈利能力相对较低。该笔租赁款的保证人为一家电力投资公司，是国有控股企业，成立于 2004 年，注册资本 10.08 亿元。截至 2013 年年末，保证人资产总额 141.45 亿元，所有者权益 24.24 亿元，主营业务收入 132.65 亿元，亏损 0.91 亿元。考虑担保人后该笔租赁款的影子评级为 A⁺，综合考虑承租人所处行业和公司股东背景等原因，发生违约的可能性不大。

入池租赁款中占比次高的承租人未偿本金余额占 10.44%，该承租人为国有独资企业，位于浙江省，成立于 2001 年，目前注册资本 1 亿元。该承租人主要从事城市水务服务。截至 2013 年末，该承租人资产总额 29.04 亿元，所有者权益合计 10.75 亿元。2013 年该承租人实现营业收入 3.12 亿元，净利润 1617 万元，较 2012 年分别增长了 5.17% 和 6.31%。总体来看，该承租人资产负债率为 63%，处于行业较高水平，盈利能力一般。但考虑承租人所处行业和公司股东背景等原因，联合资信认为发生违约的可能性不大。

对于占比较大的承租人，联合资信在违约

模型中，通过提高其违约率等手段反映承租人集中风险。

7、入池资产利率类型

本期交易入池资产全部执行浮动利率。租赁利率以 3-5 年期中国人民银行同期贷款利率为基准利率。租赁期内，如遇中国人民银行贷款基准利率调整，租赁利率将作出同方向、同幅度的调整。

8、现行租赁利率

本期交易入池资产加权平均租赁利率为 5.70%。其中，租赁利率主要集中于 5.5% 至 6.0% 之间，占 68.014%。现行租赁利率分布如表 9 所示：

表 9 现行租赁利率 单位：%/万元/%

利率	未偿本金余额	金额占比
(5.0,5.5]	38065.90	30.18
(5.5,6.0]	85790.19	68.01
(6.0,6.5]	2289.50	1.81
合 计	126145.60	100.00

9、入池资产账龄

本期交易入池资产加权平均账龄为 32.28 个月，最短账龄为 5.30 个月，最长账龄为 50.83 个月，账龄主要分布于 30 个月至 48 个月，账龄较长。具体分布如表 10 所示。

表 10 入池资产账龄 单位：月/万元/%

账龄	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	10083.33	7.99
(6, 12]	12000.00	9.51
(12, 18]	13174.10	10.44
(18, 24]	0.00	0.00
(24, 30]	0.00	0.00
(30, 36]	25994.62	20.61
(36, 42]	11489.47	9.11
(42, 48]	49653.22	39.36
(48, 54]	3750.86	2.97
合 计	126145.60	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。

10、入池资产剩余期限

本期交易入池资产加权平均剩余期限为 20.86 个月，最短剩余期限为 4.30 个月，最长剩余期限为 47.13 个月，剩余期限主要集中于 36 个月以内。基础资产的剩余期限分布如表 11 所示：

表 11 入池资产剩余期限 单位：月/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	12000.00	9.51
(6, 12]	20933.66	16.59
(12, 18]	38056.34	30.17
(18, 24]	4391.49	3.48
(24, 30]	27506.67	21.81
(30, 36]	10083.33	7.99
(36, 42]	0	0
(42, 48]	13174.10	10.44
合 计	126145.60	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，以反映入池资产剩余期限特征。

11、入池资产行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准，本期交易入池资产租赁行业分布情况如表 12 所示。

表 12 入池租赁资产行业分布 单位：笔/万元/%

行业	笔数	未偿本金余额	金额占比
电力、热力生产和供应业	7	53046.24	42.05
水的生产和供应业	3	31190.77	24.73
水利管理业	1	12000.00	9.51
化学原料和化学制品制造业	2	7938.56	6.29
医药制造业	1	6129.92	4.86
非金属矿物制品业	1	5601.06	4.44
土木工程建筑业	2	5219.83	4.14
生态保护和环境治理业	1	2729.71	2.16
有色金属冶炼和压延加工	1	2289.50	1.81
合 计	19	126145.60	100.00

本期交易入池资产中电力、热力生产和供应业的承租人未偿本金余额占比最高，达到

42.05%。联合资信对该行业承租人评定的影子级别区间为 A 至 AA⁻。电力、热力生产和供应业是国民经济和社会发展的基础能源行业 and 支柱产业，受到国家的重点关注和支持。根据中电联电力工业统计快报显示，2014 年 1~9 月，电力、热力生产和供应业完成投资 12353.57 亿元，同比增长 19.21%。2014 年 1~9 月，全社会用电量 40975 亿千瓦时，同比增长 3.9%，增速比上年同期回落 3.3 个百分点。截至 2013 年末，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一。截至 2014 年 9 月底，全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量 12.66 亿千瓦，同比增长 8.7%。其中，水电 2.58 亿千瓦，火电 8.87 亿千瓦，核电 1778 万千瓦，并网风电 8482 万千瓦。总体来看，作为基础支柱产业，我国电力、热力生产和供应业将保持平稳较快发展。

本期交易入池资产中未偿本金余额占比次高的是水的生产和供应业，占比为 24.73%。联合资信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别区间为 A⁺至 AAA。该行业的承租人以自来水公司为主。2013 年，全国水资源总量为 27860 亿立方米，较上年下降 5.65%；供水总量为 6170 亿立方米，同比增长 0.6%。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到 2030 年，中国国民经济用水需求量将达到 7000 亿至 8000 亿立方米，其中城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。2013 年，全国城市用水量为 523.03 亿立方米，较上年增长 1.87%。2014 年上半年，全国水的生产和供应业主营业务收入为 893.20 亿元，同比增长 10.10%；主营业务利润为 22.60 亿元，同比增长 143.00%；利润总额为 50.60 亿元，同比增长 25.90%。从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，水的生产和供应业将处于上行通道。

本期交易入池资产中未偿本金余额占比第三高的是水利管理业，占比为 9.51%。联合资

信对资产池中该行业的承租人评定的影子级别为 AAA。新《水法》从法律上确定了“流域管理与行政区域管理相结合”的水资源管理体制打破了以往分级、分部门的管理体制全面明确了流域管理机构的法律地位，既强化了水资源的流域管理职责也充分调动了水资源的行政区域管理作用。我国水资源总量常年值 27711 亿立方米，位居世界第四位，但人均水资源量仅为世界平均水平的 1/4，人多水少、供需紧张是我国水利市场一直以来存在的基本矛盾。“十二五”期间水利投资预计达 1.8 万亿，按各地规划投资统计，则高达 2.8 万亿，是“十一五”期间安排投资总额的 16.8 倍。我国的水利管理体制机构，是在 40 年中从无到有逐步建立起来的，10 年的改革中更有迅速的发展。对于水利管理业未来的发展情况，联合资信将持续关注。

总体来看，本期交易入池资产行业共涉及 9 个，行业集中度较高，但大多数行业前景乐观，在一定程度上缓释了集中风险。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信在违约模型中适当提高了集中度较高行业承租人的违约率以反映该等风险。

12、入池资产地区分布

本期交易入池资产承租人所处地区分布见表 13：

表 13 承租人地区分布 单位：户/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
云南省	3	33453.05	26.52
陕西省	2	13608.27	10.79
浙江省	1	13174.10	10.44
江苏省	1	10083.33	7.99
福建省	1	9804.48	7.77
广东省	1	7933.33	6.29
河北省	1	6129.92	4.86
河南省	2	6101.79	4.84
新疆省	1	5625.73	4.46
吉林省	1	5601.06	4.44
山东省	2	5219.83	4.14
青海省	1	4391.49	3.48
天津市	1	2729.71	2.16

四川省	1	2289.50	1.81
合 计	19	126145.60	100.00

本次交易资产未偿本金余额占比最高的地区为云南省，占 26.52%。2014 年云南省 GDP 完成 12814.59 亿元，比上年增长 8.1%，居全国第 23 位，比 2013 年提升 1 位。其中，第一产业完成增加值 1991.17 亿元，增长 6.2%；第二产业完成增加值 5281.82 亿元，增长 9.1%；第三产业完成增加值 5541.6 亿元，增长 7.4%。近年来，国家对西部地区实行差别化经济政策，产业发展和基础设施建设等方面的优惠政策向西部倾斜，政策导向为云南省承接转移、加快产业结构调整创造了良好机遇。去年开始，国家规划建设丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路，实质推动孟中印缅经济走廊建设，为云南加快发展开放型经济提供重大机遇，云南省经济发展前景乐观。

本次交易资产未偿本金余额占比次高的地区为陕西省，占 10.79%。2014 年陕西省实现生产总值 17689.94 亿元，比上年增长 9.7%。其中，第一产业增加值 1564.94 亿元，增长 5.1%；第二产业 9689.78 亿元，增长 11.2%；第三产业 6435.22 亿元，增长 8.4%。产业结构持续改善。全年省内八大支柱产业生产总值均保持高速增长，工业在困境中保持较快发展，规模以上工业增速位居全国前茅。总体来看，陕西省经济运行健康，地区经济环境良好，发展仍处于上升通道。

本次交易资产未偿本金余额占第三高的地区为浙江省，占 10.44%。根据国家与地方统计局相关数据，浙江省 2014 年生产总值达 40154 亿元，比上年增长 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%。人均 GDP 为 72967 元，增长 7.3%。三次产业增加值结构调整调整为 4.4:47.7:47.9，第三产业比重首次超过第二产业。总的来看，浙江省是我国的经济大省，经济运行平稳，转型升级逐步推进，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值得关注。

总的来说，本期交易资产池地区集中度较分散，租赁资产相对集中的地区经济发展势头总体良好，这在一定程度上缓释了区域的集中风险。

13、宏观经济及外部环境

从宏观经济环境来看，当前全球经济疲弱，外需低迷，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。宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力，可能影响到资产池的整体信用表现。

联合资信对入池资产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

在信托生效日当日或之前，受托人将设立信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立“收益账”、“本金账”和“保证金账”。收益账用于核算收入回收款，本金账用于核算本金回收款，保证金账用于核算保证金，保证金账项下的保证金仅能按照租赁合同及信托合同约定的方式支付和使用。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级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级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级资产支持证券应付未付利息和次级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) 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；(d) 交易文件的相关方（委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。

“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) 发生任何资产服务机构解任事件；(c) 资产服务机构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》、《服务合同》的约定，需要更换受托人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备资产服务机构，或 (2) 在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务合同》提供后备服

务，或（3）后备资产服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；（e）在信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 7%；（f）在优先 A-1 档资产支持证券预期到期日前第一个信托利益核算日，按照合同规定的分配顺序无法足额分配优先 A-1 档资产支持证券的未偿本金余额；（g）在优先 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，按照合同规定的分配顺序无法足额分配优先 A-2 档资产支持证券的未偿本金余额。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

（h）委托人或资产服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述（c）项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；（i）委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；（j）发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产（如有）有重大不利影响的事件；（k）《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

（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、本金账项下资金和保证金账项下资金，（保证金系指承租人或第三方为担保租赁合同的履行而根据租赁合同或承诺函约定向租赁人提供的保证金。如发生违约，保证金应按以下顺序抵扣：

（1）应付的违约金；（2）其他费用；（3）欠付租金，同时承租人应及时补充保证金。），本金账项下资金和收益账项下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、参与机构（评级机构、法律顾问、会计顾问）服务报酬、除资产服务机构外其他参与机构服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、资产服务机构报酬的 10%（如资

产服务机构不是发起机构则全额支付报酬）、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、累计未补足违约本金和违约补偿额、剩余资产服务机构报酬（资产服务机构是发起机构）、参与机构额外费用，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、参与机构（评级机构、法律顾问、会计顾问）服务报酬、除资产服务机构外其他参与机构服务报酬以及不超过优先支出上限的费用、资产服务机构报酬的 10%（如资产服务机构不是发起机构则全额支付报酬）、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息，然后用于优先 A 档、优先 B 档、次级证券本金的顺序分配，最后用于支付次级证券的收益。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及其后续支出，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，并用于顺序偿付税收和机构报酬及费用、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金、资产服务机构报酬（如果违约事件是资产服务机构直接或间接引致）、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，本期交易中次级证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 21.68%，次级证券为优

先 B 档证券提供的信用支持为 9.63%。

(2) 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。

(3) 超额利差

本期交易资产池资产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，超额利差通过对违约本金的弥补以及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，信托收款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、参与机构的报酬和费用后，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。

(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：(i) 资产池未偿本金余额总和在清仓回购起算日 24 时降至初始资产池余额的 10%或以下；并且(ii) 截至回购起算日 24 时剩余资产池的市场价值不小于信托税收、费用、服务报酬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) 混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的本息回收及保证金与资产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。

针对资产组合的本息回收混同风险，本期交易安排了以必备评级为触发条件的回收款高

频转划机制来缓释资产服务机构的混同风险：

当联合资信和中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）给予资产服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 AA 时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日。当联合资信和中债资信给予资产服务机构的主体长期信用等级均不低于 A 级，但其中某一家给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 AA 时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 5 个工作日。当联合资信和中债资信中任一家给予资产服务机构的主体长期信用等级低于 A 级或发生资产服务机构解任事件时，委托人或受托人将通知承租人、保证人将其应支付的款项支付至信托账户，如果此时承租人、保证人仍将其应支付的款项支付至资产服务机构，资产服务机构应当于收到该笔回收款后 3 个工作日内的任一工作日转付至信托账户。

针对保证金的混同风险，本期交易安排了以必备评级为触发条件的保证金转划机制，也在一定程度上缓释了资产服务机构的混同风险。当评级机构给予委托人的主体长期信用等级高于或等于 A 级时，受托人将委托初始的资产服务机构代管理保证金，初始的资产服务机构无需将承租人交付的全部保证金转付至信托账户。当任一家评级机构给予委托人的主体长期信用等级低于 A 级时，或者委托人作为资产服务机构被解任时，初始的资产服务机构应及时将其届时持有的承租人交付的全部保证金转付至信托账户，并由受托人指令资金保管机构记入保证金账。即使在此之后评级机构给予委托人的主体长期信用等级均上调至 A 级以上（含 A 级）时，保证金也不再划回初始的资产服务机构的账户。

作为委托人和资产服务机构，招银金融租赁有较强的经营能力、稳健的财务状况和极高的信用等级，本期交易的混同风险很低。

(2) 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

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针对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金账项下资金对收益账有关支出的差额补足能较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。

（3）拖欠风险

本期交易采用顺序偿付结构，入池资产承租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拖欠风险对优先档证券的信用影响较小。

（4）利率风险

本期交易入池资产全部为浮动利率，利率以央行贷款基准利率为基准上下浮动。本期交易优先 A-2 档和优先 B 档证券利率均为浮动利率，票面利率为基准利率与基本利差之和。其中，基准利率为人民银行公布的一年期定期存款利率。调整日为央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，由于使用的基准利率不一致并且调整方式存在时滞性差异，存在因入池资产利率波动或调整而导致利率风险的可能。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波动对优先档证券的信用影响较小。

（5）尾端风险

随着入池资产的清偿，资产池多样化效应减弱，承租人同质性相对增加，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集中违约的情景进行压力测试，用以测算这一风险。

本期交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是发起机构招银金融租赁于既定条件下按照公允的市场价值回购证券化风险暴露的选择权。该安排并未对本期证券的偿付提供任何结构性信用提升，仅为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。

（6）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。信托账户内的闲置资金只能投资于主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构存款。如果任一评级机构对资金保管机构的评级等级高于或等于 AA，那么合格投资只与该资金保管机构进行。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

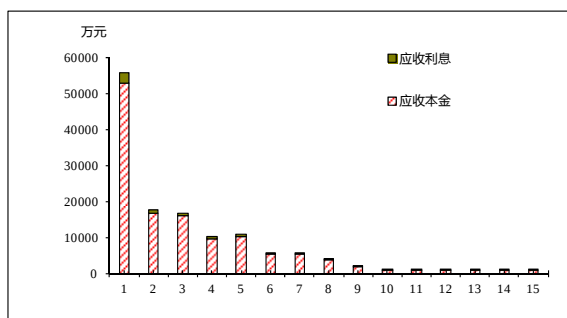
四、定量分析

联合资信对租赁资产证券化产品的定量分析包括资产池信用分析和结构现金流分析两部分，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。

在假定承租人完全按照资产合同还本付

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，资产池每季度的现金流入情况如图 2 所示：

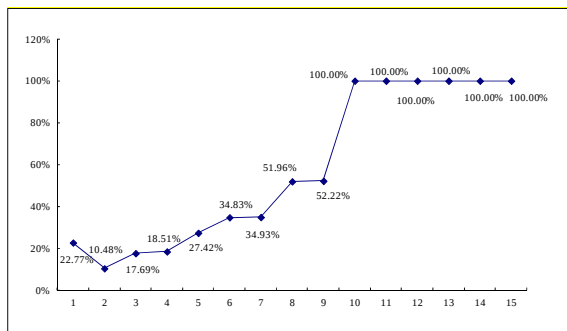
图2 正常情况下资产池本息流入分布



从图2可以看出正常情况下资产池本息流入将集中在前5期，占整个资产池的83.15%。

在各期还本中，单户最大还本额占当期还本总额的比例如图3所示：

图3 各期单户最大还本额与还本总额的比例



从图3可以看出第8期至15期超过50%的本金还款来源于单个借款人，若该借款人在当期出现拖欠或违约，可能导致优先档证券利息无法兑付，存在流动性风险。但第8期至15期已处于证券偿付的末期，优先档证券应已偿付完毕；且上述期间的还款承租人信用级别较高，发生违约或拖欠的可能性很小，因此优先档证券在第8期至15期发生流动性风险的可能性很小。

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（RDR）和目标评级回收率（RRR）如表14所示：

表14 目标评级违约率和回收率 单位：%

目标评级	RDR	RRR
AAA	18.46	24.79
A	12.88	29.33

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15所示：

表15 违约时间分布 单位：%

时间	违约分布
第1年	11.12
第2年	39.86
第3年	30.43
第4年	18.59
第5年	0.00
合计	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，并在对经济运行情况及资产池信用特征进行分析的基础上，通过该现金流模型进行各种压力测试；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、降低回收率等。从压力测试的结果来看，优先A档证券和优先B档证券能够通过相应评级压力情景测试。

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
模拟集中违约	见表15违约时间分布	分别模拟第1年、第2年、第3年、第4年集中100%违约场景
利差	优先A-1档证券预期发行利率4.80%	利差减少90个BP
	优先A-2档证券预期发行利率5.20%	利差减少90个BP
	优先B档证券预期发行利率6.20%	利差减少90个BP
提前还款比例	0%/年	测试0%~40%/年的区间
回收率	优先A档证券20%	优先A档证券降至10%

	优先 B 档证券 35%	优先 B 档证券降至 15%
回收时间	24 个月	—

五、主要参与机构分析

1、发起机构/资产服务机构

招银金融租赁有限公司(以下简称“招银金融租赁”)成立于 2008 年 3 月,是经银监会批准成立、由招商银行股份有限公司(以下简称“招商银行”)全资设立的银行系金融租赁公司。2014 年 5 月,股东招商银行对公司增资 20 亿元。增资完成后,招银金融租赁注册资本达到 60 亿元。

截至 2013 年末,招银金融租赁资产总额 758.31 亿元,其中租赁资产净额 741.27 亿元;负债总额 689.23 亿元,股东权益 69.08 亿元;不良融资租赁资产率 0.19%,融资租赁资产拨备率 1.71%;资本充足率 9.94%,一级资本充足率 8.77%,核心一级资本充足率 8.77%;2013 年,实现营业收入 48.09 亿元,净利润 11.87 亿元。

招银金融租赁下设设备租赁、航空租赁、航运租赁、供应商租赁及北京业务总部五个业务部门。2013 年租赁资产净额 741.27 亿元,较上年末增长 36.52%。大型设备租赁是公司比重最大的业务板块,截至 2013 年末,公司大型设备租赁资产余额 593.40 亿元公司设备租赁业务主要集中在制造、电力、采矿、交通运输和建筑等行业。

截至 2013 年末,招银金融租赁资产前五大行业分布情况如表 17 所示。

表 17 2013 年招银金融租赁资产前五大行业分布

序号	行业	占比(%)
1	电力、燃气及水的生产和供应业	29.58
2	制造业	25.32
3	采矿业	16.72
4	交通运输、仓储及邮政业	15.12
5	建筑业	8.50
	合 计	95.24

风险管理方面,在借鉴招商银行风险控制体系的基础上,招银金融租赁结合融资租赁业务特点,制定了涵盖风险管理组织架构、政策与控制目标、工作与操作流程管理、风险计量方法标准与工具、风险动态监控预警与报告等多项制度。这些制度在业务实践中得到有效执行,确保了业务的有序开展。

信用管理方面,招银金融租赁搭建了较为完善的信用风险管理组织架构,建立了信用风险管理的制度体系和前中后台有效制约的工作流程。截至 2013 年末,招银金融租赁不良融资租赁资产余额 1.46 亿元,不良融资租赁资产率为 0.19%。逾期融资租赁资产 17.10 亿元,主要集中在 3 个月以内。招银金融租赁资产质量处于同业良好水平。

操作风险管理方面,招银金融租赁制定了《招银金融租赁有限公司操作风险管理政策》,对操作风险管理的目标、原则、风险偏好、管理架构及职责、管理流程、风险缓释方案与管理等作出明确规定,实现对操作风险事件的预警与应对。

总体来看,招银金融租赁公司治理比较规范、财务状况良好、风险控制能力较强。另一方面,全资股东招商银行资本实力雄厚,客户资源丰富,在经营管理和业务发展等方面给予了招银金融租赁有力支持。联合资信认为招银金融租赁作为本期交易的发起机构和资产服务机构,尽职能力较强,将有效保障入池资产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招商银行股份有限公司深圳分行(以下简称“招商银行”)。

招商银行是经中国人民银行批准，于 1987 年 3 月组建成立的商业银行。2002 年，招商银行 A 股在上海证券交易所上市；2006 年，招商银行 H 股在香港联交所上市。经过历次增资扩股，截至 2014 年末，招商银行股本总额 252.2 亿股，其中第一大股东为招商局轮船股份有限公司。

截至 2014 年末，招商银行资产总额 47318.29 亿元，其中贷款和垫款净额 24487.54 亿元；负债总额 44167.69 亿元，其中客户存款 33044.38 亿元；不良贷款率 1.11%；不良贷款拨备覆盖率 233.42%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 12.38%，一级资本充足率 10.44%，核心一级资本充足率 10.44%。2014 全年，招商银行实现营业收入 1658.63 亿元，净利润 560.49 亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。截至 2013 年末，招商银行实现托管费收入 10.62 亿元，同比增长 62.39%，托管资产规模达到 18572.16 亿元，同比增长 71.86%，托管日均存款 255.55 亿元，托管市场份额不断提升，取得了良好的社会信誉和经营业绩。同时，招商银行曾在“洪元 2014 年第一期信贷资产证券化”、“滨海农商 2014 年第一期信贷资产证券化”等项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。

考虑到招商银行良好的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本期租赁资产证券化

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/发行人是上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）。上海信托原名“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，注册资本金人民币 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 2013 年末，按照合并报表口径，上海信托资产总额 86.14 亿元，所有者权益 78.59 亿元。2013 年，上海信托实现营业收入 29.73 亿元，净利润 15.86 亿元。

截至 2013 年末，上海信托信托业务资产 1922.90 亿元。2013 年全年，信托业务实现营业收入 123.15 亿元，信托净利润 106.84 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”以及“浦发银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托”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》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》以及《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》等一系列有关资

产证券化的法规与规范，在完成对特殊目的信托的设立，并将应收租金债权及附属担保权益由发起人处转移至特殊目的信托的过程中，均有相应规范。

我们收到的法律意见书表明：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各方构成合法的、有效的和有约束力的义务；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，委托人对融资租赁债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于该等融资租赁债权的保证债权（如有）随融资租赁债权的转让而同时转让，如果发生权利完善事件，在委托人或受托人以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知给承租人、保证人后，该等债权的转让即对该等承租人、保证人发生法律效力；委托人转让融资租赁债权的同时，附属于该等融资租赁债权的抵押权（如有）、权利质权（如有）随融资租赁债权的转让而同时转让，但未办理变更登记的不得对抗善意第三人，当发生权利完善事件时，如未能在约定期限内办理完毕转移登记手续，发起机构应承担因此给受托人或信托财产造成的实际损失或将该等融资租赁款按赎回条款予以赎回；招银金融租赁仍旧享有租赁物件的所有权，在招银金融租赁被人民法院宣告破产后会成为其破产财产。招银金融租赁代为收取的回收款可能会被人民法院认定为其破产财产。但《信托合同》约定，在发生任一权利完善事件后，招银金融租赁应将资产有关的租赁物件的所有权转让给受托人，并且向承租人、担保人发出权利完善通知；

信托一经生效，信托财产即与委托人未设立信托的其他财产相区别，亦与属于受托人所有的财产相区别，委托人（非唯一受益人时）、受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产不属于其清算财产；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：招银金融租赁不对证券化项目进行合并；并已将几乎所有的风险和报酬转移给证券化项目，应当终止确认转出的该部分金融资产。

税务意见书表明：根据交易安排，与取得租金相关的营业税或增值税及附加由信托承担；各机构取得的报酬、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入，应缴纳营业税或增值税；机构投资者买卖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。

目前，国内资产证券化仍处试点阶段，上述法规或规范的可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。对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，联合资信也注意到国内现已成功发行多单资产证券化产品，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

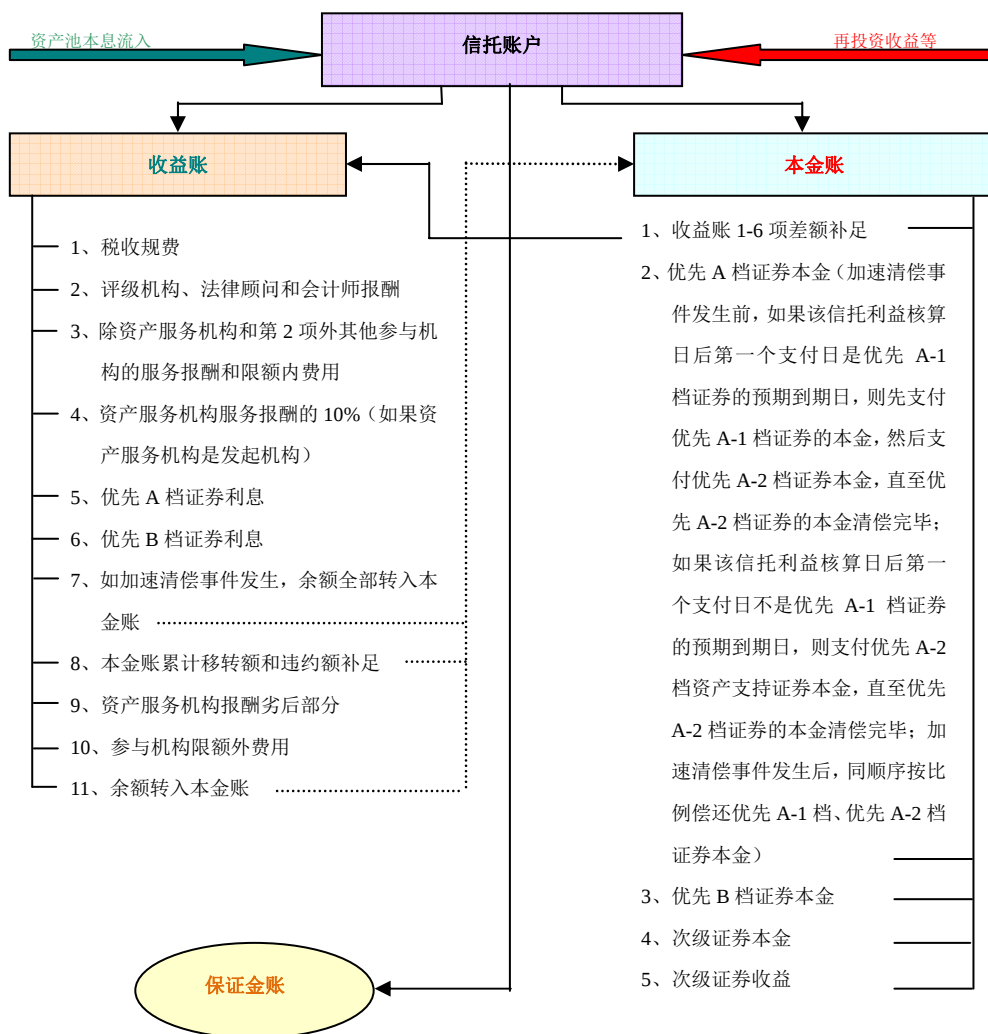
联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在对资产池进行信用分析和结构现金流分析的基础上确定“招金 2015 年第一期租赁资产支持证券”的评级结果：优先 A 档证券的信用等级为 AAA；优先 B 档证券信用等级为 A；次级证券未予评级。

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较强，违约风险较低。

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

联合资信租赁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
	AA
	A
	BBB
投机级	BB
	B
	CCC
	CC
倒闭级	C

联合资信评估有限公司关于 招金 2015 年第一期租赁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招金 2015 年第一期租赁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资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或招金 2015 年第一期租赁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，或发生可能对招金 2015 年第一期租赁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，或发生可能对招金 2015 年第一期租赁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招金 2015 年第一期租赁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招金 2015 年第一期租赁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。

