

润元 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

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 档资产支持证券	97600.00	69.20	固定 利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	23400.00	16.59	固定 利率	A ⁺
次级档资产支持证券	20050.00	14.21	—	—
合 计	141050.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

报告出具日：

2015 年 7 月 1 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 11 月 6 日
 预计信托设立日：2015 年 7 月 20 日
 预计首次偿付日：2015 年 10 月 26 日
 证券法定到期日：2024 年 4 月 26 日
 交易类型：静态现金流型 CLO
 载体形式：特殊目的信托
 信托财产：珠海华润银行股份有限公司 141050.00 万元公司贷款
 资产池加权平均信用级别：A/A⁻
 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：珠海华润银行股份有限公司
 受托机构/发行人：华润深国投信托有限公司
 资金保管机构：平安银行股份有限公司
 主承销商：中信证券股份有限公司

分析师

伦 杭 姬宝龙

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“润元 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 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券信用等级为 A⁺；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较强，违约风险较低。

优势

- 1、本期交易入池贷款全部为珠海华润银行股份有限公司发放的正常类贷款，基础资产质量较好。
- 2、本期交易入池资产的加权平均现行利率达到 6.73%，且初始起算日至预计信托设立日时间较长，预计将形成较多的超额利差，将对优先档资产支持证券形成较好的信用增级。
- 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 档和次级档资产支持证券 30.80% 的信用支持，优先 B 档证券获得次级档证券 14.21% 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。

关注及缓释

- 1、入池贷款中单个借款人未偿本金余额占比超过 5%的有 7 家，未偿本金余额占比合计达到 73.05%，入池借款人集中度较高。

风险缓释：未偿本金余额占比高的借款人大部分信用质量较高，且联合资信在违约模型中通过提高占比较大的借款人的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了借款人的集中风险。

- 2、本期交易入池贷款地区主要集中在广东省，其对应的未偿本金余额占比达到了 77.81%，地区集中度较高。

风险缓释：广东省作为经济发展大省，经济增长稳定，且联合资信在违约模型中通过提高相应地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了地区集中风险。

- 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，资产池自第 7 个收款期间之后现金流入很少，一旦发生违约或拖欠，可能会出现流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金账与收益账的交叉互补机制，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、本期交易部分贷款附带抵质押类担保措施，但在信托设立时未办理抵质押变更登记，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、质押贷款，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，发起机构应将该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、全球经济疲弱和我国出口需求减弱、经济增长放缓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贷款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珠海华润银行股份有限公司和发行人华润深国投信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与发起机构/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因发起机构/发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“润元 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。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月一日

一、交易概况

1、交易结构

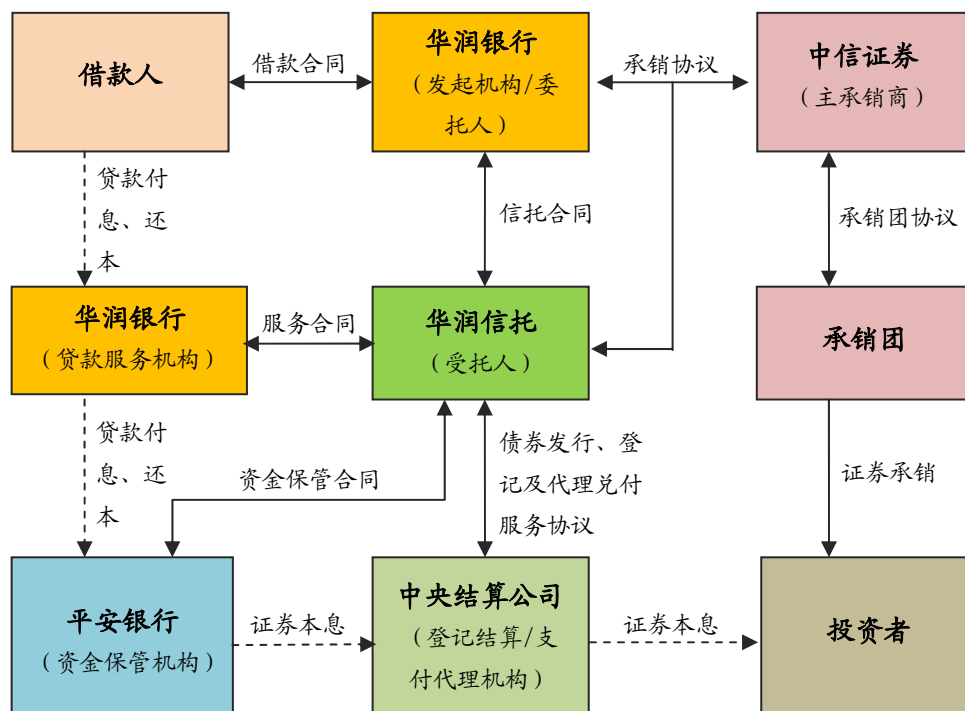
本期交易的发起机构珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的141050.00万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）设立“润元 2015 年第一期信贷资产证券化信托”。华润信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档、优先 B 档和次级档资产支持证券。投资者通过购买并持有该等资产支持证券取得本信托项下

相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：珠海华润银行股份有限公司
发行人/受托人：华润深国投信托有限公司
贷款服务机构：珠海华润银行股份有限公司
资金保管机构：平安银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问：普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙）
主承销商：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档证券属于优先档证券，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、优先B档证券均按季

偿付利息，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，在优先档证券清偿完毕后，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结构并按照优先/次级的顺序偿付本金。

优先A档、优先B档证券采用公开招标方式

发行，次级档证券采用招标方式发行，其中发起机构持有的各档证券不低于其发行规模的5%。优先A档、优先B档证券采用固定利率；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 档	AAA	过手摊还	97600.00	69.20	固定利率	2016 年 1 月 26 日	2024 年 4 月 26 日
优先 B 档	A ⁺	过手摊还	23400.00	16.59	固定利率	2016 年 7 月 26 日	2024 年 4 月 26 日
次级档	NR	—	20050.00	14.21	—	2022 年 4 月 26 日	2024 年 4 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华润银行向 18 户借款人发放的 27 笔人民币公司贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 141050.00 万元。根据交易文件约定，入池贷款的合格标准分为以下几点。

(a) 各笔贷款均为华润银行发放并合法所有的人民币贷款；(b) 每笔贷款项下债权、保证担保、抵押权、质权均可进行合法有效的转让；(c) 每笔贷款的质量应为正常类资产；(d) 各笔贷款均不涉及违约和未决的诉讼或仲裁；(e) 各笔贷款均为华润银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；(f) 贷款对应的全部借款合同、担保合同（如有）均适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效，构成借款人、担保人合法、有效和有约束力的义务，委托人可根据其条款向借款人、担保人主张权利；(g) 各笔贷款所对应担保人提供的保证、抵押权和质权（如有）均合法有效；(h) 同一借款合同项下的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本金、利息及其他款项全部入池；(i) 贷款应有确定的本金还款计划；(j) 资产池所包含的贷款的合同到期日不早于 2015

年 1 月 1 日且不晚于 2022 年 12 月 31 日；(k) 借款人均为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织；(l) 借款人对资产不享有任何主张扣减或减免应付款项的权力（但法定抵销权除外）；(m) 借款人及担保人（如有）不得为事业单位或军工企业/组织，贷款不涉及国家机密。

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）	141050.00
资产池初始本金余额（万元）	141700.00
借款人户数（户）	18
贷款笔数（笔）	27
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	20000.00
单户贷款最大未偿本金余额（万元）	20000.00
加权平均现行贷款利率（%）	6.73
入池贷款加权平均贷款账龄（月）	3.16
入池贷款加权平均初始贷款期限（月）	22.37
入池贷款加权平均剩余期限（月）	19.21
单笔贷款最短剩余期限（月）	8.02
单笔贷款最长剩余期限（月）	86.53
资产池加权平均信用级别	A/A ⁺

注：资产池加权平均信用级别为考虑保证后的影子评级。如无特殊说明，涉及资产池中借款人的信用级别均指考虑保证后的影子评级。

二、基础资产分析

联合资信对基础资产信用风险的评估着眼于资产池的整体表现，即信用损失分布的整体形态。通常情况下，入池贷款借款人的信用评级、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。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、入池贷款质量分布

按照华润银行贷款质量五级分类方法，本期交易入池贷款全部为华润银行发放的正常类贷款，入池贷款质量良好。

2、入池贷款担保情况

本期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/%

担保方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
保证	14	77300.00	54.80
信用	7	45700.00	32.40
抵押+保证+质押	5	16550.00	11.74
质押	1	1500.00	1.06
合 计	27	141050.00	100.00

可以看出，本期交易入池贷款担保类型多样，部分贷款同时具有保证、抵押或质押担保。抵质押物主要为房产、股权、应收账款和保证金，这将有助于提高贷款违约后的回收率。联合资信在进行压力测试时适当调整了违约贷款的回收率以反映抵质押物对基础资产的担保效力。

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，对入池贷款借款人的信用风险进行了评估。对于有保证担保的借款人，联合资信同时考虑了其保证人的保证效力。对于有外部评级的借款人，联合资信以外部评级为参考，结合对借款人的信用质量分析，确定借款人信用风险。经过逐笔分析后，联合资信评定了每户借款人的影子级别。借款人最终的影子评级结果如表 5 所示：

表 5 借款人影子级别分布 单位：笔/万元/%

影子级别	贷款户数	未偿本金余额	金额占比
AAA	1	15000.00	10.63
AA ⁺	2	30000.00	21.27
AA	1	14800.00	10.49
AA ⁻	4	31500.00	22.33
A ⁺	3	13000.00	9.22
A	3	16200.00	11.49
BBB ⁺	1	3000.00	2.13
BBB	2	11550.00	8.19
BB ⁺	1	6000.00	4.25
合 计	18	141050.00	100.00

根据上述影子评级结果以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的加权平均信用级别介于 A⁻至 A 之间，记为 A/A⁻。该结果表明资产池整体信用质量较好。

4、入池贷款借款人集中度

截至初始起算日，本期交易入池贷款中前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 85.82%，前五大借款人未偿本金余额占 58.49%，最大借款人未偿本金余额占比为 14.18%。根据发起机构提供的未偿本金余额占比超过 5%的借款人本息偿付记录，截至报告出具日，未偿本金余额占比超过 5%的借款人本息均正常偿付。

表 6 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	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	20000.00	14.18	20000.00	12.00	9.96	医药制造业	广东	保证	AA ⁺
2	20000.00	14.18	20000.00	12.00	8.09	水上运输业	广东	信用	AA ⁻
3	15000.00	10.63	15000.00	12.00	10.39	化学原料和化学制品制造业	山东	保证	AAA
4	14800.00	10.49	15000.00	24.03	17.59	公共设施管理业	江苏	保证	AA
5	12700.00	9.00	12700.00	12.00	11.51	商业服务业	广东	信用	A
6	10550.00	7.48	11000.00	96.07	86.53	住宿业	广东	抵押+保证+质押	BBB
7	10000.00	7.09	10000.00	24.03	22.59	生态保护和环境治理业	广东	保证	AA ⁺
合计	103050.00	73.05	103700.00	—	—	—	—	—	—

注: 1. 初始贷款期限是指贷款发放日至贷款合同到期日的区间, 初始贷款期限=(贷款合同到期日-贷款发放日)/365*12, 若涉及同一借款人的多笔贷款, 则初始贷款期限以该借款人初始期限最长的一笔贷款为准。

2. 剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款合同到期日的区间, 剩余期限=(贷款合同到期日-资产池初始起算日)/365*12, 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。

入池贷款未偿本金余额占比最高的借款人有两户, 均占 14.18%, 第一户借款人为一家 A 股上市的民营企业, 实际控制人为自然人。借款人成立于 1997 年, 注册资本 219871.00 万元。该借款人主要经营中药饮片、中药材、西药等医药产品的生产、经营和销售。截至 2013 年末, 借款人资产总额为 2225138.90 万元, 所有者权益 1203038.76 万元。2013 年该借款人实现主营业务收入 1335872.85 万元, 净利润 188041.35 万元。该借款人的影子评级为 AA⁺。总体来看, 该借款人处于中药饮片行业龙头地位, 盈利能力强, 同时考虑到行业前景等因素, 发生违约的可能性不大。

另一户占比为 14.18% 的借款人成立于 1988 年, 注册资本 50000.00 万元, 该借款人的实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。该借款人主营业务由水上运输、旅游服务和商品销售三大板块构成, 其中水上运输业务占比较高。截至 2013 年末, 借款人资产总额为 950273.66 万元, 所有者权益 304540.77 万元。2013 年该借款人实现主营业务收入 105692.61 万元, 净利润 17963.47 万元。该借款人的影子评级为 AA⁻。总体来看, 该借款人资产负债率偏高, 盈利能力一般, 但考虑行业、公司股东背景等因素, 发生违约的可能性不大。

可以看出, 未偿本金余额占比超过 5% 的借

款人合计占比较高, 存在一定的集中风险。对于占比较大的借款人, 联合资信在违约模型中, 通过提高其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	20	109700.00	77.77
分期偿还	7	31350.00	22.23
合 计	27	141050.00	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 77.77%, 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	19	108200.00	76.71
按季付息	7	31350.00	22.23

利随本清	1	1500.00	1.06
合 计	27	141050.00	100.00

7、入池贷款利率类型分布

本期交易入池贷款的利率类型分布如表 9 所示：

表 9 入池贷款利率类型分布 单位：笔/万元/%

利率类型	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
浮动利率	5	16550.00	11.73
固定利率	22	124500.00	88.27
合 计	27	141050.00	100.00

可以看出，本期交易入池资产以固定利率为主。

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 6.73%，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
[6.0%,6.5%]	3	24500.00	17.37
(6.5%,7.0%]	17	96000.00	68.06
(7.0%,7.5%]	5	14550.00	10.32
(7.5%,8.0%]	2	6000.00	4.25
合 计	27	141050.00	100.00

9、入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 3.16 个月，最短账龄为 0.03 个月，最长账龄为 9.53 个月，并且账龄主要分布于 6 个月以内，账龄较短。账龄分布如表 11 所示。

表 11 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]	115700.00	82.03
(6, 12]	25350.00	17.97
合 计	141050.00	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

19.21 个月，最短剩余期限为 8.02 个月，最长剩余期限为 86.53 个月。入池贷款剩余期限主要集中于 24 个月以内，剩余期限超过 24 个月的贷款未偿本金余额占比为 11.73%。基础资产的剩余期限分布如表 12 所示：

表 12 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
(6, 12]	99700.00	70.68
(12, 18]	14800.00	10.49
(18, 24]	10000.00	7.09
(24, 30]	0.00	0.00
(30, 36]	0.00	0.00
(36, 42]	0.00	0.00
(42, 48]	0.00	0.00
(48, 54]	0.00	0.00
(54, 60]	6000.00	4.26
60 以上	10550.00	7.48
合 计	141050.00	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，本期交易入池贷款借款人行业分布结果如表 13 所示。

表 13 借款人行业分布 单位：户/万元/%

行业	户数	未偿本金余额	金额占比
医药制造业	1	20000.00	14.18
水上运输业	1	20000.00	14.18
化学原料和化学制品制造业	1	15000.00	10.63
公共设施管理业	1	14800.00	10.49
商务服务业	1	12700.00	9.00
住宿业	1	10550.00	7.48
生态保护和环境治理业	1	10000.00	7.09
计算机、通信和其他电子设备制造业	2	8000.00	5.67
教育业	1	6000.00	4.25
废弃资源综合利用业	1	5000.00	3.55
电气机械和器材制造业	1	5000.00	3.55
非金属矿物制品业	2	3500.00	2.48
电力、热力生产和供应业	1	3000.00	2.13
造纸和纸制品业	1	3000.00	2.13

房屋建筑业	1	3000.00	2.13
石油加工、炼焦和核燃料加工业	1	1500.00	1.06
合计	18	141050.00	100.00

本期交易入池贷款中医药制造业借款人未偿本金余额占比最高，达到14.18%。联合资信对资产池中医药制造业借款人评定的影子级别为AA⁺。医药行业关系国计民生，具有刚性需求的特点，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2011-2013年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，三年分别实现工业产值15624.00亿元、18770.00亿元和22297.00亿元，同比分别增长20.95%、16.76%和25.82%。2014年前三季度，中国医药制造业实现主营业务收入16541.49亿元，同比增长13.15%，利润总额1584.11亿元，同比增长12.50%，总体保持了稳定增长的发展趋势。整体来看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

水上运输业在本期交易入池贷款中未偿本金余额占比同样为14.18%。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《2013年公路水路交通行业发展统计公报》，截至2012年末，全国完成水路客运量2.58亿人、旅客周转量77.48亿人公里，分别增长4.90%和4.00%；2013年，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，总体形势好于2012年。在客运方面，2013年

中国水路运输完成客运量2.35亿人次，同比增长3.00%，同期完成旅客周转量68.33亿人公里，同比增长2.90%。另外，本期交易中水上运输业借款人位于广东省，广东省与香港、澳门特别行政区相临，且中国第四大河珠江流经广东省，于珠海流入南海，得益于较好的地理位置，广东省一直是全国水路客运的重点地区。广东省水路客运主要以珠三角地区为主，包括珠海、深圳、澳门、香港四地；2014年前三季度，广东全省水路客运量约1800万人次、旅客周转量约7.50亿人公里，同比增长19.80%和25.90%。总体看来，水上运输行业受宏观经济的影响出现了增速放缓的迹象，但本期交易中水上运输行业的借款人所处的区位优势明显，有效缓释了行业风险。

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，本期交易中该行业借款人主要从事钛白粉的生产。联合资信对该行业借款人评定的影子级别为AAA。钛白粉是世界第三大无机化工产品，也是最重要的白色颜料之一，广泛用于涂料、塑料、造纸、油墨、化纤和医药等行业。其中涂料是钛白粉使用最多的领域，占比达到62.50%；其次为塑料，占比为18.50%；造纸、油墨等其他行业占比约为19.10%。2011-2013年全国钛白粉总产量分别为175.50万吨、189.00万吨和215.50万吨，年复合增长率达到10.81%。从中国钛白粉下游行业发展来看，2011-2013年全国涂料和塑料制品产量年复合分别增长9.89%和6.32%，增速低于钛白粉产量；但随着美国、印度等钛白粉消费大国经济复苏，2013年以来钛白粉消费量呈回升态势，国内产品出口呈现出良好的态势。另外从西方发达国家消费经验来看，美国人均钛白粉消费量为4.10公斤/年、西欧国家3.00公斤/年，而我国人均消费量仅为1.00公斤/年，由此来看我国钛白粉需求还有较大增长空间。

总体来看，本期交易入池贷款借款人行业共涉及16个行业，行业数量较多，但前三大行

业集中度较高，存在较高的集中风险。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不景气行业以及集中度较高行业借款人的违约率以反映该等风险。

12、入池贷款地区分布

本期交易入池贷款借款人所处地区分布见表 14:

表 14 借款人地区分布 单位: 户/万元/%

地区	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
广东省	15	109750.00	77.81
山东省	1	15000.00	10.64
江苏省	1	14800.00	10.49
江西省	1	1500.00	1.06
合 计	18	141050.00	100.00

发起机构华润银行地处广东省，其发放的贷款主要集中于广东地区。

广东省是我国经济大省，许多经济指标都名列前茅，包括地区生产总值、社会消费品零售总额、居民储蓄存款、专利申请量、税收、进出口总额、旅游总收入、移动电话拥有量、互联网用户、货物运输周转总量等。2014 年，广东省实现地区生产总值 67792.24 亿元，同比增长 7.8%。在现代产业中，高技术制造业增加值 7546.10 亿元，同比增长 11.4%；先进制造业增加值 14103.95 亿元，同比增长 9.2%；现代服务业增加值 19438.47 亿元，同比增长 9.0%，产业结构不断优化。2014 年，广东省全省完成工业增加值 29565.51 亿元，同比增长 7.8%，其中高技术制造业增加值增长 11.4%，先进制造业增加值增长 9.2%，产业结构调整成果显著；全年全省固定资产投资 25928.09 亿元，同比增长 15.9%，仍保持较快增长；全年全省实现进出口总额 10767.34 亿美元，同比下降 1.4%，其中出口额 6462.22 亿美元，同比增长 1.5%，进口额 4305.12 亿美元，同比下降 5.5%，国际贸易领域基本保持稳定发展。2014 年广东省保持稳定发展，但受错综复杂的外部环境和内部结构性、

素质性问题制约，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。

根据国家与地方统计局相关数据，2014 年山东省实现生产总值 59426.6 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 4798.4 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 28788.1 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 25840.1 亿元，增长 8.9%。2014 年，全省进出口总额 2771.2 亿美元，增长 4.0%。2014 年，全省固定资产投资 41599.1 亿元，增长 15.8%。但山东省经济运行中仍存在着经济下行压力较大、转型较为艰难的问题，GDP 增速连续三年下降，产业结构中服务业占比仍较低，工业占比过重，银行业不良贷款率虽有所下降但仍较高（2013 年末为 1.35%）。总的来看，山东省经济总体保持稳步增长，目前处于经济结构调整过程中，转型升级成效待关注。

江苏省也是我国的经济大省，根据国家与地方统计局相关数据，2014 年，江苏省实现生产总值 65088.3 亿元，同比增长 8.7%，其中第一产业增加值 3634.3 亿元，同比增长 2.9%，第二产业增加值 31057.5 亿元，同比增长 8.8%，第三产业增加值为 30396.5 亿元，同比增长 9.3%，产业结构持续优化；公共财政预算收入 7233.1 亿元，同比增长 10.1%，同时财政支出结构持续优化。在 2014 年的复杂经济形势下，保持了高于全国经济增长率的经济增长速度。特别是第二、三产业的增长，有效地抵抗了来自外部的经济冲击。总体来看，江苏省经济正处于转型升级中且保持较快增长。

总的来说，虽然本次资产池地区集中度很高，但是贷款集中的地区经济增长稳定，区位优势较为明显。这在一定程度上缓释区域的集中风险。

13、宏观经济及外部环境

目前，全球经济复苏缓慢，外需低迷，国

内投资增速减弱，内需不足，经济复苏动能不足，部分行业和地区风险显露，宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力，经济波动的

系统性风险有所增加。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

本期资产支持证券采用优先/次级顺序偿付结构，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的信用触发机制，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，记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立收益账、本金账和保证金账三个子账户，分别用来接收收入回收款、本金回收款以及核算在发生权利完善事件时划转的保证金款。各子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力主张（在抵押权、质权变更至受托人名下之前，出现善意第三人对抵押物、质押财产主张权利，而受托人所享有的抵押权、质权无法对抗善意第三人的情形除外）；(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应付未付利息得到足额支付，其他低级别的优先级资产支持证券应付未付利息和次级档资产支持证券收益未能得到足额支付的除外；(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；(d) 交易文件的相关方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，且该情形在出现后 30 个自然日内未能得到补正或者改善，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”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) 贷款服务机构未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d) (i) 根据交易文件约定，需要更换受托人或必须任命后备贷款服务机构，但在 90 个自然日内，仍无法找到合格的继任的受托人或后备贷款服务机构，或(ii) 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(iii) 后备贷款服务机构被解任时，未能依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 14%；(f) 在优先 A 档证券预期到期日前第一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先 A 档证券的未偿本金余额；(g) 在优先 B 档证券预期到期日前第一个信托利益核算日，按照《信托合同》规定的分配顺序无法足额分配优先 B 档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) 委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述(c)项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托机构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) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者资产池、担保合同项下的担保权利有重大不利影响的事件；(k) 交易文件（《承销协议》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费、代理机构报酬、除贷款服务机构外其他各机构报酬及限额内费用、如果贷款服务机构是华润银行，支付不超过当期应支付的贷款服务机构报酬的 10%；如果贷款服务机构不是华润银行，支付当期应支付的贷款服务机构报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、贷款服务机构服务报酬劣后部分、参与机构的限额外费用、累计未补足违约本金、在优先档证券的本金完全清偿完毕前，支付年化收益率不超过 2% 的次级档证券的期间收益后，余额转入本金账；若发生加速清偿事件，则收益账下资金不再支付累计未补足违约本金及其后续项目，而是将剩余资金转入本金账。本金账项下资金首先用于弥补收益账税费、支付代理机构报酬、除贷款服务机构外其他各机构报酬及限额内费用、贷款服务机构服务报酬的优先部分、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 档以及次级档证券本金的顺序偿付，最后余额作为次级档证券的收益。“违约事件”发生前的现金流详见附图 1。

“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、支付代理机构报酬、除贷款服务机构外其他各机构报

酬及费用支出、贷款服务机构的报酬（违约事件不是贷款服务机构直接或间接引致）、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、贷款服务机构报酬（违约事件是贷款服务机构直接或间接引致）、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 30.80%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 14.21%。

（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。

“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，信托账不再区分收益账和本金账，二者将合并，在顺序偿付税费、支付代理机构报酬、除贷款服务机构外其他机构的报

酬和在贷款服务机构没有直接或间接导致违约事件的情况下支付的贷款服务机构报酬后，直接用于优先级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回购起算日 24 时降至初始起算日资产池余额的 10%或以下；并且（ii）截至回购起算日 24 时剩余资产的市场价值不少于全部优先级档证券的未偿本金余额及其已产生但未支付的利息和信托应承担的税收、费用支出和服务报酬加上次级档证券本金在用于补偿累计净损失之后的本金余额。

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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为委托人华润银行的违约风险。

华润银行经营状况良好、财务状况稳健，联合资信给予了华润银行很高的主体长期信用等级。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起人华润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。

本期交易安排了以贷款服务机构信用等级为触发条件的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险：当联合资信评估有限公司或中债资信评估有限责任公司给予贷款服务

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 5 个工作日；当联合资信评估有限公司给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻但高于或等于 A 时或中债资信评估有限责任公司给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA⁻但高于或等于 A 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；当联合资信评估有限公司给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 时或中债资信评估有限责任公司给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 时，借款人或保证人将应付款项直接划付至信托账户。

作为贷款服务机构，华润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。

（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）尾端风险

随着入池贷款的清偿，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华润银行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。合格投资是指以人民币计价和结算的与交易文件中规定的合格实体进行的金融机构存款、银行保本理财产品。合格实体是指主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构，严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

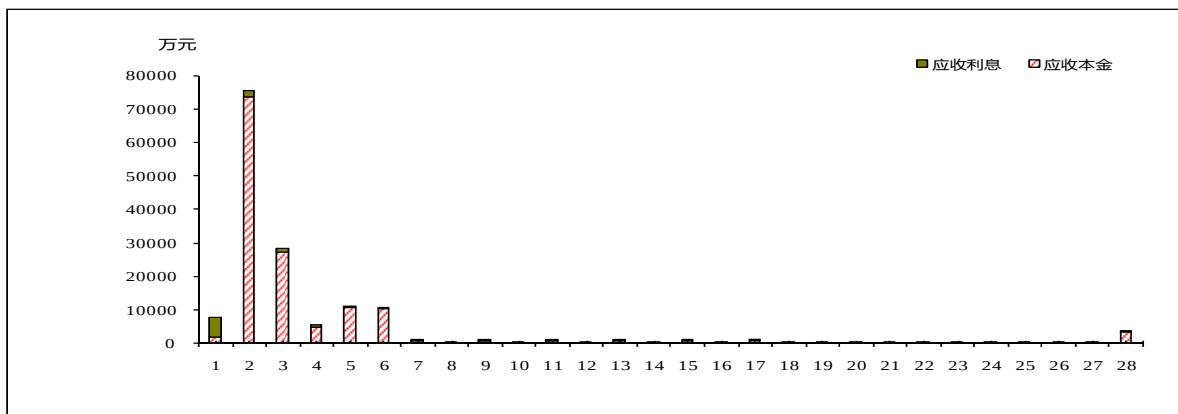
四、定量分析

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：

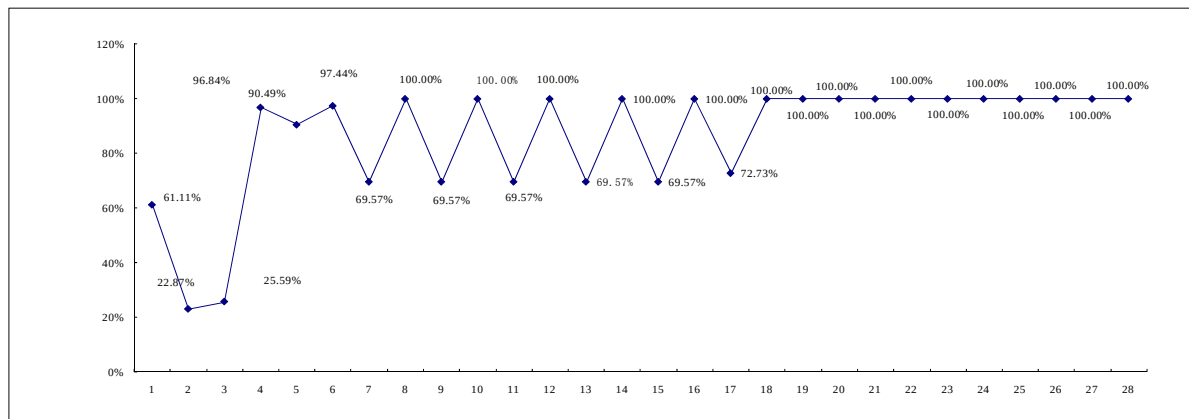
图 2 正常情况下资产池本息流入



可以看出，自第 7 个收款期间起，资产池现金流入很少，可能会出现流动性风险。但在此收款期间之前，优先档证券预期全部清偿完毕，联合资信认为由此产生的流动性风险较小。

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、10、12、14、16及18-28期所有本金还款均来自单一借款人，并且该借款人的影子级别较低，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得到兑付，存在流动性风险。但是自第7期起及其之后优先档证券已基本偿付完毕，因而对优先档证券本息偿付影响不大。

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15所示：

表15 目标评级违约率和回收率 单位：%

目标评级	RDR	RRR
AAA	20.85	25.00
A ⁺	17.51	28.00

注：RDR为目标评级违约率；RRR为目标评级回收率。

联合资信在现金流分析中对本期交易入池资产采用的违约时间分布如表16所示：

表16 违约时间分布 单位：%

时间	违约分布
第1年	0.66
第2年	8.92
第3年	16.45
第4年	20.30
第5年	21.66
第6年	20.76
第7年	11.25
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、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A档证券和优先B档证券能够通过相应评级压力情景的测试。

表17 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况
模拟集中违约	见表16违约时间分布	分别模拟第1年、第2年、第3年集中100%违约场景
利差	A级证券预期发行利率5.20%	利差减少100个BP
	B级证券预期发行利率6.0%	利差减少100个BP
提前还款比例	30%/年	测试0--50%/年的区间
回收率	A级证券0%；B级证券25%	B级证券降至0%
回收时间	24个月	—

五、主要参与机构分析

1、发起机构/贷款服务机构

本期交易的发起机构/贷款服务机构是华润银行。作为发起机构，华润银行的公司治理、信用政策、风险管理和内部控制关涉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，华润银行的资本实力、内控及风险管理能力和财务状况会影响到贷款服务机构对本期证券化交易的承诺和保证的履约能力，进而影响其贷款服务能力，从而对本期交易资产池贷款组合的信用表现产生影响。

华润银行前身是珠海市商业银行股份有限公司，成立于 1996 年 12 月，是由珠海市十一家城市信用合作社改制而成的地方性股份制商业银行。2011 年 4 月，珠海市商业银行更名为珠海华润银行股份有限公司。历经三次增资扩股，截至 2013 年末，华润银行股本总额 56.38 亿元，持股比例在 5% 以上的股东持股情况如表 18 所示。

表 18 持股比例在 5% 以上股东持股情况表 单位：%

股东名称	持股比例
华润股份有限公司	75.33
珠海市海融资产管理有限公司	14.94
珠海市财政局	7.59
合 计	97.86

截至 2013 年末，华润银行公司类贷款 276.35 亿元，较年初增长 49.70%，公司类贷款占各项贷款总额的 78.72%，较年初下降 8.24 个百分点。

内部控制方面，华润银行实行一级法人体制，初步建立了总分支三级架构的管控模式，分支机构根据总行授权开展经营管理活动。近年来，华润银行逐步完善公司内部审计体系，逐步构建了“总行审计部、区域审计中心、派驻分行审计办”三级分设的审计管理体系，实行“集中管理、专业运作、分级派驻”的独立审计管理模式。华润银行采用矩阵式管理，按业务条线配备相应的专业审计人员，分别对公司业务、零售业务、运营管理、财务管理、信息科

技、人力资源管理等业务管理内容进行审计，同时接受人力资源部委托对高级管理人员及重要岗位人员进行离任（岗）审计。近年来，华润银行持续对审计制度体系进行梳理，完善并细化审计工作程序，形成内控评价管理办法及实施细则，逐步实现内部审计工作标准化、规范化管理。

信用风险管理方面，华润银行按照贷前调查、贷中审批、贷款发放与贷后管理等环节实施信贷业务全流程管理。贷前调查环节实行客户经理双人调查制度，并根据调查所获得的客户资料，建立了内部信用评级体系；在信贷审批环节遵循分级审批和差别授信的原则，根据贷款客户信用级别及担保方式等不同，由相应审批权限的信贷执行官或信贷审查委员会进行审批。

风险管理方面，华润银行通过建立适时、合理、有效的流动性风险管理机制，实现对流动性风险的识别、计量、监测和控制，并已初步建立了操作风险管理架构体系，其操作风险管理措施主要有：1、逐步明确操作风险管理的基本原则、架构及主要内容；2、建立并组织实施操作风险识别、评估、控制、缓释和监测方法以及全行的操作风险报告路径和程序；3、为各业务条线和各分行提供操作风险管理方面的培训；4、在各业务条线和各分行操作风险报告的基础上，形成全行操作风险分析报告，并定期向风险管理委员会和高级管理层汇报。

截至 2013 年末，华润银行资产总额 1295.78 亿元，其中贷款和垫款 345.06 亿元；负债总额 1218.22 亿元，其中存款余额 660.13 亿元；股东权益 77.57 亿元；不良贷款率 0.59%，拨备覆盖率 289.22%；资本充足率 11.19%，核心资本充足率 10.64%。2013 年全年，华润银行实现营业收入 23.69 亿元，较上年增长 32.42%，净利润 6.58 亿元，较上年增长 36.09%。

总体来看，作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，华润银行内部管理不断完善，财务实力不断提高，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平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）。平安银行原名为深圳发展银行股份有限公司，是在对深圳经济特区原 6 家农村信用合作社进行股份制改造的基础上设立的股份制商业银行。1987 年 11 月经中国人民银行批准同意设立深圳发展银行，2012 年 2 月更名为平安银行。

截至 2013 年末，平安银行资产总额为 18917.41 亿元，所有者权益 1120.81 亿元；不良贷款率为 0.89%，拨备覆盖率为 201.06%；资本充足率为 9.90%，一级资本充足率为 8.56%。2013 年全年，平安银行实现营业收入 521.89 亿元，较上年增长 31.30%，净利润 152.31 亿元，较上年增长 12.73%。

截至 2013 年，平安银行已具有证券投资基金托管、信托财产保管等资格，可以开办商业银行理财产品、证券公司客户资产管理、集合理财和股权投资基金等多项托管业务；近年来，平安银行依托集团综合金融优势，重点布局信托、银行理财和 PE 股权投资及私募基金等资产托管业务板块。截至 2013 年末，平安银行资产托管规模达到 8089.00 亿元，同比增长 130.00%。

考虑到平安银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，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很低。

3、受托机构/发行人

本期交易的受托机构/发行人是华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。截至 2013 年末，华润信托注册资本金 26.3 亿元，其中华润股份有限公司持有 51% 的股权，深圳市国有资产监督管理委员会持有 49% 的股权。

截至 2013 年末，华润信托资产总额 132.86 亿元，所有者权益 122.34 亿元。2013 年全年，华润信托实现营业收入 27.83 亿元，净利润 17.63 亿元。

截至 2013 年末，华润信托信托业务资产 3643.04 亿元，其中主动管理类产品占 68%；2013 年全年，信托资产实现营业收入 220.98 亿元，信托利润 193.19 亿元。

针对资产证券化业务，华润信托的风险控制采用事前预防、事中监控、事后稽核三种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究和揭示，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。具体措施包括：建立风险评估体系；完善风险管理机制；完善内部控制制度，规范业务流程；强化对资产池的尽职调查；重视交易结构设计，集体审议方式保证决策质量；加强特定目的信托业务服务机构管理及责任划分；加强特定目的信托财产管理；依法进行管理特定目的信托财产的信息披露；严密保管档案资料；依法开展特定目的信托财产的会计核算；严格规定交易参与方和内部员工的保密责任；加强对资产证券化业务的检查稽核。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

华润信托将资产证券化业务作为公司持续发展战略的重要组成部分之一，已成立专门的运营部门研究、发掘和运行此类项目，核心成员具有丰富的资产证券化业务理论及实践经验。华润信托曾参与兴业银行资产池项目、中

国银行资产池项目、格兰云天酒店现金流收入信托、远东租赁资产支持信托以及创维数字应收账款转让信托等。2014 年，华润信托作为受托人，在银行间市场成功发行了招行 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券、招行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券、招行 2014 年第三期信贷资产证券化信托资

产支持证券和洪元 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券。

总体来看，华润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。

我们收到的法律意见书表明：《信托合同》以及其他交易文件的相关各方按照《信托合同》以及其他交易文件的条款针对华润银行主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；除本法律意见书之假设所述的有关事项及特定事项外，华润银行、华润信托就签署、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，且附属于该等贷款债权的保证担保（如有）随贷款债权的转让而同时转让，如果发生权利完善事件，在委托人或受托人根据《信托合同》以权利完善通知的形式将该等债权及保证担保转让的事实通知给借款人、担保人（如有）后，该等债权及保证担保的转让即对该等借款人、担保人（如有）发生法律效力；委托人根据《信托合同》转让贷款债权的同时，附属于该等贷款债权的抵押权（如有）、质权（如有）随贷款债权的转让而

同时转让，信托一经生效，抵押权在贷款债权转移时一并转移给受托人（作为受让方），未办理相应的抵押权变更登记不影响受托人（作为受让方）取得抵押权；关于贷款债权附属的股权、应收账款质权，信托一经生效，质权在贷款债权转移时一并转移给受托人（作为受让方），未办理相应的质权变更登记不影响受托人（作为受让方）取得质权；关于贷款债权附属的保证金质权，信托一经生效，质权在贷款债权转移时一并转移给受托人（作为受让方）；但由于受托人未实际占有质押财产，受托人享有的质权不得对抗善意第三人。就附带抵押权、质权的贷款而言，为控制善意第三人导致的风险，委托人和受托人在《信托合同》中约定了相关的救济措施，中伦认为可以有效缓释上述风险；委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，如果委托人是唯一受益人，信托终止，信托财产作为清算财产，如果委托人不是唯一受益人，信托存续，信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有的信托受益权（包含以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产。信托财产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。

会计意见书表明：华润银行不合并华润信托设立的特定目的信托；华润银行将终止确认委托给华润信托的信贷资产。

税务意见书表明：在华润银行转让信贷资产的价格不高于贷款本金的情况下，华润银行

转让其信贷资产不征收营业税；对受托机构从其受托管理的信贷资产证券化信托项目中取得的贷款利息收入全额征收营业税；各参与机构取得的服务费收入应缴纳营业税或增值税；理论上讲，机构投资者买卖信贷资产证券取得的差价收入可能需要缴纳营业税；发起机构转让信贷资产取得的收益应缴纳企业所得税，发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；对信托项目收益在取得当年向机构投资者分配的部分，暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分需缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，对机构投资者按现行有关取得

税后收益的企业所得税政策规定处理。机构投资者买卖信贷资产证券取得的差价收入理论上需要缴纳营业税与企业所得税；本次交易各个环节暂免征收印花税。

目前，国内资产证券化仍处于初期阶段，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。

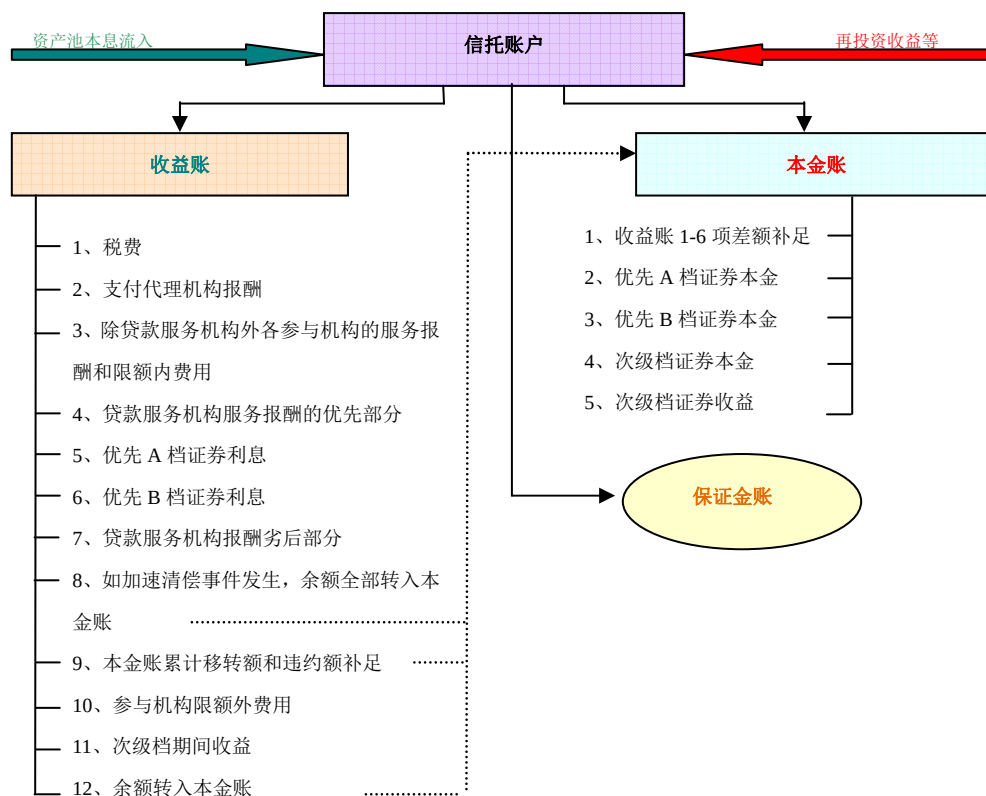
七、评级结论

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“润元 2015 年第一期信贷资产证券化信托项目资产支持证券”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⁺；次级档证券未予评级。

上述优先 A 档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 档证券的评级结果反映了该证券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
	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 润元 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润元 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。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润元 2015 年第一期信贷资产证券化项目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，或发生可能对润元 2015 年第一期信贷资产证券化项目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，或发生可能对润元 2015 年第一期信贷资产证券化项目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润元 2015 年第一期信贷资产证券化项目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润元 2015 年第一期信贷资产证券化项目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
二零一五年七月一日