

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《2014 年江南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和准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一四年九月二日



信用等级公告

联合[2014]1715 号

联合资信评估有限公司通过对“2014 年江南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

2014 年江南第一期信贷资产证券化信托
优先 A 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 AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月二日



2014 年江南第一期信贷资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级结果

单位：万元/%

证券名称	名义 金额	总量 占比	利率 类型	信用级别
优先 A 档 资产支持证券	93500	65.22	固定利率	AAA
优先 B 档 资产支持证券	12800	8.93	固定利率	AAA
次级档 资产支持证券	37062	25.85	—	NR
合计	143362	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

评级时间

2014 年 9 月 2 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 9 月 1 日
证券法定到期日：2017 年 9 月 30 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：江苏江南农村商业银行股份有限公司 143362 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：BBB/BBB⁻
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/贷款服务机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司
受托机构/发行人：苏州信托有限公司
资金保管机构：中国民生银行股份有限公司
主承销商：中信证券股份有限公司

分析师

刘静吕臻颢

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“2014 年江南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 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券的信用等级为 AAA；次级档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档和优先 B 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。

优势

- 1、按照江苏江南农村商业银行股份有限公司（以下简称“江南农村商业银行”）贷款质量风险分类方法，本期交易入池贷款全部为江南农村商业银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。
- 2、本期交易入池贷款借款人户数为 40 户，最大借款人未偿本金余额占比为 6.63%，前五大借款人未偿本金余额合计占比为 25.63%，入池贷款借款人分散性较好。
- 3、本期交易入池资产加权平均利率为 8.60%，利率水平较高，能为本期交易提供较高的超额利差支持。
- 4、本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券 34.78% 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 25.85% 的信用支持。

- 5、本金科目与收入科目交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了一定的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级证券的偿付提供了进一步的保障。

关注及缓释

- 1、本期交易资产池的加权平均信用等级为BBB/BBB⁻，基础资产信用质量一般。

风险缓释：本期交易入池资产均为保证类借款，联合资信在影子评级和现金流压力测试中考虑了保证人的保证效力，各档资产支持证券的评级结果已经反映了资产池的信用风险。

- 2、本期交易入池贷款未偿本金余额占比最高的行业为建筑业，占35.40%，行业集中度很高，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高建筑业借款人的违约率来模拟整个资产池的回收表现，评级结果已经反映了行业风险。

- 3、本期交易的优先级资产支持证券的利率类型均为固定利率，付息频率为按季支付，而基础资产的利率类型包括固定利率和浮动利率，且浮动利率的基础资产占未偿本金余额总额的39.51%，付息频率均为按月支付，因此资产支持证券和基础资产在利率类型、付息频率上存在一定差异，有一定的利率风险。

风险缓释：本期交易基础资产加权利率为8.60%，利率水平较高，同时联合资信通过构建不同的利率情景对资产支持证券进行压力测试，评级结果已经反映了因利率类型、付息频率不同而导致的利率风险。

- 4、次级档资产支持证券设有期间收益，一定程度上降低了超额利差为优先级资产支持证券提供的信用支持。

风险缓释：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由于超额利差的信用支持水平降低而可能引发的优先级证券违约风险。

- 5、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科目对收益科目的补偿机制，较好缓解了流动性风险；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。

- 6、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，反复测试优先级证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

- 7、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人江苏江南农村商业银行股份有限公司和发行人苏州信托有限公司提供，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人/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起人/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，未因发起人/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“2014 年江南第一期信贷资产证券化信托”优先级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江苏江南农村商业银行股份有限公司（以下简称“江南农村商业银行”）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 143362 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）设立“2014 年江南第一期信贷资产证券化信托”。苏州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、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/委托机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司

发行人/受托人：苏州信托有限公司

贷款服务机构：江苏江南农村商业银行股份有限公司

资金保管机构：中国民生银行股份有限公司

登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司

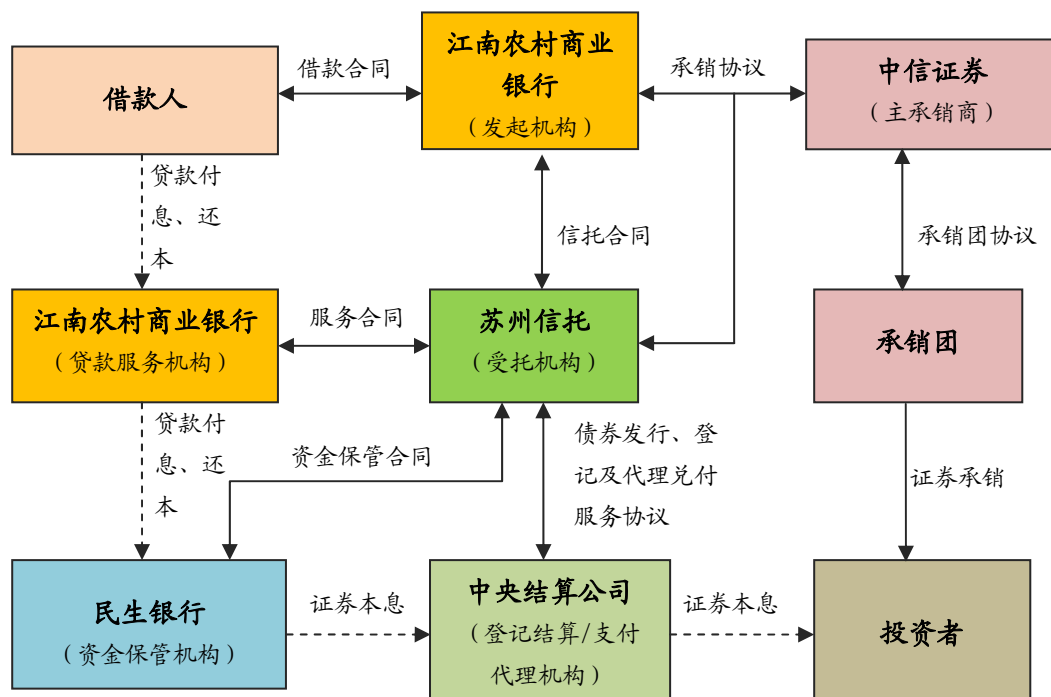
会计顾问：江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）

法律顾问：北京市中伦律师事务所

主承销商：中信证券股份有限公司

评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

图 1 交易安排



2、资产支持证券

本期交易发行优先A档、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

先级受益权；次级档证券享有次级受益权。

本期交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先级较高的分档证券提供信用增级。优先A档和优先B档证券均按季

付息，在优先级证券全部偿付完毕之前，次级档证券可在相应的支付日取得期间收益，在优先级证券清偿完毕后，次级档证券将不再获得期间收益。优先A档、优先B档、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档证券采用公开招标方式

发行，向发起机构定向发行的次级档证券面值占资产支持证券发行总规模的5%，其余部分次级档证券采用招标方式发行。优先A档和优先B档证券均采用固定利率，票面利率依据公开招标结果确定；次级档证券不设票面利率，在既定条件下取得年利率不高于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	本金偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先A档	AAA	过手摊还	93500	65.22	固定利率	2015年10月26日	2017年9月30日
优先B档	AAA	过手摊还	12800	8.93	固定利率	2015年10月26日	2017年9月30日
次级档	NR	—	37062	25.85	—	2015年10月26日	2017年9月30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江南农村商业银行向40户借款人发放的71笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2014年9月1日），入池贷款的未偿本金余额为人民币143362万元。

根据信托合同约定，本期交易入池贷款的合格标准如下：（a）各笔贷款均为江南农村商业银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（b）江南农村商业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的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、保证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）各笔贷款均为江南农村商业银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款或委托贷款；（f）贷款附属的担保如涉及最高额保证的，则截至初始起算日该最高额保证担保的主债权已确定或保证人同意就设立信托的该等贷款对应的保证债权全部一并转让给受托人并继续承担保证担保责任；（g）同一《借款合同》项下的各笔贷款已经全部发放完毕，且同一《借款合同》项下的贷款的未偿款项（包括但不限于未偿本金和利息）全部入池；（h）《借款合同》、《保证合同》适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效；（i）借款人、保证人均依照中国法律在中国成立并合法存续的法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人；（j）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）；（k）借款人在近三年与江南农村商业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；（l）信贷资产项下每笔贷款的质量应为江南农村商业银行制定的信贷资产质量5级分类中的正常类资产；（m）信贷资产所包含的每笔贷款的合同到期日不早于2014年9月19日且不迟于2017年9月30日。

同》、《保证合同》适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效；（i）借款人、保证人均依照中国法律在中国成立并合法存续的法人、其他组织或具有完全民事行为能力的自然人；

（j）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）；

（k）借款人在近三年与江南农村商业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；（l）信贷资产项下每笔贷款的质量应为江南农村商业银行制定的信贷资产质量5级分类中的正常类资产；（m）信贷资产所包含的每笔贷款的合同到期日不早于2014年9月19日且不迟于2017年9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

资产池未偿本金余额	143362 万元
借款人户数	40 户
贷款笔数	71 笔
单笔贷款最大未偿本金余额	9300 万元
单户贷款最大未偿本金余额	9500 万元
加权平均现行贷款利率	8.60%
入池贷款加权平均贷款账龄	4.67 个月
入池贷款加权平均剩余期限	8.82 个月
单笔贷款最短剩余期限	0.60 个月
单笔贷款最长剩余期限	13.13 个月
资产池加权平均信用评级	BBB/BBB ⁺

注：资产池加权平均信用评级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评级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参数进行适度调整。

1、入池贷款质量分布

按照江南农村商业银行贷款质量风险分类方法，本期交易入池贷款全部为江南农村商业银行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

2、入池贷款担保性质分布

本期交易入池贷款全部为保证类贷款，这将有利于提高在借款人违约后入池资产的回收率。详见表 4。

表 4 入池贷款担保性质分布单位：万元/%

担保性质	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
保证	40	143362	100.00
合 计	40	143362	100.00

3、入池贷款利率类型

本期交易入池贷款利率主要以固定利率为主，详见表 5。

表 5 入池贷款利率类型单位：万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
固定利率	48	86722	60.49
浮动利率	23	56640	39.51
合 计	71	143362	100.00

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，结合对借款人信用质量的分析，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评级。资产池借款人最终影子评级结果如表 6 所示：

表 6 借款人影子评级分布单位：万元/%

影子评级	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
AA ⁺	1	5000	3.49
A ⁺	2	7000	4.88
A	4	22540	15.72
A ⁻	10	20700	14.44
BBB ⁺	1	1000	0.70
BBB	15	30012	20.93
BBB ⁻	16	35330	24.64
BB ⁺	10	12380	8.64
BB	12	9400	6.56
合 计	71	143362	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 BBB⁻ 之间，记为 BBB/BBB⁻。该结果表明资产池整体信用质量一般。

5、入池贷款借款人集中度

截至评估基准日，本期交易入池贷款中未偿本金余额前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 42.86%，前五大借款人未偿本金余额占比为 25.63%，最大借款人未偿本金余额占比为 6.63%，资产池整体分散性较好。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/%

序号	未偿本金余额	金额占比	所属行业	所在地区	担保性质	影子评级
1	9500	6.63	建筑业	江苏省	保证	BBB ⁺
2	9300	6.49	橡胶和塑料制品业	江苏省	保证	A
合 计	18800	13.11	—	—	—	—

注：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，未偿本金余额占比超过 5%的借款人数量较少，合计占比较低，入池贷款整体分散性较好。联合资信在违约模型中，对占比较大借款人的违约率做了一定上调以反映借款人集中风险。

6、入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 4.67 个月，最短账龄 0.23 个月，最长账龄 10.63 个月，具体分布如表 8 所示：

表 8 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]	129062	90.03
(6,12]	14300	9.97
合 计	143362	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，本期交易入池贷款的账龄集中在一年以内，账龄较短。

7、入池贷款剩余期限分布

本期交易入池贷款加权平均剩余期限为 8.82 个月，最短剩余期限为 0.60 个月，最长剩余期限为 13.13 个月，且剩余期限集中在一年以内，剩余期限较短。入池贷款剩余期限具体分布如表 9 所示：

表 9 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]	32620	22.75
(6,12]	67602	47.15
(12,18]	43140	30.09
合 计	143362	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。

8、入池贷款行业分布

按照国家统计局 2011 年行业划分标准统计，本期交易入池贷款借款人行业分布结果如表 10 所示：

表 10 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
建筑业	12	50240	35.04
批发业	5	20600	14.37
橡胶和塑料制品业	2	14300	9.97
金属制品业	5	11580	8.08
废弃资源综合利用业	2	11000	7.67
非金属矿物制品业	2	7200	5.02
印刷和记录媒介复制业	1	4612	3.22
电气机械和器材制造业	2	4500	3.14
畜牧业	1	4000	2.79
化学纤维制造业	1	3000	2.09
农业	1	2900	2.02
商务服务业	1	2900	2.02
通用设备制造业	1	2300	1.60
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	1	1300	0.91
化学原料和化学制品制造业	1	1080	0.75
食品制造业	1	1000	0.70
纺织业	1	850	0.59
合 计	40	143362	100.00

入池贷款中未偿本金余额占比最高的行业为建筑业，占 35.04%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的影子评级区间为 BB⁺至 AA⁻。建筑业是我国的支柱产业之一。2012 年，在国家宏观经济调控背景下，受房地产、铁路等固定资产投资增速持续回落影响，建筑业增速持续下降。2013 年，全国建筑业总产值为 159313

亿元，同比增长 16.1%，增速与上年基本持平；建筑业房屋建筑施工面积为 113 亿平方米，同比增长 14.6%。尽管受房地产调控政策影响，但随着我国对固定资产投资力度的加大以及城镇化的进一步深化，各类基础设施建设将有所增加，建筑业有望在未来获得较快增长。总体来看，建筑业借款人的行业风险不大。

入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为批发业，占 14.37%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的影子评级区间为 BB 至 A⁻。2013 年，批发和零售业固定资产投资（不含农户）12695 亿元，同比增长 30.0%，增幅在 19 个行业中位于第三，增幅较大；全年全社会消费品零售总额 237810 亿元，同比增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，保持较快增长。值得注意的是，本期交易入池资产的批发业行业借款人部分为钢贸企业，未偿本金余额占资产池总未偿本金余额的 12.28%，由于目前钢材行业整体不景气，联合资信对钢贸企业借款人将持续关注。

入池贷款中未偿本金余额占比第三高的行业为橡胶和塑料制品业，占 9.97%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的影子评级均为 A。依据工信部发布的数据，2013 年我国塑料制品行业累计完成产量 6188 万吨，同比增长 8%，全年全国规模以上塑料制品生产企业累计主营业务收入同比增长 9.8%，利润总额同比增长 6.2%，产量和盈利水平保持平稳增长。总体来看，该行业借款人风险可控。

总体看来，本期交易入池贷款借款人涉及行业数量较多，但前三大行业占比很高，且部分行业景气度较低，存在一定的行业风险。考虑到行业之间的相关性以及宏观经济景气周期等因素，联合资信依据宏观形势与不同行业情况，在违约模型中对处于集中度高及景气度较低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。

9、入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人均位于江苏省常州市。入池贷款借款人所处地区分布见表 11：

表 11 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
常州市	40	143362	100.00
合计	40	143362	100.00

常州市位于江苏省，地处长江三角洲中心地带，自然条件优越，交通便捷。常州市拥有深厚的历史文化底蕴，工业基础好，民营经济发达，是苏南地区三大重要城市之一。

常州市遵循“城市现代化、城乡一体化、乡村城镇化”的发展思路，目前已形成了以现代制造业为主、现代服务业为支撑、现代高效农业为基础的产业发展格局。常州市致力于推动产业规模化、集群化发展，组建了一大批特色产业园区、工业园区和专业市场，形成了以机械化粮食种植为基础的高效规模种养、花卉苗木园艺、林果茶叶特产、休闲旅游观光等生态产业，以及以装备制造业、电子信息产业、新能源和环保产业、新材料产业、生物技术和医药产业为代表的五大支柱产业。

近年来，常州市经济保持持续良性增长的态势，城市综合实力进一步增强。2013 年，常州市全年实现地区生产总值 4360.9 亿元，同比增长 10.9%，三次产业结构为 3.2: 51.6: 45.2。2013 年，常州市全年实现公共财政一般预算收入 408.9 亿元，较上年增长 7.9%，财政收入增势平稳；公共财政预算支出 403.9 亿元，较上年增长 3.2%。

总体来看，本期交易借款人所属地区经济发展较为平稳，地区优势可在一定程度上缓解地区集中风险。同时，联合资信在资产池违约模型中调整了地区相关参数，以体现区域经济波动对贷款组合信用风险的影响。

10、宏观经济及外部环境

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。联合资信对入池贷款组合信用风险建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整。

三、交易结构分析

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

1、信托账户

在信托生效后，受托人将在资金保管机构开设一个独立的信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在该信托账下设立两个科目，即收益科目和本金科目。收益科目用来接收收入回收款，本金科目用来接收本金回收款。各科目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地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) 最高级别优先级资产支持证券的利息未能于支付日后规定期限内足额支付；(c) 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的资产支持证券本金的；(d) 受托人失去了继续以信托的名义持有信托财产的权力或者无法履行其在交易文件下的义务，且未能根据交易文件为信托指派另一个受托人；(e) 受托人未能履行义务而导致违约且该违约未能得到及时补正或在既定期限内更换受托人；(f) 受托人在交易文件中的陈述和保证因具有重大不实或误导成分而导致违约且该违约未能得到及时补救

或在既定期限内更换受托人。

“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) 贷款服务机构未能按时付款或划转资金；(d) 规定期限内未找到继任的受托人或后备贷款服务机构，或后备贷款服务机构停止提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时未能任命继任者；(e) 累计违约率超过 10%；(f) 优先 A 档资产支持证券本金在其预期到期日尚未清偿完毕；(g) 发生上述违约事件的 (d)、(e) 或 (f) 项，且资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

(h) 委托人贷款服务机构未能履行规定义务且受托人认为该等行为无法补救或在规定期限内未能得到补救；(i) 委托人的有关陈述和保证存在重大不实或误导；(j) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或入池资产有重大不利影响的事件；(k) 交易文件终止、无效、违法或不可据其主张权利而导致产生重大不利影响。

(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收益科目项下资金和本金科目项下资金，本金科目资金和收益科目资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收益科目项下资金在顺序支付税收规费、各机构报酬及费用和 10% 的贷款服务机构报酬、优先级证券利息、限额外贷款服务机构报酬、累计未补足违约本金、参与机构的限额外报酬和支出、

支付次级档证券期间收益后，余额转入本金科目；本金科目项下资金首先用于弥补收益科目税费、各机构服务报酬、优先级证券利息、限额外贷款服务机构报酬的缺口，然后用于优先 A 档、优先 B 档证券本金的顺序偿付，最后用于支付次级档证券的本金及次级收益；在发生“加速清偿事件”的情况下，收益科目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科目并用于本金科目项下的支付。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

（2）“违约事件”发生后

“违约事件”发生后，信托账项下资金不再区分收益科目项下资金和本金科目项下资金，而是将二者归并，并用于顺序偿付税费、各机构费用和服务报酬、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金以及次级档证券本金，次级档证券于最后取得清算收益，“违约事件”发生后的现金流详见附图 2。

3、结构化安排

本期交易通过优先/次级结构、超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本期交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 档、优先 B 档和次级档证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后档次的证券为优先档次证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中次级档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 34.78%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 25.85%。优先级证券获得的信用支持水平较高。

（2）超额利差

本期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级证券票面利率之间预计可能存在一定的利差。

“加速清偿事件”发生前，超额利差通过对违约本金的弥补以及在支付完次级档证券期

间收益后对证券本金的偿付提供信用支持；“加速清偿事件”发生后，超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持（因此时收益科目项下资金在清偿完税费、各机构费用及服务报酬、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科目和本金科目，二者将合并，在顺序偿付税费、机构费用和服务报酬后，直接用于证券利息和本金的偿付，实现超额利差对证券本金的信用支持。

（3）触发机制

本期交易设置了两类触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本期交易中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（4）清仓回购安排

本期交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）在资产池的未偿本金余额降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，且（b）信托财产的市场价值不小于信托税收、费用、服务报酬以及优先级资产支持证券的本金及利息与次级档资产支持证券的未偿金额减去累计净损失差值（当差值小于 0 时取 0）之和时。

4、交易结构风险分析

（1）抵销风险

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

本期交易约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则发起机构应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给受托机构，作为借款人偿还的相应数额的还款。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构江南农村商业银行的违约风险。

联合资信认为江南农村商业银行管理水平较高，财务状况较稳健，即使借款人行使抵销

权，委托人江南农村商业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它资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本期交易安排了以必备评级等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：（a）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；（b）当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 级但高于或等于 BBB⁺级时，回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 3 个工作日；（c）当发生权利完善事件后，回收款将直接支付至信托账户；若借款人仍将回收款支付至贷款服务机构，则回收款转付日为贷款服务机构在收到每笔回收款的 3 个工作日内的任一工作日；（d）信托终止日后，回收款转付日为信托终止日后 3 个工作日内的任一工作日，在信托终止日后，贷款服务机构还收到回收款的，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款（如有）后 3 个工作日内的任一工作日。

作为贷款服务机构，江南农村商业银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级有效缓释了混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配。本期交易未设置内部流动性储备账户，也无外部流动性支持机制，而只设计了本金科目对收益科目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

金科目资金对收益科目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级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本期交易采用顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先档证券本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的大小；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本期交易安排了本金科目对收益科目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。

（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，其中采用固定利率的贷款未偿本金余额占 60.49%；而本期交易优先 A 档和优先 B 档证券均采用固定利率。另外，本期交易优先级证券的利息支付频率为按季支付，而基础资产均为按月付息。可以看到，本期交易入池贷款利率和优先级证券利率在利率类型和利率支付频率方面有所差异，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级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，联合资信将对此予以持续关注。

（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江南农村商业银行于既定条件下按照公允的市场价值赎回证券化风险暴露的选择权。该安排并未对本期证券提供任何结构性信用提升，它是发起机构于既定条件下的一

项选择权。若届时发起机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

(7) 再投资风险

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

针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级较高的资金保

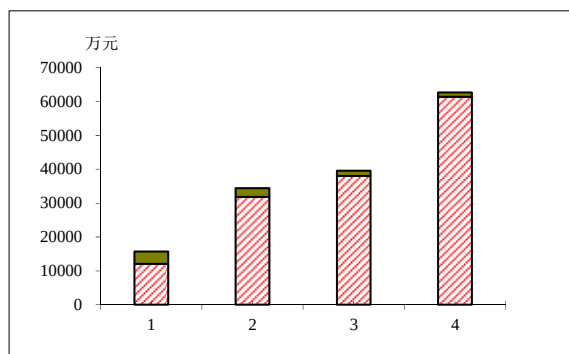
管机构。合格投资只能以同业存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的商业银行，且联合资信和中债资信给予该商业银行的信用等级需高于等于 AA 级。如联合资信和中债资信给予资金保管机构的评级等级达到 AA 及以上的，则合格投资仅与资金保管机构进行。严格的合格投资标准和信用等级较高的资金保管机构将有助于降低再投资风险。

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，以确定优先级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。

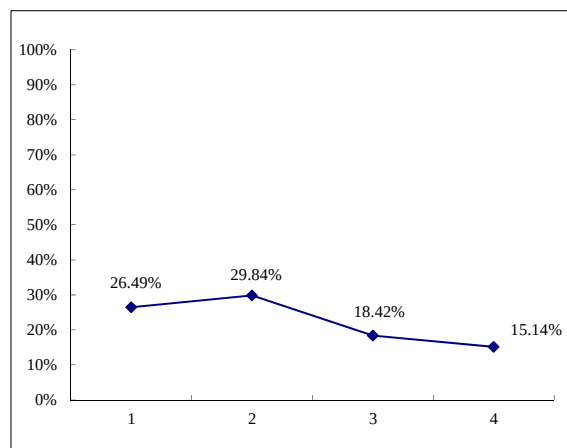
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入结果如图 2 所示：

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 中可以看出，本期交易的 4 个收款期间中最大借款人未偿本金余额占当期还款总额的比例均不超过 30%，还款分散性较好，每个还款期间因单户借款人发生违约对优先级证券的兑付影响较小。

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，相关评级压力情况下的目标评级违约率和目标评级回收率如表 12 所示：

表 12 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	21.39%	24.00%

RDR: 目标评级违约率; RRR: 目标评级回收率

联合资信在现金流分析中对本期交易入池资产采用的违约时间分布如表 13 所示:

表 13 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	15.10%
第 2 年	84.90%

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, 优先级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。

五、主要参与方履约能力

1、发起机构/贷款服务机构

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

江南农村商业银行成立于 2009 年 12 月, 是由 41 家发起人在常州市内原 5 家农村中小金融机构 (武进农村商业银行、溧阳农村合作银行、常州市区农村信用合作联社、常州市新北区农村信用合作联社、金坛市农村信用合作联社) 的基础上组建而成的股份制农村商业银行。2013 年, 江南农村商业银行以定向募集方式增发 2.44 亿股股本, 募集资金 5.24 亿元。截至 2013 年末, 江南农村商业银行注册资本 46.28 亿元。

截至 2013 年末, 江南农村商业银行资产总额达到 1653.21 亿元, 净资产 110.20 亿元, 不良贷款率 1.84%, 拨备覆盖率 162.52%; 资本充足率 12.38%, 一级资本充足率 11.51%。2013 年, 江南农村商业银行实现净利润 13.70 亿元。

江南农村商业银行是我国规模较大的农村商业银行, 拥有丰富的贷款发起、审核和服务经验, 财务状况优良, 资本充足率较高, 盈利能力较强, 地区政府支持力度较强。

近年来, 江南农村商业银行持续推进全面风险管理体系建设, 逐步建立和完善风险管理组织架构。江南农村商业银行董事会承担风险管理最终责任。董事会下设的专门委员会负责行使风险管理体系与风险政策建设方面的相应决策职能。高级管理层作为风险管理的执行主体, 下设专门委员会负责行使风险执行方面的相应管理职能。首席风险官分管风险条线工作, 风险管理部为全面风险管理的牵头部门, 对全行风险管理工作进行部署与协调。

总体来看, 作为本期交易的发起机构和贷款服务机构, 江南农村商业银行尽职能力较强, 将有效保障入池贷款组合的信用表现。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国民生银行股份有限公司 (以下简称“民生银行”)。民生银行成立于 1996 年 1 月, 是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行, 总部位于北京市。2000 年和 2009 年, 民生银行 A 股和 H 股分别在上海证券交易所和香港联交所挂牌上市。

根据年报,截至2013年末,民生银行资产总额32262.10亿元,所有者权益2042.87亿元;不良贷款率0.85%,拨备覆盖率259.74%;资本充足率10.69%,核心一级资本充足率8.72%;2013年实现营业收入1821.54亿元,净利润432.82亿元。截至2013年末,民生银行资产托管规模折合人民币19567.03亿元,比上年末增长97.69%;全年实现托管业务收入30.24亿元,同比增长203.31%,实现托管业务规模与效益的快速增长。同时,民生银行曾在中银2012年第一期信贷资产证券化项目中担任资金保管机构,积累了较为丰富的项目经验。目前,该项目仍在存续期内,作为资金保管机构,民生银行尽职意愿强,为交易提供了良好的资金保管服务。

近年来,民生银行主营业务快速发展,盈利能力强,信贷质量良好,盈利能力强。联合资信对民生银行的主体长期信用评级为AAApi。考虑到民生银行稳健的经营状况、丰富的托管经验,联合资信认为本期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/发行人是苏州信托有限公司。苏州信托原名苏州信托投资有限公

司,于1991年3月18日经中国人民银行批准设立;2002年9月18日获准重新工商登记;2007年7月12日变更为现名称,并调整业务范围,同年9月4日换领新的金融许可证。截至2013年末,苏州信托注册资本金12亿元人民币,股权结构为:苏州国际发展集团有限公司占股比例为70.01%,苏格兰皇家银行公众有限公司19.99%,联想控股有限公司10%。

苏州信托自重新登记营业以来,在风险管理工作中不断探索和实践,制定了《苏州信托信贷资产证券化业务风险管理与内部控制指引》,该指引详细规定了信贷资产证券化业务中风险控制方法和流程,为公司风控部门的审查工作提供依据和指导。同时,苏州信托还制定了信贷资产证券化业务其它方面的制度,如《苏州信托信贷资产证券化业务操作规程》、《苏州信托资产证券化业务会计核算制度》等,为其在本期交易中履行受托人义务提供了更多保障。

截至2013年末,苏州信托资产总额25.66亿元,所有者权益合计22.96亿元。2013年,苏州信托实现营业收入6.68亿元,净利润3.59亿元。

总体来看,苏州信托拥有稳健的财务实力以及健全的风险内控制度,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很小。

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、将信贷资产由发起人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:本期交易的主要参与方具备相应的主体资格;交易文

件符合法律法规的规定;基础资产的发放均符合中国法律的各项要求,是发起机构合法所有的债权资产;交易文件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针对其他各方主张相应权利,除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制;除相关监管部门外,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;资产池设立财产信托可以不

适用有关信贷资产转让的相关约定；信托一经生效，委托人对贷款债权的转让即发生法律效力，且附属于该等贷款债权的保证债权（如有）随贷款债权的转让而同时转让，如果权利完善事件，该等债权的转让即对该借款人、保证人（如有）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；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：江南农村商业银行应当将特殊目的的信托纳入合并范围，本期交易既没有转移也没有保留信托资产所有权上几乎所

有风险和报酬，应该按照继续涉入程度确认有关资产及负债。税务意见书表明：本次交易信托财产取得的贷款利息收入、相关服务机构取得的服务报酬、机构投资者买卖取得的差价收入全额征收营业税，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，国内的信贷资产证券化仍处试点阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

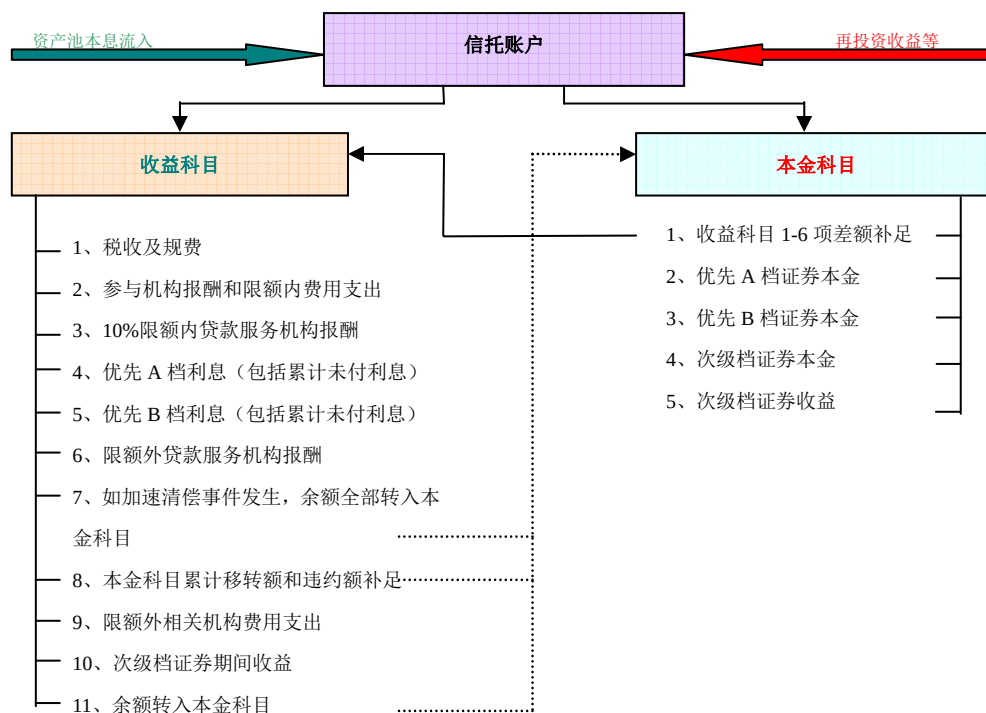
七、评级结论

联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上确定“2014年江南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档资产支持证券的信用等级为AAA；优先B档资产支持证券的信用等级为AAA；次级档资产支持证券未予评级。

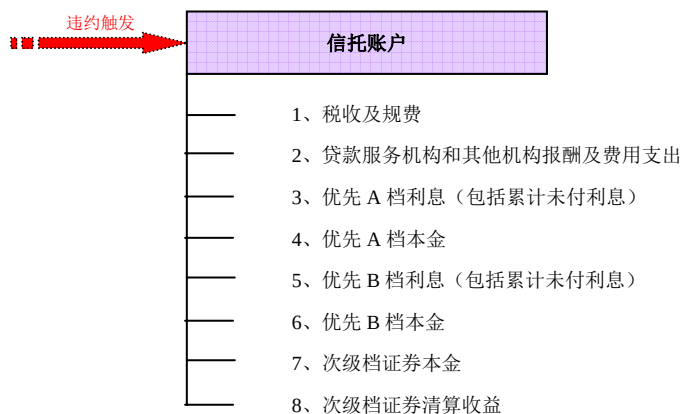
上述优先A档和优先B档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



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 2014 年江南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 2014 年江南第一期信贷资产证券化信托优先级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 2014 年江南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 2014 年江南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 2014 年江南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 2014 年江南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 2014 年江南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。

