

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《锡元 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。



二零一四年九月十七日

信用等级公告

联合[2014] 1784 号

联合资信评估有限公司通过对“锡元 2014 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

锡元 2014 年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 A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月十七日



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

锡元 2014 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	金额	占比	利率类型	信用级别
优先 A 档资产支持证券	65000.00	66.02	固定利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	7800.00	7.92	固定利率	A ⁺
次级档资产支持证券	25660.00	26.06	—	NR
合 计	98460.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级。

评级报告出具日

2014 年 9 月 17 日

交易概览

初始起算日：2014 年 7 月 1 日（若贷款晚于该日发放则为贷款的实际发放日）
证券法定到期日：2017 年 10 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：无锡农村商业银行股份有限公司 98460.00 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：BB⁻/BB
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：无锡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：中国农业银行股份有限公司无锡分行
主承销商：中信证券股份有限公司

分析师

吕臻飏 宋峥 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，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析和现金流分析的基础上，确定“锡元 2014 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 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等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、按照无锡农村商业银行股份有限公司（以下简称“无锡农商行”）贷款质量风险分类，本期交易入池贷款全部为无锡农商行发放的正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。
- 2、本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档证券获得优先 B 档证券和次级档证券 33.98% 的信用支持，优先 B 档证券获得次级档证券 26.06% 的信用支持。
- 3、本期交易涉及无锡农村商业银行 67 户借款人共 94 笔贷款，单户借款人贷款最大未偿本金余额占比 5.08%，借款人分散性较好。
- 4、本期交易入池资产加权平均剩余期限为 7.82 个月，最长剩余期限为 15.77 个月，

加权平均剩余期限较短，有利于降低基础资产的违约率。

- 5、 本金科目与收益科目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、 本期交易资产池的加权平均信用等级为BB⁺/BB，基础资产信用等级较低。

风险缓释：次级档证券为优先档证券提供了26.06%的信用支持，优先档证券获得的信用支持水平较高。

- 2、 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，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和收益科目的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险。且联合资信对优先档证券的偿付情况进行了压力测试，评级结果已经反映了由于缺少流动性支持所引致的流动性风险。

- 3、 本期交易入池资产借款人全部来自于无锡市地区，地区集中度很高。

风险缓释：无锡市地区地理位置优越，整体经济实力较强，工业发展水平较高，较好地缓释了地区集中风险。联合资信在违约模型中通过提高无锡地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经考虑了资产的区域集中风险。

- 4、 本期交易入池资产未偿本金余额占比较大的部分行业出现产品结构不合理，供需错位，景气度下降等问题，行业未来发展存在不确定性。

风险缓释：联合资信在违约模型中对该类行业借款人的违约概率做了上调，以反映该类行业的风险，并将对该类行业借款人保持持续关注。

- 5、 本期交易入池贷款利率类型以浮动利率为主，而优先档证券的利率类型均为固定利率，存在一定的因利率波动导致的利率风险。

风险缓释：联合资信测算了在不同的利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明本期交易利率风险对优先档证券的信用影响较小。

- 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：联合资信在现金流模型中，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。

- 7、 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。

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构无锡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“锡元 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”优先档证券的存续期，根据跟踪评级结论，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

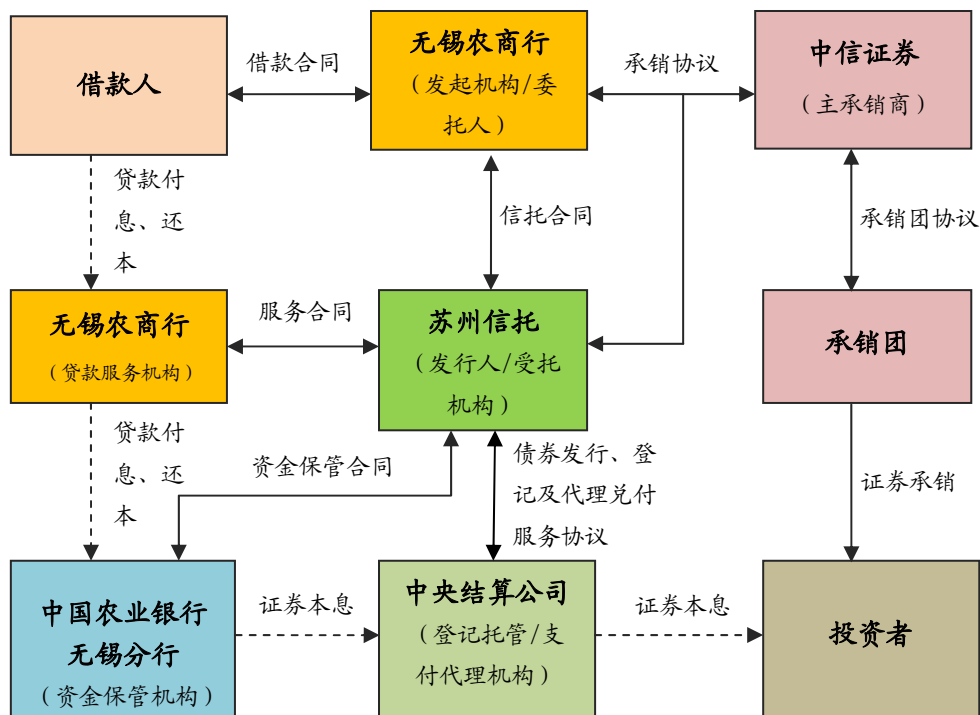
本期交易的发起机构无锡农村商业银行股份有限公司（以下简称“无锡农商行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的 98460 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）设立“锡元 2014 年第一期信贷资产证券化信托”。苏州信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先 A 档、优先 B 档和次级档资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信

托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人：无锡农村商业银行股份有限公司
 发行人/受托机构：苏州信托有限公司
 贷款服务机构：无锡农村商业银行股份有限公司
 资金保管机构：中国农业银行股份有限公司无锡分行
 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：立信会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：江苏世纪同仁律师事务所
 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档证券属于优先档证券，享有优

先受益权；次级档证券享有次级受益权。

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。优先A档、优先B档、次级档证券采用过手式结构按优先/劣后顺序偿付本金。

优先A档证券、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向定向认购人定向发行。其中发起机构持有不低于总发

行规模5%的次级档证券。优先A档和优先B档证券均采用固定利率，票面利率将由发行人根据市场招标结果，按照国家有关规定予以确定适用于各级优先档证券的相应发行利率或利差；次级档证券不设票面利率，在既定条件下取得不高于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	预定到期日	法定到期日
优先 A 档	AAA	过手摊还	65000.00	66.02	固定利率	2015.7.26	2017.10.30
优先 B 档	A ⁺	过手摊还	7800.00	7.92	固定利率	2015.7.26	2017.10.30
次级档	NR	—	25660.00	26.06	—	2016.1.26	2017.10.30

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无锡农商行向 67 户借款人发放的 94 笔人民币公司贷款。截至初始起算日（就 2014 年 7 月 1 日或之前发放的贷款而言，系指 2014 年 7 月 1 日；就 2014 年 7 月 1 日之后发放的贷款而言，系指该等贷款的实际发放日），资产池全部贷款未偿本金余额为人民币 98460 万元。

根据交易文件约定，本期交易入池贷款的合格标准如下：（a）各笔贷款均为无锡农商行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款；（b）无锡农商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行为不存在禁止或限制，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）各笔贷款均为无锡农商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（包括但不限于本金、利息及其他款项）全部入池；（h）贷款

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）借款人在近三年与无锡农商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）信贷资产质量应为无锡农商行指定的信贷资产质量 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 11 月 1 日且不晚于 2015 年 11 月 1 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（万元）	98460.00
借款人户数（户）	67
贷款笔数（笔）	94
单笔贷款最大未偿本金余额（万元）	4500
单户贷款最大未偿本金余额（万元）	5000
加权平均现行贷款利率（%）	6.57
入池贷款加权平均账龄（月）	1.81
单笔贷款最短账龄（月）	0.00
单笔贷款最长账龄（月）	5.47
入池贷款加权平均剩余期限（月）	7.82
单笔贷款最短剩余期限（月）	4.23
单笔贷款最长剩余期限（月）	15.77

资产池加权平均信用级别	BB ⁺ /BB
-------------	---------------------

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，涉及资产池中借款人的信用级别均指考虑保证后的影子评级。

2. 资产池未偿本金余额为全部贷款入池后的余额总额。
2. 贷款账龄 = (初始起算日 - 贷款发放日) / 30。
3. 贷款剩余期限 = (贷款到期日 - 初始起算日) / 30。

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、行业和地区分布以及借款人集中度、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

按照无锡农商行贷款质量五级分类方法，本期交易入池贷款全部为无锡农商行发放的正常类贷款。根据无锡农商行的偿付记录，本期交易入池贷款均未发生任何逾期或违约情况，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，有利于缓释贷款的违约风险。值得注意的是，部分入池贷款的保证人是借款人的关联方，借款人与保证人的信用风险可能存在较高的相关性。联合资信在评估其保证效力时采用了较谨慎、保守的判断。

3、入池贷款借款人影子评级

联合资信综合分析了由发起机构提供的入池贷款的信贷资料，对本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，借款人的信用风险评估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，结合对借款人信用质量的分析，评估借款人的信用风险。按照

上述原则，联合资信逐笔评定借款人的影子评级。资产池借款人最终的影子评级结果如表 4 所示。

表 4 借款人影子评级分布 单位：笔/万元/%

影子级别	贷款笔数	未偿本金余额	金额占比
AA	4	10950	11.12
A ⁺	1	2950	3.00
A	1	3000	3.05
A ⁻	10	7950	8.07
BBB ⁺	2	3900	3.96
BBB	26	28230	28.67
BBB ⁻	11	17750	18.03
BB ⁺	17	10220	10.38
BB	4	2320	2.36
BB ⁻	1	330	0.34
B ⁺	7	6900	7.01
B	8	3390	3.44
B ⁻	2	570	0.58
合 计	94	98460	100.00

注：金额占比加总不等于合计数为四舍五入所致，下同。

根据上述信用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加权平均信用级别介于 BB 至 BB⁺之间，记为 BB⁺/BB。该结果表明资产池整体信用等级较低。

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未偿本金余额最大的前十位借款人占资产池总余额的 40.12%，前五位借款人占 23.36%，单户借款人最高占比为 5.08%，本期交易入池贷款借款人分散性较低，集中风险较小。未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况如表 5 所示：

表 5 未偿本金余额占比超过 5%的借款人情况 单位：笔/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	影子级别
1	5000.00	5.08	化学原料和化学制品制造业	无锡市	保证	BBB
2	5000.00	5.08	金属制品业	无锡市	保证	B ⁺

5、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 6 所示：

表 6 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	75	77260	78.47
固定利率	19	21200	21.53
合 计	94	98460	100.00

本期交易基础资产以浮动利率为主，占 78.47%，而优先级资产支持证券执行固定利率，存在因入池贷款利率波动或调整而导致的利率风险。

6、入池贷款账龄分布

截至初始起算日，本期交易入池贷款加权平均账龄为 1.81 个月，全部贷款账龄均在 6 个月以下，最长账龄为 5.47 个月，账龄很短。

7、入池贷款剩余期限分布

截至初始起算日，本期交易入池贷款加权平均剩余期限为 7.82 个月，最短剩余期限为 4.23 个月，最长剩余期限为 15.77 个月，加权平均剩余期限较短，有利于降低基础资产的违约率。入池贷款剩余期限具体分布如表 7 所示：

表 7 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]	40580	40.21
(6, 12]	54210	56.06
(12, 18]	3670	3.73
合 计	98460	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，本期交易入池贷款借款人行业分布如表 8 所示：

表 8 借款人行业分布 单位：户/万元/%

行业	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
金属制品业	9	19330	19.63
化学原料和化学制品制造业	7	15950	16.20
电气机械和器材制造业	4	8500	8.63
有色金属冶炼和压延加工业	3	6950	7.06
批发业	5	6370	6.47
黑色金属冶炼和压延加工业	4	5950	6.04
橡胶和塑料制品业	3	5100	5.18
非金属矿物制品业	3	4950	5.03
纺织业	5	4720	4.79
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3	4480	4.55
化学纤维制造业	1	3000	3.05
通用设备制造业	6	2800	2.84
房屋建筑业	1	2500	2.54
占比小于 2% 的行业小计	13	7860	7.98
合 计	67	98460	100.00

本期交易入池贷款中金属制品业的借款人未偿本金余额占比最高，达到 19.63%。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 B 至 A⁻。

金属制品业是装备制造业中的基础性产业，金属制品在工业、农业以及生活各领域运用广泛。国家统计局数据显示，截至 2013 年末，我国金属制品业总资产为 21390.04 亿元，同比增加 14.35%；行业利润总额为 1878.31 亿元，同比增长 15.63%。相比于西欧、美国、日本等发达市场，目前我国金属制品业子行业集中度较低，行业内产品差异不大，竞争较为激烈；部分子行业以生产低端产品为主，缺乏自主品

牌及原创技术，产品结构不尽合理。按照“十二五”的发展目标，未来几年，行业将致力于优化产品结构、增强自主创新和品牌建设、提升产业集中度。随着中国经济发展与产业调整，金属制品业在国民经济中的地位将不断提高。

入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为化学原料和化学制品制造业，占 16.20%。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 B 至 AA。

化学原料和化学制品制造业为传统中游行业，受宏观经济影响较大。根据国务院发展研究中心月度报告，截至 2014 年 5 月，该行业行业景气指数连续 27 个月低于 5 年历史均值，行业景气程度较弱。上游行业原油价格上涨会收窄该行业成本的下降幅度；下游化学纤维制造业增加值加速下滑对化学原料和化学制品制造业的需求形成不利影响。虽然化学原料和化学制品制造业利润增速表现良好，但是库存高位、下游需求较弱等因素导致该行业发展处于相对疲软状态。

入池贷款中未偿本金余额占比第三高的行业为电气机械和器械制造业，占 8.63%。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 AA。

电气机械及器材制造业是我国国民经济行业分类中一个非常重要的大类，该行业产品技术密集程度相对较高，是反映国家工业发展水平的重要指标性行业。近年来，伴随着国家在电力、装备制造、以及高新技术领域的政策支持和引导，我国电器机械及器材制造业仍然处于较快增长阶段，但与此同时，市场资源被过多地投放于大量低端的细分产业，增长前景比较乐观的产品比重偏低，新型产品产量甚微，整个产品链无法对接市场的实际需求，产能的增长与市场需求的增长错位。根据国家统计局数据，截至 2013 年末，在我国 21368 家规模以上企业中，2712 家企业出现亏损，行业亏损率达到 12.69%。长期来看，电气机械和器材制造业的发展面临不可避免的风险，存在一定的下

行压力。

本期交易基础资产中部分借款人与钢铁行业存在较高的相关性，近年来钢铁行业景气度较低，其行业风险可能波及该类借款人。然而总体看来，本期交易入池贷款借款人共涉及 22 个行业，行业数量较多，行业分散性较好。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状况，在违约模型中对处于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，并将对入池行业保持关注。

9、入池贷款地区分布

本期交易的发起机构为无锡农商行，其公司贷款客户均为无锡市地区的企业，地区集中度很高。

无锡市位于长江三角洲腹地、苏锡常都市圈的中心，距离上海市和南京分别为126公里和175公里，是江苏省委、政府确定的重点建设的四大特性城市之一，拥有较高工业化发展水平及优越的长三角区位交通条件，下辖的江阴市和宜兴经济实力位列全国百强县（市）的前十位，并拥有无锡高新技术开发区、宜兴环保科技园，无锡出口加工区及太湖旅游度假区等四个国家级开发区，其经济规模在全国大中型城市位居前十、江苏省前两位。

根据无锡市发改委发布的国民经济运行情况，2013年无锡市实现地区生产总值8070.18亿元，同比增长9.3%，完成规模以上工业增加值3057.34亿元，同比增长7.0%。2013年无锡市规模以上工业产销率为97.78%；从22种重点产品来看，有13种产品产量实现增长，增长较快的产品包括粗钢、电动自行车、家用电热水器、集成电路产量。2013年批发和零售业实现零售额2535.82亿元，同比增长13.2%；进出口总额703.73亿美元，其中出口总额411.49亿美元，生产企业出口总额增速最快。

无锡于20世纪80年代中期进入工业化发展阶段，水平位居江苏省前列，经济总体运行平

稳，综合实力逐年增强。无锡所处的长江三角洲拥有全国55%的IC制造业，已成为全国最重要的半导体集成电路制造基地之一。

总体来看，虽然本期资产池区域集中度很高，但无锡地区地理位置优越，整体经济实力较强，工业发展水平较高，较好地缓释了地区集中风险。

联合资信在资产池违约模型中调整了地区相关参数，以体现区域经济波动对贷款组合信用风险的影响。

10、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级/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的触发机制，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科目、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。各科目项下资金均来源于信托财产。

2、现金流分配机制

(1) 触发事件定义

现金流分配机制按照“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力主张；(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）对当时应偿付但尚未清偿的最优先档的优先级资产支持证券付息；(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

证券还本的；(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；(f)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。

“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)贷款服务机构未能根据交易文件的约定按时付款或划转资金；(d)①在已经委任后备贷款服务机构的情

况下，该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据约定任命继任者，或②在需要更换受托人或必须任命后备贷款服务机构的情况下，于 90 日内仍无法找到合格的继任受托人或后备贷款服务机构；(e) 信托期限内，某一收款期间结束时的累计违约率超过 10%；(f) 优先 A 档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 档证券的未偿本金余额；(g) 发生“违约事件”中的 (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) 委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其约定义务且受托机构合理认为该等行为无法补救或在约定期限内未能得到补救；(i) 委托人在交易文件中的有关陈述和保证存在重大不实或误导成分；(j) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人、贷款或保证债权（如有）有重大不利影响的事件；(k) 交易文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、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。

(2) 信托利益分配

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，在未发生“加速清偿事件”时，收益科目项下资金按顺序分配税收规费、除贷款服务机构外所有参与机构服务报酬和限额内费用、贷款服务机构服务报酬中的优先支付部分、优先档证券利息、贷款服务机构服务报酬的劣后部分、用于弥补累计未补足违约的本金、超限额的费用、次级档证券期间收益，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、所有参与机构服务报酬、限额内费用以及优先档证券利息缺口，然后用于优先 A 档、优先 B 档以

及次级档证券本金的顺序分配，最后剩余部分作为次级档证券的超额收益；在发生加速清偿事件的情况下，收益科目项下资金不再分配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分配。详见附图 1 “违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后，信托账项下资金不再区分收益科目资金和本金科目资金，而是将二者归并，并用于顺序分配税费、参与机构服务报酬和全部费用、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，详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

3、结构化安排

本期交易利用优先/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分配，劣后受偿的分档证券为优先档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 33.98%，次级档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 26.06%。

(2) 触发机制

本期交易设置了两类事件触发机制：“加速清偿事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流分配机制的重新安排。本期交易当中，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分配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（收益科目项下资金在清偿完税费、参与机构服务报酬及限额内费用、优先档证券利息后全部划入本金科目）。“违约事件”发生后超额利差通过直接对证券本金的偿付为优先档证券提供信用支持。

值得注意的是，本期交易入池资产加权平均利率不高，预计超额利差提供的信用支持将十分有限。

（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% 或以下时，（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、次级档资产支持证券的未偿金额减去累计净损失的差值时。

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，如果借款人依法行使抵销权且被抵销的债权属于发起机构已交付设立信托的信托财产，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，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委托人无锡农商行的违约风险。

无锡农商行业务发展稳健，盈利能力较强，具有很高的信用等级。我们认为，即使借款人行使抵销权，委托人无锡农商行也能及时足额交付相应抵销金额，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。

本期交易安排了以主体长期信用等级为触发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；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 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⁺ 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 级或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 BBB⁺ 级时，会触发权利完善事件，借款人或保证人将被通知直接将回收款划付至信托账户，若借款人或保证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回收款后的 3 个工作日内的任一工作日。

作为贷款服务机构，无锡农商行良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级能较为有效地缓释混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先档证券利息兑付之间的错配。本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，测算结果表明本期交易提前偿还和拖欠风险对优先档证券的信用影响较小。

（5）利率风险

本期交易入池贷款包含固定利率贷款与浮动利率贷款，其中浮动利率的贷款未偿本金余额占 78.47%，浮动利率贷款的利率以央行贷款基准利率为基准上下浮动，调整方式均为按年调整，调整日为基准利率调整后的第一个 1 月 1 日；而本期交易优先 A 档和优先 B 档证券利率均为固定利率。可以看到，由于基础资产中浮动利率贷款的存在，本期交易入池贷款利率和优先档证券利率在类型匹配上有所差异，存在因入池贷款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。

（6）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无锡农商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。合格投资仅限于以同业存款方式将信托财产闲置资金存放于联合资信给予的评级等级达到 AA 及以上且中债资信给予的信用等级达到 A⁺及以上的商业银行；当联合资信给予资金保管机构的评级等级达到 AA 及以上且中债资信给予资金保管机构的信用等级达到 A⁺及以上时，合格投资只能与资金保管机构进行；且合格投资中相当于当期分配所需的资金应于下一个信托分配日前到期，且不必就提前支取支付罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

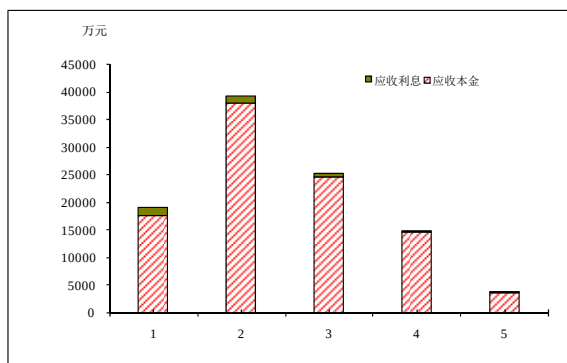
四、定量分析

联合资信对信贷资产证券化产品的定量分析包括资产池信用分析和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

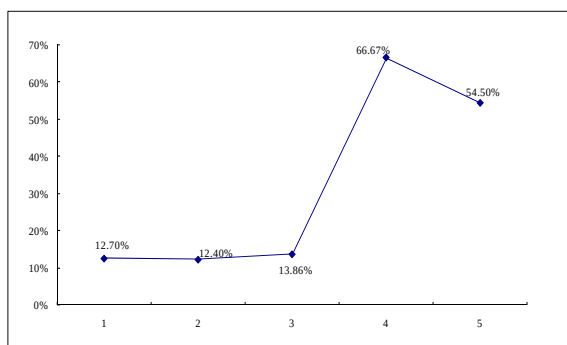
资信对资产池的现金流入进行了测算，资产池每期的现金流入结果如图 2 所示：

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 各期单户最高还本额占总还本额之比



从图3可以看出，本期交易中最后两个收款期内最高单户借款人还本占比大于50%，一般地，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本息的支付，存在一定的流动性风险。但值得注意的是，从证券本息支付端来看，最后两次收款期优先档证券已全部支付完毕，即使占比最大借款人出现违约，也不会影响优先档证券的偿付。

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9所示：

表9 目标评级违约率和回收率 单位：%/%

目标评级	RDR	RRR
AAA	26.58	24.00
A ⁺	23.58	27.00

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10所示：

表10 违约时间分布 单位：%

时间	违约分布
第1年	28.88
第2年	71.12
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，对该现金流模型进行各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/贷款服务机构是无锡农商行。无锡农商行成立于2005年6月，是在原无锡市城郊农村信用合作联社的基础上改制设立的股份有限公司，设立时名称为江苏锡州农村商业银行股份有限公司，2010年9月更名为无锡农村商业银行股份有限公司。无锡农

商行初始注册资本4.4亿元，近年来无锡农商行多次以资本公积转增股本。截至2013年末，无锡农商行股本总额为16.63亿元，前五大股东持股情况见表11。

表11 2013年底无锡农商行前五大股东及持股比例

单位：%

股东名称	持股比例
国联信托股份有限公司	10.00
无锡万新机械有限公司	7.00
无锡市兴达尼龙有限公司	6.67
无锡市建设发展投资有限公司	5.00
江苏红豆国际发展有限公司	4.99

公司业务是无锡农商行的核心业务。近年来，无锡农商行逐步采取差异化的经营战略，通过构建差异化的业务模式来强化自身的市场竞争力，并取得了一定成效。无锡农商行依托对本地市场的了解，结合无锡地区的经济状况和产业格局，将制造业、服务业、农业以及微小科技型产业作为公司业务的目标行业，并从服务、定价、风险控制、客户经理配置等方面构建了具有自身特点的产品服务体系。

在信用风险管理方面，无锡农商行实行授信分级审批制度，按照信贷业务风险敞口的大小来设定各级审批人的审批权限，并分别制定了标准化的授信政策和授信审批流程。无锡农商行严格实行贷审分离制度，对授信调查和申报、授信额度审查和审批、贷后监控和管理等业务环节实行规范化管理。近年来，无锡农商行不断完善和优化贷前、贷中和贷后等环节。在贷前环节，无锡农商行建立了市场准入机制，涉及客户评级、客户分类以及授信申请准入等方面。在贷中环节，无锡农商行建立了出账审核机制，包括出账前审批机制和出账后监督机制，并由信贷管理部负责信贷业务的出账管理。在贷后环节，无锡农商行建立了信贷退出机制、风险预警机制和不良资产处置机制，通过信贷结构调整、信贷资产质量监控、不良资产问责等方式，加强了信贷业务的贷后管理。

无锡农商行每年年初根据宏观调控政策和外部监管要求，结合本行资产负债结构情况及存贷款增长趋势，拟订当年的信贷计划和行业授信政策。近年来，无锡农商行积极调整信贷结构，逐步降低了租赁和商务服务业的贷款投放比重，适当加大了对批发和零售业与农、林、牧、渔业的贷款投放力度。截至 2013 年末，无

锡农商行贷款投放的第一大行业制造业贷款占比为 31.97%，前五大行业贷款合计占比为 68.29%，贷款行业集中度较高。

在操作风险管理方面，无锡农商行秉承内控优先、制度先行的原则进行操作风险管理，严格执行统一的授权管理和业务流程管理制度，通过加强关键业务环节风险点的控制和管理、完善授信业务问责机制、建立相关业绩考评与激励制度等方式，不断提升操作风险管理能力。近年来，无锡农商行具体采取了如下措施强化操作风险管理：第一，将主要业务活动的控制政策和程序予以制度化；第二，对各项业务进行流程梳理，设定规范的操作流程；第三，对各部门和营业网点进行定期和不定期的操作风险检查；第四，实行重要岗位轮换制度和强制休假制度；第五，建立了应急响应和恢复机制等业务连续性管理制度。近年来，无锡农商行未出现重大操作风险事件。

截至 2013 年末，无锡农商行资产总额 830.47 亿元，其中贷款净额 420.01 亿元；负债总额 774.17 亿元，其中存款余额 667.12 亿元；股东权益 56.30 亿元；新资本管理办法下资本充足率为 12.67%，核心一级资本充足率为 12.05%；不良贷款率 0.98%，拨备覆盖率 256.53%。2013 年，无锡农商行实现营业收入 20.59 亿元，净利润 9.21 亿元。

总体来看，无锡农商行主营业务发展稳健，盈利能力较强，信贷质量较好，拨备充足，风险管理水平持续提升，业务创新能力不断加强。无锡农商行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，能够为本期交易提供良好的服务。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）无锡分行。农业银行前身中国农业银行是由中国人民银行批准并于 1979 年 2 月成立的国有独资商业银行，2009 年 1 月改制为股份制商业银行，2010 年 7 月分别在上海证券交易所和香港联合交易

所挂牌上市。截至 2013 年末，公司股本总额 3247.94 亿元，前三大股东如表 12 所示。

表 12 2013 年底农业银行前三大股东及持股比例

单位：%

股东名称	持股比例
汇金公司	40.28
财政部	39.21
香港中央结算代理人有限公司	9.04

截至 2013 年末，农业银行资产总额达到 145621.02 亿元，股东权益合计 8445.37 亿元；根据新资本管理办法，农业银行不良贷款率 1.22%，拨备覆盖率 367.04%，资本充足率 11.86%，核心一级资本充足率 9.25%；2013 年全年，农业银行实现营业收入 4626.25 亿元，实现净利润 1662.11 亿元。

截至 2013 年末，农业银行各项托管资产规模达 35859.14 亿元，较上年末增长 20.6%；2013 年实现托管及其他受托业务佣金收入 33.38 亿元，较上年同期增长 33.8%。

考虑到农业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及发行人是苏州信托。苏州信托原名苏州信托投资有限公司，于 1991 年 3 月经中国人民银行批准设立，2007 年 7 月更名为现名。截至 2013 年末，苏州信托注册资本为 12 亿元，股东构成如表 13 所示。

表 13 2013 年末苏州信托股东构成 单位：%

股东名称	持股比例
------	------

苏州国际发展集团有限公司	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	10.00

截至 2013 年末，苏州信托资产总额 25.56 亿元，所有者权益 22.88 亿元。2013 年，苏州信托实现营业收入 6.70 亿元，信托利润 3.60 亿元。信托业务资产 311.99 亿元，全部为主动管理类产品；2013 年全年，信托业务实现营业收入 43.16 亿元，信托利润 35.42 亿元。

苏州信托建立了较为完善的风险管理框架体系。董事会下设风险管理委员会，负责审核风险管理政策和内部控制制度，并对其实施情况及效果进行监督和评价，同时也对公司整体风险状况进行定期的评估。风险控制部门独立按照风险管理政策和制度主导工作，并根据市场环境，产品和服务的变化对风险管理政策进行修订。重新登记营业至今，苏州信托实现了信托计划零刚性兑付风险。总体来看，苏州信托风险管理较为完善。

苏州信托于 2013 年获得了特定目的信托受托机构资格。为了适应资产证券化业务发展需要，苏州信托在 2013 年 6 月启动了新一轮信息系统建设，系统已于 2013 年 10 月成功上线。在制度方面，苏州信托制定了《苏州信托信贷资产证券化业务风险管理与内部控制指引》，详细规定了信贷资产证券化业务中风险控制的方法和流程，为公司风控部门的审查工作提供依据和指导。

总体来看，苏州信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较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：本期交易各参与方均具有相应的主体资格和资质；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；在满足交易文件约定的信托设立条件且信托财产交付后，本期交易信托可合法有效设立；信托一经设立，委托人对贷款债权的转让即在委托人与受托人之间产生法律效力，且附属于债权的保证债权同时转让；信托财产与委托人及受托人的其他财产相区别，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，除非 a) 委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；b) 委托人不是唯一受益人的，信托延续，信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有的信

托收益权作为其清算财产；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：无锡农商行应在资产负债表中对特殊目的信托予以合并。无锡农商行既没有保留也没有转让几乎全部证券化信贷资产所有权上的风险和报酬，且保留了对相关信贷资产的控制，应按照继续涉入所转移金融资产的程度确认有关金融资产及负债。

税务意见表明：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

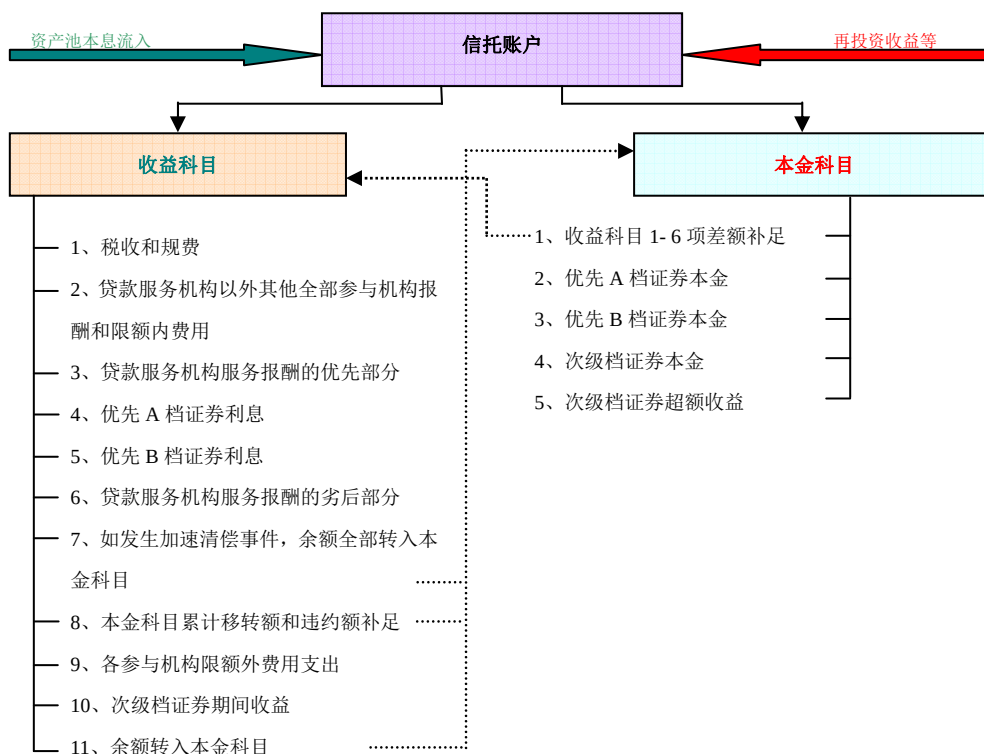
联合资信对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在对资产池进行信用分析和结构现金流分析的基础上确定“锡元 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 档资产支持证券信用等级为 A⁺；次级档资产支持证券未予评级。

上述优先 A 档资产支持证券的评级结果反映了该等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

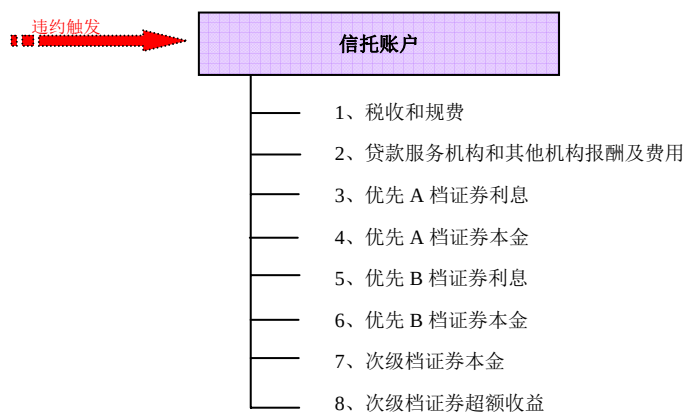
风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力较强，违约风险较低。

附图 现金流分配机制

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 锡元 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券 的跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为锡元 2014 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锡元 2014 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，或发生可能对锡元 2014 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，或发生可能对锡元 2014 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锡元 2014 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锡元 2014 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。

