

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《富瑞 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内容的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一五年四月十七日



信用等级公告

联合[2015] 233 号

联合资信评估有限公司通过对“富瑞 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

富瑞 2015 年第一期信贷资产证券化信托
资产支持证券

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 AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月十七日



富瑞 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

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	151400	68.38	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	36300	16.40	浮动利率	AA
次级档资产支持证券	33700	15.22	—	NR
合计	221400	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

评级时间

2015 年 4 月 17 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 12 月 31 日（就该日后相应贷款的款项所形成的债权而言，系指该笔款项的实际发放日）
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：特定目的信托
信托财产：富滇银行股份有限公司 221400 万元公司类贷款
资产池加权平均信用级别：A⁻ / BBB⁺
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、超额利差
发起机构/贷款服务机构：富滇银行股份有限公司
受托机构/发行人：百瑞信托有限责任公司
资金保管机构：交通银行股份有限公司
主承销商：天风证券股份有限公司

分析师

伦 杭 范杨宇

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“富瑞 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、本期交易入池资产全部为富滇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、本期交易资产池的加权平均现行利率为 7.21%，处于较高水平。
- 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 档资产支持证券和次级档资产支持证券 31.62% 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 15.22% 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资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。

关注及缓释

- 1、入池贷款绝大部分集中于云南省，地区集中度很高，存在较大的地区集中风险。

风险缓释：云南省固定资产投资稳中有进，进出口持续增长，地区经济环境良好。同时，联合资信在违约模型输入时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集中风险。

- 2、本期入池资产借款人集中度较高，其中部分借款人行业处于不景气周期内，存在一定的借款人集中风险。

风险缓释：未偿本金占比较大的借款人影子级别普遍较高，信用质量较好，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来模拟资产池的违约表现，评级结果已反映了借款人的集中风险。

- 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。

- 4、本期交易的部分贷款附带抵押类担保措施，但在信托设立时未办理抵押变更登记，存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：根据信托合同，对于涉及的抵押贷款，当发生权利完善事件时，如未能在约定期限内办理完毕变更登记，发起机构应将对等贷款按不合格资产予以赎回，有效缓释了法律风险。

- 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资产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富滇银行股份有限公司和发行人百瑞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“富瑞 2015 年第一期信贷资产证券化信托”优先档资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。



1、交易结构

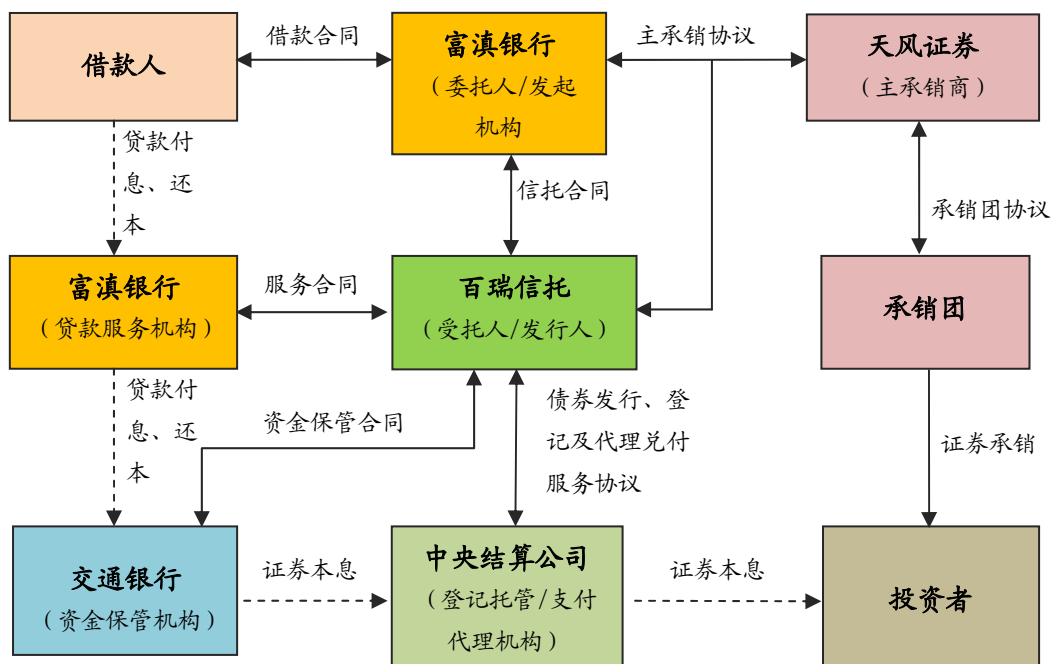
本期交易的发起机构富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的 221400 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过百瑞信托有限责任公司（以下简称“百瑞信托”）设立“富瑞 2015 年第一期信贷资产证券化信托”。百瑞信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档、优先 B 档和次级档资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信托受

益权。

表1 交易参与机构

发起机构/委托人：富滇银行股份有限公司
 发行人/受托人：百瑞信托有限责任公司
 贷款服务机构：富滇银行股份有限公司
 资金保管机构：交通银行股份有限公司
 登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
 会计/税务顾问：德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：北京中伦律师事务所（特殊普通合伙）
 顾问机构：长安国际信托股份有限公司
 主承销商：天风证券股份有限公司
 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档证券属于优先档证券，享有优

先档信托受益权；次级档证券享有次级档信托受益权。

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档和优先B档证券均按季支付利息，在优先档证券清偿完毕之前，次级档证券按季取得期间收益。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，次级档证券向定向认购人定向发行。其中发起机构持有不低于各档证券发行规模的5%。

优先A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加上利差之和，基准利

率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率，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日当日进行调整，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日后第三个自然月的对应日（如无对应日，则为该月最后一日）；基准利率调整日所在的计息期间，证券实行分段计息；次级档证券不设票面利率，在既定条件下取得年利率不高于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	151400	68.38	浮动利率	2016 年 10 月 26 日	2020 年 1 月 26 日
优先 B 档	AA	过手摊还	36300	16.40	浮动利率	2017 年 10 月 26 日	2020 年 1 月 26 日
次级档	NR	-	33700	15.22	—	2018 年 1 月 26 日	2020 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富滇银行向 25 户借款人发放的 26 笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2014 年 12 月 31 日，就 2014 年 12 月 31 日后相应贷款的款项所形成的债权，系指该笔款项的实际发放日），入池资产的未偿本金余额为人民币 221400 万元。

根据信托合同约定，本期交易入池资产的合格标准如下：（1）各笔贷款均为富滇银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（2）借款人均按照中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织；（3）担保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；（4）每笔信贷资产均可进行合法有效转让，每份《借款合同》及其《担保合同》（如有）中均无限制或禁止富滇银行转让债权或转让债权须征得借款人或担保人（如有）同意的约定；（5）信贷资产项下不包含涉及军工或国家机密的贷款；（6）各笔贷款均不涉及未决的诉讼或仲裁；（7）各笔贷款均为富滇银行发放的自营商业贷

款，不含银团贷款或委托贷款；（8）如某笔贷款的附属担保权益涉及最高额担保的，则截至初始起算日，该最高额担保的主债权已确定或担保人同意该笔贷款对应的担保权利一并转让给受托人并继续承担担保责任；（9）同一《借款合同》项下的各笔贷款已经全部发放完毕，且各笔贷款的未偿款项已全部入池；（10）《借款合同》和《担保合同》适合中国法律，且在中国法律项下均合法有效；（11）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）；（12）借款人在近三年与富滇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；（13）每笔贷款应为富滇银行制定的信贷资产质量五级分类中的正常类资产；（14）信贷资产所包含的每笔贷款的合同到期日不早于 2014 年 12 月 31 日且不晚于 2017 年 12 月 31 日；（15）对同一借款人的全部贷款的未偿本金余额不超过 28000 人民币万元。

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	221400 万元
借款人户数	25 户
贷款笔数	26 笔
单笔贷款最大未偿本金余额	28000 万元
单户贷款最大未偿本金余额	28000 万元
加权平均现行贷款利率	7.21%
入池资产加权平均贷款账龄	5.72 个月

入池资产原始加权期限	23.67 个月
入池资产加权平均剩余期限	17.95 个月
单笔贷款最短剩余期限	4.17 个月
单笔贷款最长剩余期限	34.43 个月
资产池加权平均信用级别	A-/BBB ⁺

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，入池资产借款人的信用级别、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。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、入池资产质量分布

按照富滇银行贷款质量风险分类方法，本期交易入池资产全部为富滇银行发放的正常类贷款，入池资产的资产质量较好。

2、入池资产担保性质分布

本期交易入池资产的担保性质分布如表 4 所示：

表 4 入池资产担保性质分布 单位：户/万元/%

担保性质	贷款户数	未偿本金余额	金额占比
保证	15	105600	47.70
抵押	5	45900	20.73
信用	2	18000	8.13
抵押+保证	3	51900	23.44
合 计	25	221400	100.00

可以看出，本期交易入池资产中，非信用类贷款未偿本金余额占比较高，达到 91.87%。具有抵押担保的贷款占比为 44.17%，抵押物多为土地使用权，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，及对违约贷款的回收率的影响。

3、入池资产借款人影子评级

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池资产的信贷资料，对本期交易入池资产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评级。资产池借款人最终影子评级结果如表 5 所示：

表 5 借款人影子评级分布 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	5000	2.26
AA ⁺	3	43100	19.47
AA	5	53900	24.35
AA ⁻	3	18600	8.40
A ⁺	4	38000	17.16
A	2	15000	6.78
A ⁻	2	9900	4.47
BBB ⁺	2	3000	1.36
BBB	1	19900	8.99
BB ⁺	2	15000	6.78
合 计	25	221400	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 A⁻和 BBB⁺之间，记为 A⁻/BBB⁺。该结果表明资产池整体信用质量一般。

4、入池资产借款人集中度

截至初始起算日，本期交易入池资产前十

大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 70.87%，前五大借款人未偿本金余额占比为 48.28%，最大借款人未偿本金余额占比为 12.65%，资产池借款人集中度很高。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	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	影子级别
1	28000	12.65	30000	36.50	31.67	商务服务业	云南	抵押	AA
2	25000	11.29	25000	36.47	34.13	道路运输业	云南	保证	AA ⁺
3	22000	9.94	22000	24.23	19.03	汽车制造业	云南	抵押+保证	A ⁺
4	19900	8.99	20000	24.37	16.93	批发业	云南	抵押+保证	BBB
5	12000	5.42	12000	12.13	7.63	非金属矿物制品业	云南	保证	AA ⁻
合计	106900	48.28	109000	—	—	—	—	—	—

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=（贷款合同到期日-贷款发放日）/30。

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=（贷款合同到期日-资产池初始起算日）/30，下同；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。

③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%的借款人数量不多，但合计金额占比较高，部分借款人所在行业处于不景气的周期内，存在较高的借款人集中风险。但上述借款人的贷款均为富滇银行正常类贷款，截至初始起算日未出现拖欠或违约。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反映借款人集中风险。

5、入池资产本金偿付方式

本期交易入池资产本金偿付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 入池资产本金偿付方式 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	17	94100	42.50
分期偿还	9	127300	57.50
合计	26	221400	100.00

可以看出，本期交易到期一次偿还的资产未偿本金余额占比为 42.50%，相较于分期偿还，此类资产的到期还本压力较大。

6、入池资产利息偿付方式

本期交易入池资产利息偿付方式分为按月付息和按季付息两类，具体分布如表 8 所示：

表 8 入池资产利息偿付方式 单位：万元/%

付息方式	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
按月付息	14	139400	62.96
按季付息	12	82000	37.04
合计	26	221400	100.00

7、入池资产利率类型

本期交易入池资产利率类型如表 9：

表 9 入池资产利率类型 单位：万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动利率	17	170800	77.15
固定利率	9	50600	22.85
合计	26	221400	100.00

可以看出，本期交易入池资产利率类型存在部分固定利率，而优先档证券的利率类型均为浮动利率，存在一定的因利率波动导致的利率风险。

8、入池贷款利率分布

本期交易入池贷款加权平均现行贷款利率为 7.21%，具体分布如表 10 所示：

表 10 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
6.5%以下	2	18000.00	8.13
(6.5%,7.0%]	6	55500.00	25.07
(7.0%,7.5%]	9	85400.00	38.57
(7.5%,8.0%]	8	44400.00	20.05
8.0 以上	1	18100.00	8.18
合 计	26	211700.00	100.00

本期交易入池贷款利率超过 7%的贷款未偿本金余额占比达到 66.80%，普遍处于较高水平，预计将与优先档证券利率之间产生较高的超额利差。

9、入池资产账龄分布

本期交易入池资产加权平均账龄为 5.72 个月，最短账龄 0.00 个月，最长账龄 28.47 个月，具体分布如表 11 所示：

表 11 入池资产账龄分布 单位：月/万元/%

账龄	未偿本金余额	金额占比
0	10000	4.52
(0,6]	135500	61.20
(6,12]	63000	28.46
(12,18]	0	0.00
(18,24]	2900	1.13
(24,30]	10000	4.52
合 计	221400	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，账龄=（资产池初始起算日-贷款实际发放日）÷360×12。

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。

可以看出，本期交易入池资产的账龄集中于 6 个月以内，占比 65.72%，账龄较短。

10、入池资产剩余期限分布

本期交易入池资产加权平均剩余期限为 17.95 个月，最短剩余期限为 4.17 个月，最长剩余期限为 34.43 个月，加权平均剩余期限正

常。入池资产剩余期限具体分布如表 12 所示：

表 12 入池资产剩余期限分布 单位：月/万元/%

剩余期限	未偿本金余额	金额占比
(0,6]	43100	19.47
(6,12]	56000	25.29
(12,18]	22800	10.30
(18,24]	33400	15.09
(24,30]	0	0.00
(30,36]	66100	29.86
合 计	221400	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，本期交易入池资产借款人行业分布如表 13 所示：

表 13 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
房屋建筑业	4	33600	15.18
商务服务业	2	33000	14.91
有色金属冶炼和压延加工业	4	30900	13.96
道路运输业	2	28500	12.87
批发业	3	27900	12.60
汽车制造业	1	22000	9.94
非金属矿物制品业	2	17000	7.68
土木工程建筑业	1	8100	3.66
林业	1	6400	2.89
农业	1	5000	2.26
公共设施管理业	1	3000	1.36
仓储业	1	3000	1.36
纺织服装、服饰业	1	2000	0.90
农副食品加工业	1	1000	0.45
合 计	25	221400	100.00

本期交易入池资产中房屋建筑业的借款人未偿本金余额占比最高，达到 15.18%。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 BB⁺至 AA⁺。根据国家统计局数据，2013 年，全国全社会建筑业增加值 38995 亿元，同比增长 9.5%，增速较 2012 年有所下降。在分行业固定资产投资（不含农户）数据中，2013

年，建筑业投资额为 3737 亿元，比上年增长 1.4%，增速在所有分行业中排名倒数第二。由此可见，受宏观经济形势和房地产调控政策影响，建筑业对投资的吸引力正逐渐减小。投资驱动力的衰退使得房屋建筑业未来的发展存在一定的不确定性。

入池资产中未偿本金余额占比第二高的行业为商务服务业，占 14.91%。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 AA 至 AAA。该行业借款人均均为国有控股的旅游投资型企业。国家统计局数据显示，2013 年，租赁和商务服务业固定资产投资额为 5922 亿元，较上年增长 26.1%。高速的投资增长率反映了行业的发展潜力。鉴于近年来国家大力发展旅游业和该类借款人的国有背景，该行业借款人发生违约的风险不大。

入池资产中未偿本金余额占比第三高的行业为有色金属冶炼和压延加工，达到 13.96%。该行业借款人主要涉及铝和铜的冶炼和加工，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。由于全球经济疲软以及房地产等部分行业的低迷，部分有色金属价格大幅下跌，主要有色金属生产企业库存迅速增加，短期内国内有色金属市场供过于求的局面难以改善，产能过剩矛盾较为突出。根据工信部发布的《2013 年有色金属工业经济运行情况》，2013 年我国原铝产量 2205 万吨，产量较上年增长 9.7%，增幅回落 3.5 个百分点；全年在主要冶炼品种中，铝冶炼企业亏损 23.1 亿元，风险依然较大。总体来看，目前制约有色金属产业持续企稳向好的影响因素较多，但随着未来我国对该行业调控政策的持续推进以及产业结构的进一步优化，该行业风险可控。

入池资产中未偿本金余额占比第四高的行业为道路运输业，占 12.87%。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⁺。该行业借款人为主要从事公共交通和公路客运的企业。公共交通行业对推动城市发展具有重要作用，行业公益性较强，盈利能力较

弱，但政府一般会对公交行业提供有力的支持。随着我国经济的持续增长以及公路基础设施建设投入力度的加大，公路客运行业得到了较快发展。根据国务院发展研究预测，2020 年我国国内公路客运周转量将达到 28313 亿人公里，表明未来 10 年我国公路客运周转量平均年增长速度约为 8.89%。总体来看，我国公共交通行业得到政府的大力支持，经营较为稳定，且公路客运行业发展前景较好，道路运输业的行业风险较低。

入池资产中未偿本金余额占比第五高的行业为批发业，占 12.60%。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 BBB 至 A⁺。批发业的销售产品多为生产、生活资料，行业的发展与全社会的生产及生活活动紧密相关。2013 年，中国国内生产总值 568845 亿元，比上年增长 7.7%；农村居民人均纯收入 8896 元，比上年增长 12.4%，扣除价格因素，实际增长 9.3%；城镇居民人均可支配收入 26955 元，比上年增长 9.7%，扣除价格因素，实际增长 7.0%。全国经济的增长和人均收入的提高对批发业的发展起到了一定的促进作用。2013 年，我国分行业固定资产投资（不含农户）数据显示，批发和零售业投资额为 12695 亿元，较上年增长 30.0%，增速在所有行业中位列第三。总体来看，受益于中国经济的稳定增长、人均收入的稳步提升以及相关消费刺激政策的延续，国内的批发零售行业将保持较好的发展势头。

总体看，本期交易入池资产借款人涉及行业数量较多，部分占比较高的行业处于不景气周期内，未来发展存在不确定性。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以及不景气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。

12、入池资产地区分布

本期交易入池资产借款人分布在云南省和重庆市两个地区。其中云南省贷款余额占比最

大，达到 92.50%。入池资产借款人所处地区分布见表 14：

表 14 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
云南省	21	204800	92.50
重庆市	4	16600	7.50
合 计	25	221400	100.00

本次交易贷款未偿本金余额占比最高的地区为云南省，占 92.50%。2013 年云南省完成生产总值 11720.91 亿元，较上年增长 12.10%，增速位列全国第三。其中，第一产业完成增加值 1895.34 亿元，第二产业完成增加值 4927.82 亿元，第三产业完成增加值 4897.75 亿元，分别增长 6.80%、13.30%和 12.40%。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，经济发展前景乐观。

本次交易贷款未偿本金余额所处其他地区均为重庆市。2013 年，重庆市地区生产总值为 12656.69 亿元，同比增长 12.3%；全年全市实现地方财政总收入 1692.8 亿元，同比增长 15.5%。2013 年，重庆市实现工业增加值 5249.65 亿元，同比增长 13.1%，占全市地区生产总值

的 41.5%。其中规模以上工业增加值增长 13.6%。建筑业增加值 1148.27 亿元，同比增长 14.9%。全市固定资产投资 11205.03 亿元，同比增长 19.5%，其中，基础设施建设投资 2962.10 亿元，同比增长 23.2%，增速较快；此外，重庆市全年工业投资 3529.90 亿元，同比增长 15.2%，占全市固定资产投资总额的 31.5%；房地产开发业投资 3012.78 亿元，同比增长 20.1%，占全市固定资产投资总额的 26.9%，呈现平稳发展态势。总体来看，固定资产投资保持平稳，工业投资带动有力，重庆市经济运行健康，地区经济环境良好。

总体来看，本期交易借款人所处的两大地区经济发展趋势较好。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

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和本金账两个子账。收益账用来接收收入回收款，本金账用来接收本

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

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）信托财产在支付日后 5 个工作日内（或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时应偿付的最优先级别的优先档资产支持证券利息

的（但只要存在尚未清偿的级别最高的优先档资产支持证券，由于信托没有足够资金而未能支付其他较低级别优先档资产支持证券利息和次级档资产支持证券收益不应构成违约事件）；

（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）受托人违反其在《信托合同》或其为一方的其他交易文件项下的任何重要义务，且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能得到补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能在违约发生后 90 日内替换受托人；（e）受托人在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证，在做出时便有重大不实或误导成分，并且该等违约①无法补救，或②虽然可以补救，但在资产支持证券持有人大会向受托人发出要求其补救的书面通知后 30 日内未能补救，或③虽然可以根据交易文件的约定以替换受托人的方式进行补救，但未能在违约发生后 90 日内替换受托人。

以上（a）至（c）项所列的任一事件发生时，违约事件视为已在该事件发生之日发生。发生以上（d）项至（e）项所列的任何一起事件时，资产支持证券持有人大会应决定是否宣布发生违约事件。

“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）发生任何贷款服务机构解任事件；（c）贷款服务机构未能按照交易文件的约定按时、足额付款或划转资金；（d）根据《信托合同》的约定需要更换受托人，或根据《服务合同》的约定需要更换贷款服务机构或任命后备贷款服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任受托人、替代贷款服务机构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）优先 A 档资产支持证券的预期到期日前第一个分配指令发送日，按照《信托合同》约定的分配顺序无法足额分配优先 A 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相关交易文件项下的任何主要义务（上述（c）项约定的义务除外），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 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、受托人或者信贷资产（如有）有重大不利影响的事件；

（j）《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，被依法认定为无效、被撤销、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，收益账项下资金在顺序支付税收和规费（如有）、中介机构报酬和限额内费用、贷款服务机构限额内报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、贷款服务机构限额外报酬、累计未补足违约本金、参与机构的限额外费用和支出、次级档证券的期间收益后，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、中介机构报酬和限额内费用、贷款服务机构限额内报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、贷款服务机构限额外报酬，然后用于支付优先 A 档证券本金、优先 B 档证券本金以及次级档证券

本金，剩余资金作为次级档证券的清算收益；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。

（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规费、中介机构报酬和限额内费用以及贷款服务机构报酬、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 31.62%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 15.22%。

（2）超额利差

本期资产池贷款组合的现行加权平均利率较高，达到 7.21%，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（因此时收益账项

下资金在支付完税收和规费、中介机构报酬和限额内费用、贷款服务机构限额内报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、贷款服务机构限额外报酬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，在顺序偿付税收和规费、中介机构报酬和限额内费用以及贷款服务机构报酬后，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）资产池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）信托财产的公允价值不小于信托税收、费用、服务报酬以及优先档证券的本金及利息与次级档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

抵销风险是指入池资产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富滇银行的违约风险。

富滇银行经营状况良好，盈利能力稳步提升，财务实力较强，联合资信认为即使借款人

行使抵销权，委托人富滇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贷款服务机构的混同风险：当中债资信和联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级分别高于或等于 A⁺级和 AA⁻级时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日；当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 A 级，或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；当中债资信或联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级（不含）时，回收款将直接支付至信托账户，如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汇款日后 3 个工作日内的任一工作日。

作为贷款服务机构，富滇银行主营业务保持稳步发展态势、内部控制体系较为健全、信用水平很高，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

本期交易采用顺序偿付结构，入池资产的

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；入池资产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级证券的信用影响较小。

(5) 利率风险

本期交易入池资产利率类型包括固定利率和浮动利率，其中采用浮动利率的贷款未偿本金余额占 77.15%，利率按照央行贷款基准利率浮动，调息频率包括按年、按季度和按月调整；而本期交易优先 A 档和优先 B 档证券均采用浮动利率，基准利率为央行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三个自然月的对应日（如无对应日，则为该月最后一日）。可以看到，本期交易入池资产利率和优先档证券利率在利率基准、调整时间方面有所差异，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，联合资信将对此持续关注。

(6) 尾端风险

随着入池资产的逐步清偿，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富滇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，并任用了信用等级很高的资金保

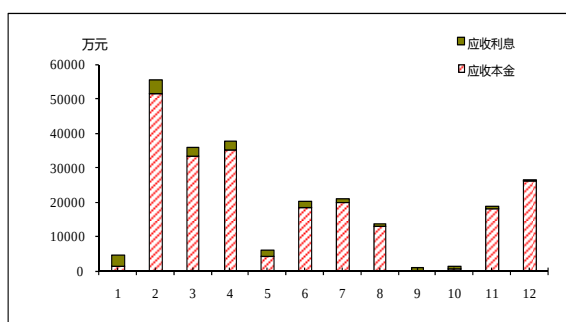
管机构。合格投资指受托人将信托账户内的保管资金在闲置期间以同业存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的且中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 级且联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 级的商业银行。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

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。

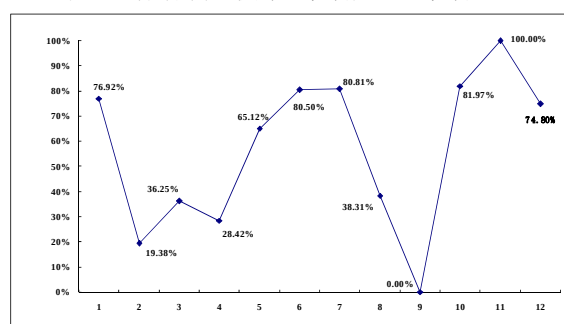
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入结果如图 2 所示：

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，共有 7 期收款期间单户最高还本额占比超过 50%，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的利息支付，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，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，相关评级压力情况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	18.96%	24.25%
AA	16.70%	25.35%

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

时间	违约分布
第 1 年	8.31%
第 2 年	91.15%
第 3 年	0.54%
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。

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/贷款服务机构为富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）。作为发起机构，富滇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。

富滇银行成立于 1996 年，原名为昆明城市合作银行，由昆明市地方财政、昆明市城区原 30 家城市信用合作社股东和其他 38 名发起人出资设立。截至 2014 年 9 月末，富滇银行前三大股东及持股比例分别为：云南省投资控股集团有限公司持股 18.95%，中国大唐集团财务有限公司持股 18.95%，冠城大通股份有限公司持股 10.53%。

近年来，富滇银行深入推进全面风险管理体系建设，持续改进风险管理组织架构，完善风险管理运行机制，提高整体风险管控能力，运用风险管理先进技术，引入各类风险计量工具，不断提升风险管理技术水平和能力。

信用风险管理方面，富滇银行完善和明晰了各风险管理部门的职责及边界划分：风险管理部牵头负责银行全面风险管理工作，加强对

各类风险的监督管理；信用审批委员会及独立审批人负责授信业务的审查审批工作；授信执行部负责加强授信放款的审查审核力度，进一步健全和完善授信业务全流程管理；法律合规部负责规章制度、操作流程、法律文件等方面的合规性工作；操作风险的管理工作，组织开展不良资产的清收处置工作，并提供处置业务的政策支持、专业指导及项目审查；审计部负责检查监督并向董事会审计委员会报告；其他各职能部门根据工作职责抓好本职风险的防控工作，进一步加强信用风险的全覆盖管理。

流动性风险管理方面，富滇银行坚持集中性、独立性、全面性、主动性和审慎性的管理模式。2013 年，富滇银行继续优化流动性管理流程和手段，不断提升流动性风险管理的精细化程度，通过主动引导、控制、监测和策略安排，使得流动性监管指标表现平稳，资产负债期限结构得到改善，流动性风险控制在适宜水平，有效支持了各项经营目标的实现。

市场风险管理方面，富滇银行进一步加强市场风险管理体系建设，完善市场风险管理的运行机制；以市场风险管控的各项指标为指导，加强对市场变化趋势的预测分析，提高决策的科学性；制定量化指引、账户分类等市场风险管理制度，进一步健全和完善向市场业务部门派驻风险总监、风险经理的管理制度，以及前、中、后台相分离的业务运行机制；加强相关业

务系统和管理系统建设，加大风险控制力度和监督检查，提升市场风险管理能力；加强对市场风险的动态监控，定期向监管部门报送市场风险分析报告；审慎开展债券投资业务，合理控制投资规模，加强债券投资风险管理。

操作风险管理方面，富滇银行明晰操作风险管理的组织架构、职责、权限、理念、管理程序，启动操作风险数据收集工作，加强操作风险管控；持续开展对管理制度和操作流程的梳理，夯实操作风险管理基础；对事后监督发现的重大差错，从风险所属业务条线、操作环节、风险分类、原因分类、风险等级进行分析，并录入合规与操作风险管理系统的操作风险数据收集模块；全面开展风险管理大检查，严查风险漏洞，防控风险隐患；对发现的操作风险问题进行认真整改并跟踪落实，进一步加强操作风险的管控力度。

截至2013年末，富滇银行资产总额1210.08亿元，其中贷款和垫款净额588.76亿元；负债总额1140.71亿元，其中公司存款余额583.32亿元；股东权益68.99亿元；不良贷款率0.87%；拨备覆盖率326.82%；资本充足率11.13%，核心一级资本充足率9.98%。2013年，富滇银行实现营业收入33.71亿元，净利润12.29亿元。

总体来看，富滇银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强。联合资信认为富滇银行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，履职能力很强，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交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）。1987年4月1日，重新组建后的交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，总行设在上海。2004年8月6日，汇丰银行入股交通银行，交通银行成为首家引进外资的国内大型商业银行。

截至2014年6月末，交通银行资产总额达

到62839.36亿元，股东权益合计4405.03亿元；不良贷款率1.13%，拨备覆盖率204.16%，资本充足率12.75%，核心一级资本充足率10.70%；2014年上半年，交通银行实现营业收入904.23亿元，净利润367.73亿元。

交通银行立足客户多元化财富管理需求，大力发展公募基金、证券公司客户理财、保险资金、银行理财、信托计划、企业年金、QDII、QFII、RQFII等重点托管产品，密切并不断深化与境内外客户的全面合作。截至2014年6月，交通银行资产托管规模达人民币3.74万亿元，较年初增长32.76%。

考虑到交通银行稳健的经营状况、丰富的资产托管经验，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极低。

3、受托机构/发行人

本期交易的受托机构/发行人是百瑞信托有限责任公司（以下简称“百瑞信托”）。百瑞信托的前身郑州信托投资公司始建于1986年4月，1993年2月重组开业；2007年11月换领新的金融许可证后，更名为百瑞信托有限责任公司；2012年3月，经中国银行业监督管理委员会批准，摩根大通成为公司新股东；2014年12月，经中国银行业监督管理委员会河南监管局批复，公司注册资本由12亿元增加至22亿元；

百瑞信托通过客户中心、产品中心和风控中心三大中心建设，推进公司管理精细化，跻身于行业前列是公司中长期的战略目标。在近几年信托行业和公司由快速发展期向稳定发展期迈进的背景下，公司新的规划力求稳健、有质量的发展；通过持续提升客户服务能力提升客户的品牌忠诚度，大力开拓高净值客户群体；通过做好重点业务布局，根据客户多样化理财需求丰富信托产品种类，提升客户和产品的匹配度，提高公司核心竞争力，形成稳定、可持续的盈利模式，实现公司的长期稳健发展。

百瑞信托对资产证券化产品进行了一定的研究和探索，根据法律法规要求，结合市场和信息技术的发展，不断完善业务处理系统、管理信息系统和会计核算系统，为履行资产证券化受托职责所需要的业务操作和风险控制提供了良好的技术保障。

截至 2013 年末，百瑞信托资产总额 33.94 亿元，所有者权益 30.65 亿元，信托资产总计 1142.47 亿元；2013 年全年实现营业收入 11.65 亿元，净利润 6.42 亿元。

截至 2014 年 6 月底，百瑞信托累计发行信

托项目 760 多个，发行信托规模超过 2100 亿元；累计清算信托项目超过 400 个，清算信托规模近 1000 亿元，且所有到期信托计划均实现按时清算，累计向投资者分配信托收益超过 195 亿元。截至 2014 年 6 月底，百瑞信托存续信托项目 341 个，存续信托规模 1216 亿元。

总体来看，百瑞信托拥有稳健的财务实力、合理的经营发展方针、完善的风险管理组织建设及较完整的证券化业务安排，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》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富滇银行和受托人百瑞信托具备相应的主体资格并已取得相应授权；交易文件符合法律法规的规定；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法律文件，相关各方可按照交易文件的条款针对其他各方主张权利，除非该等权利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，富滇银行和百瑞信托就签署、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，委托人对贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力；如发生交易文件中规定的相应事件，该等债权的转让即对该等借款人及保证人（如有）发生法律效力；受托人转让贷

款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵押权（如有）随贷款债权的转让而同时转让，未办理抵押权变更登记的不得对抗善意第三人，为控制善意第三人导致的风险，根据交易文件，因未办理抵押权变更登记手续，出现善意第三人对抵押物主张抵押权或所有权，而受托人所持抵押权无法对抗善意第三人的，委托人应将该等信贷资产作为不合格信贷资产予以赎回，可以有效缓释上述风险；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，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产；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；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承担相应义务。

会计意见书表明：富滇银行运用对特殊目的信托所拥有的实质性权力影响其取得可变回报的程度有限，无需合并特定目的信托；本期交易转移了信贷资产所有权上几乎所有风险和报酬，富滇银行应终止确认信贷资产。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、金融机构投资者和非金融机构投资者买卖取得的差价收入按规定征收营业税；个人买卖信贷资产支持证券取得的差价收入暂免征收营业税；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。

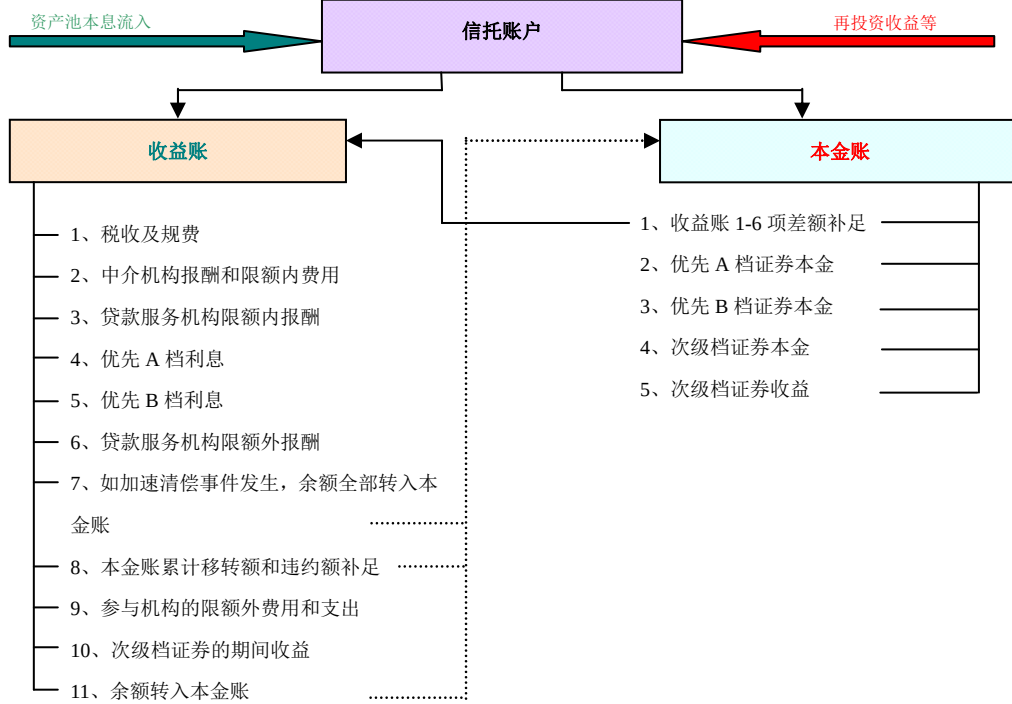
七、评级结论

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“富瑞 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。

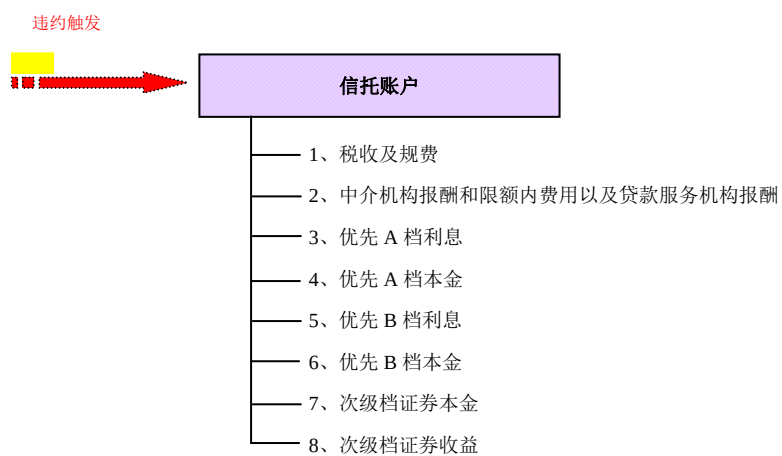
上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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 富瑞 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富瑞 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券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富瑞 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，或发生可能对富瑞 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，或发生可能对富瑞 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富瑞 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富瑞 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。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月十七日

