

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《顺德农商银行 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。

联合资信评估有限公司

二零一四年六月二十日



信用等级公告

联合[2014] 866 号

联合资信评估有限公司通过对“顺德农商银行 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

顺德农商银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托

A 级资产支持证券的信用等级为 AAA

B 级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

二零一四年六月二十日

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

顺德农商银行 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	名义金额	总量占比	利率类型	信用级别
A 级证券	112000	73.02	浮动利率	AAA
B 级证券	13800	9.00	浮动利率	A
次级证券	27570	17.98	—	NR
合计	153370	100.00	—	—

NR——未予评级；

评级时间

2014 年 6 月 20 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 3 月 1 日
证券法定到期日：2018 年 1 月 12 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：广东顺德农村商业银行股份有限公司 153370 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
发起机构/贷款服务机构：广东顺德农村商业银行股份有限公司
受托机构/发行人：广东粤财信托有限公司
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 吕臻飏 杨帆

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“顺德农商银行 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：A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；B 级资产支持证券的信用等级为 A；次级资产支持证券未予评级。

上述 A 级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；B 级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、按照广东顺德农村商业银行股份有限公司（以下简称“顺德农商银行”）贷款质量风险分类方法，本期交易入池贷款全部为顺德农商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 74 户，未偿本金余额占比最高的借款人占比为 5.87%，前五大借款人未偿本金余额占比合计为 25.43%，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 7.39%，利率水平较高，能为本期交易提供较强的超额利差支持。
- 4、本期交易入池资产均有担保措施，其中带有抵押类担保措施的贷款未偿本金余额占资产池未偿本金总额的 48.78%，能有效提高资产违约后的回收水平。

- 5、本期交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中 A 级资产支持证券获得 B 级资产支持证券和次级资产支持证券 26.98% 的信用支持，B 级资产支持证券获得次级资产支持证券 17.98% 的信用支持。
- 6、本金账与收入账交叉互补交易结构的设置为优先级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 BB/BB⁻，基础资产信用质量较低。
风险缓释：本期交易入池资产均有保证或抵押担保，其中包含抵押类的担保占比为 48.78%，且抵押物均为房地产，抵押物的变现能力较强。
- 2、本期交易入池贷款未偿本金余额占比最高的行业为批发零售业，占比为 44.21%，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批发零售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、次级证券设有期间收益，可能会在一定程度上降低超额利差为优先级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。
- 4、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入账的补偿机制，能较好缓解流动性风险；同时，基础资产的分散性较好，7 个收款期间的前 6 个收款期间单户最高还本占比

均低于 30%，仅在最后一期仅有一个借款人还款，且最后一期的本金还款金额较低，单户借款人的拖欠或违约对优先级证券的还本付息的影响不大。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。

- 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，反复测试优先级证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

- 6、当前全球经济复苏缓慢，外需低迷，国内投资增速减弱，内需及经济复苏动能不足，宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力，宏观经济的系统性风险有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广东顺德农村商业银行股份有限公司和发行人广东粤财信托有限公司提供，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“顺德农商银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”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
二零一四年六月二十日

一、交易概况

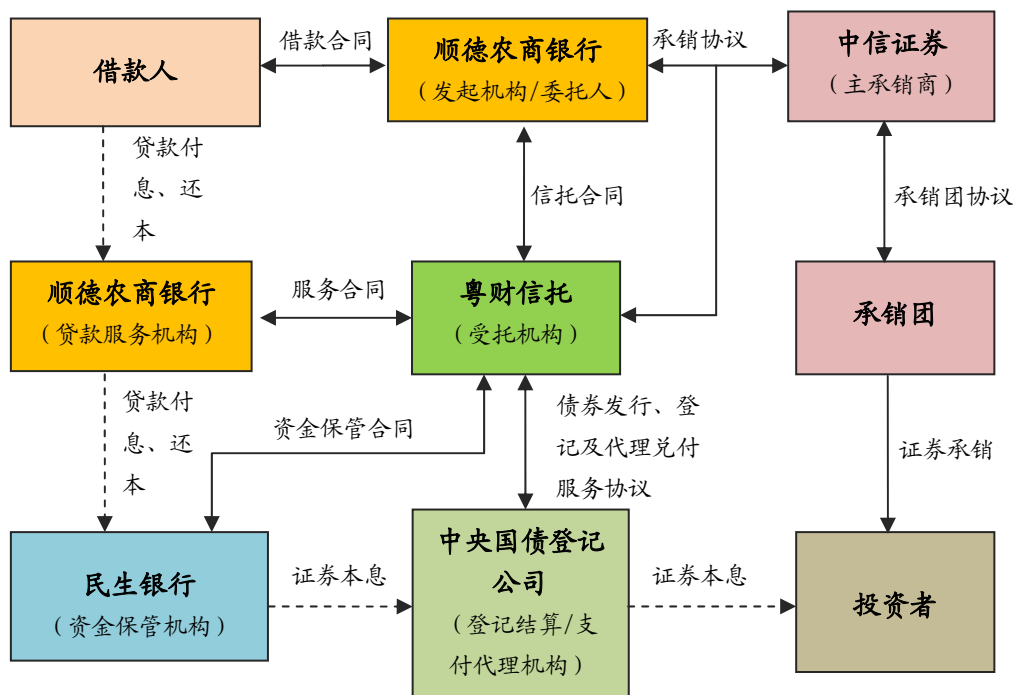
1、交易结构

本期交易的发起机构广东顺德农村商业银行股份有限公司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 153370 万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）设立“顺德农商银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托”。粤财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 A 级、B 级和次级资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证券取得本信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托机构：广东顺德农村商业银行股份有限公司
发行人/受托机构：广东粤财信托有限公司
贷款服务机构：广东顺德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：德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市金杜律师事务所
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 A 级、B 级和次级资产支持证券（以下简称“证券”），其中 A 级、B 级证券属于优先级证券，享有优先级受益权；次级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。A 级和 B 级证券均按季付息，在优先级证券全部偿付完毕之前，次级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，次级证券将不再获得期间收益。A级、B级、次级证券均采用过手式结构并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

A级、B级证券采用公开招标方式发行，次级证券采用招标方式发行，且向发起机构定向发行的资产支持证券面值不低于资产支持证券发行总规模的5%。A级和B级证券均采用浮动

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，利差根据公开招标结果确定；如遇基准利率调整，证券利率将在基准利率调整生效日后的第2个支付日进行调整；次级证券不设票面利率，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
A级证券	AAA	过手摊还	112000	73.02	浮动利率	2016年1月26日	2018年1月12日
B级证券	A	过手摊还	13800	9.00	浮动利率	2016年1月26日	2018年1月12日
次级证券	NR	—	27570	17.98	—	—	2018年1月12日

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顺德农商银行向74户借款人发放的209笔人民币公司贷款。截至初始起算日（2014年3月1日），入池贷款的未偿本金余额为人民币153370万元。

根据信托合同约定，本期交易入池资产的合格标准如下：（1）借款人、保证人（如有）、物权担保人（如有）均系依照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；（2）借款人在近三年与顺德农商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；（3）借款人对任一笔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）；（4）借款人及保证人（如有）、物权担保人（如有）不为事业单位或军工企业；（5）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；（6）各笔贷款所对应的借款合同、保证合同（如有）、物权担保合同（如有）适用法律，且在法律项下均合法有效；（7）各笔贷款均不涉及未决的诉讼或仲裁或执行程序；（8）各笔贷款所对应的保证合同（如有）、物权担保合同（如有）均合法有效，

并构成保证人（如有）、物权担保人（如有）合法、有效和有约束力的义务；且不包括最高额担保（但最高额担保的债权确定期间已经结束或最高额担保的债权确定期间虽未届满，但最高额担保的债权已经确定且不可能发生新的债权，且所担保债权全部入池的除外）；（9）顺德农商银行将全部或部分任一笔资产设立信托以及转让或出售该等任一笔资产行为不存在禁止或限制，且不需要获得借款人、保证人（如有）、物权担保人（如有）或任何其他主体的同意；（10）任一笔资产项下不包含涉及军工或国家机密的贷款；（11）各笔贷款均为顺德农商银行作为贷款人发放并合法所有的人民币贷款，不包括委托贷款、特种贷款；（12）各笔贷款均为顺德农商银行发放的自营商业贷款，不含银团贷款；（13）任一笔资产质量应为顺德农商银行制定的信贷资产质量5级分类中的正常类资产；（14）任一笔资产所包含的每笔贷款的合同最晚到期日不早于2014年12月31日且不晚于2016年3月31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	153370 万元
借款人户数	74 户
贷款笔数	209 笔

单笔贷款最大未偿本金余额	4000 万元
单户贷款最大未偿本金余额	9000 万元
加权平均现行贷款利率	7.39%
入池贷款加权平均贷款账龄	3.24 个月
入池贷款加权平均剩余期限	16.70 个月
单笔贷款最短剩余期限	10.20 个月

单笔贷款最长剩余期限	22.73 个月
资产池加权平均信用级别	BB/BB

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

按照顺德农商银行贷款质量风险分类方法，本期交易入池贷款全部为顺德农商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

本期交易入池贷款的担保性质分布如表 4 所示：

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	44	78550	51.22
抵押	7	24250	15.81
抵押+保证	23	50570	32.97
合 计	74	153370	100.00

可以看出，本期交易入池贷款均为保证担保贷款，其中含抵押担保的贷款占 48.78%，且抵押物均为房地产。抵押物的变现能力较强，但考虑到房地产行业为国家宏观调控行业，未来受政策影响较大，联合资信对抵押物的变现能力将持续关注。

3、入池贷款利率类型

本期交易入池资产的利率类型包括固定利率和浮动利率，固定利率贷款的金额占比为 70.72%，浮动利率均按年调整。截至初始起算日，资产池加权平均利率为 7.39%，利率水平较高。值得注意的是，本期交易的优先级资产支持证券均为浮动利率，和资产池的利率类型不一致，将会带来一定的利率风险。

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 5 所示：

表 5 借款人影子评级分布 单位：万元/%

影子级别	借款人户数	未偿本金余额	金额占比
A	8	26000	16.95
A ⁺	1	500	0.33
BBB ⁺	1	8700	5.67
BBB	6	22200	14.47
BBB ⁻	11	26900	17.54
BB ⁺	4	6000	3.91
BB	6	11250	7.34
BB ⁻	8	10900	7.11
B ⁺	10	22230	14.49

B	9	12950	8.44
B ⁻	10	5740	3.74
合 计	74	153370	100.00

注：金额占比加总和合计不一致为四舍五入所致，下同。

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 BB 至 BB⁻ 之间，记为

BB/BB⁻。该结果表明资产池整体信用质量较低。

5、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前十大借款人未偿本金余额占资产池总余额的 40.88%，前五大借款人未偿本金余额占比为 25.43%，最大借款人未偿本金余额占比为 5.87%，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 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/%

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	9000	5.87	批发零售业	广东省	抵押	A
2	8700	5.67	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	广东省	保证	BBB ⁺
3	8000	5.22	建筑业	广东省	保证	BBB
合 计	25700	16.76	—	—	—	—

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。

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 16.70 个月，最短剩余期限为 10.20 个月，最长剩余期限为 22.73 个月，剩余期限较为正常。入池贷款剩余期限具体分布如表 8 所示：

表 8 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]	0	0
(6,12]	26100	17.02
(12,18]	68009	44.34
(18,24]	59261	38.64
合 计	153370	100.00

注：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。

6、入池贷款账龄分布

本期交易入池贷款加权平均账龄为 3.24 个月，最短账龄 1.13 个月，最长账龄 13.70 个月，具体分布如表 7 所示：

表 7 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]	125001	81.50
(6,12]	24869	16.22
(12,18]	3500	2.28
合 计	153370	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。

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，本期交易绝大部分入池贷款的账龄均在一年以内，账龄较短。

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，联合资信对本期交易入池贷款借款人行业划分结果如表 9 所示：

表 9 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
批发零售业	25	67800	44.21
电气机械和器材制造业	15	30240	19.72
建筑业	3	10540	6.87
木材加工和木、竹、藤、棕、 草制品业	1	8700	5.67
石油加工、炼焦和核燃料加工 业	1	7000	4.56
金属制品业	10	6400	4.17
橡胶和塑料制品业	5	4900	3.19
道路运输业	2	4500	2.93
家具制造业	5	4250	2.77
纺织服装、服饰业	2	3840	2.50
通用设备制造业	1	1500	0.98
汽车制造业	1	1400	0.91
专用设备制造业	1	1000	0.65
纺织业	1	800	0.52
化学原料和化学制品制造业	1	500	0.33
合 计	74	153370	100.00

入池贷款中未偿本金余额占比最高的行业为批发零售业，占 44.21%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的信用级别区间为 B⁺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%，保持较快稳定增长。我国批发零售业发展平稳，未来该行业风险可控。

入池贷款中未偿本金余额占比次高的行业为电气机械和器材制造业，占 19.72%。联合资信对资产池中该行业借款人评定的信用级别区间为 B⁻至 BBB。资产池中该行业借款人均以生产小型家用电器或家用电器配件为主。依据工信部发布的数据，2013 年我国家电行业主营业务收入 12843 亿元，同比增长 14.2%，利润总额 784 亿元，同比增长 28.7%；销售数据方面，2013 年我国家电行业产销率 96.3%，较上年减少 1.1 个百分点，出口交货值 3200.1 亿元，同比增长 6.3%。我国家电行业仍保持平稳发展，未来该行业风险不大。

总体看来，本期交易入池贷款借款人涉及行业数量较多，但前两大行业占比很高，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广东省佛山市顺德区。入池贷款借款人所处地区分布见表 10：

表 10 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
佛山市顺德区	74	153370	100.00
合计	74	153370	100.00

顺德农商银行营业网点主要分布在广东省佛山市顺德区。广东省位于中国的南端沿海，是珠江三角洲地区的重要省份。广东省率先实行改革开放政策，经济快速发展，目前经济综合竞争力、金融实力均居于全国领先地位。顺德区是佛山市五个行政辖区之一，位于广东省南部，珠江三角洲平原中部，是佛山市与广州市联系的重要核心区域之一。顺德区下辖大良、容桂、伦教、勒流等 4 个街道和陈村、均安、杏坛、龙江、乐从、北滘等 6 个镇。

2013 年，顺德区实现地区生产总值 2556.78 亿元，同比增长 10.2%。其中，第一产业实现增加值 43.60 亿元，同比增长 3.1%；第二产业实现增加值 1356.51 亿元，同比增长 10.7%；第三产业实现增加值 1156.67 亿元，同比增长 9.8%；三次产业结构为 1.7:53.1:45.2。2013 年，顺德区地方财政公共预算收入 154.09 亿元，同比增长 12.9%；城镇居民人均可支配收入 42748.73 元，同比增长 10.3%。

总体看，顺德地区经济实力较强，经济持

续增长，为本地企业的发展提供了较好的外部环境。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的信用风险的影响。

10、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

在交割日当日或之前，受托机构将设立信托账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账户下设立收入账、本金账和税收专用账。收入账用来接收收入回收款，本金账用来接收本金回收款，税收专用账在接收收入账或本金账转入的资金后用来支付信托应缴纳的税收和规费。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机构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既定期限内足额支付；(c)信托财产在法定到期日后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资产支持证券本金；(d)受托机构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机构；(e)受托机

构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机构；(f)受托机构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机构。

“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)发起机构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)贷款服务机构在规定限期内未能按时付款或划转资金；(d)规定限期内未找到继任的受托机构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)发生上述“违约事件”的(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；(g)A级资产支持证券本金在其预期到期日前的第一个信托分配日尚未清偿完毕；

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机构认为该等行为无法补救或在规定期限内未能得到补救；(i)发起机构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、发起机构、受托机构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入账项下资金和本金账项下资金，本金账资金和收入账资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收入账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、支付次级证券期间收益后，余额转入本金账；本金账项下资金首先用于弥补收入账税费、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A级、B级证券本金的顺序偿付，最后用于支付次级证券的本金及次级收益；在发生“加速清偿事件”的情况下，收入账项下资金不再支付限额外服务机构报酬的缺口及其后续支出，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入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、各机构费用和服务报酬、资产服务机构报酬（若违约事件不是由资产服务机构直接或间接触发）、A级证券利息和本金、B级证券利息和本金以及次级证券本金、资产服务机构报酬（若违约事件是由资产服务机构直接或间接触发），次级证券于最后取得清算收益，“违约事件”发生后的现金流详见附图2。

3、结构化安排

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

（1）优先/次级结构

本期交易采用优先/次级结构，具体划分为A级、B级和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付

机制顺序支付，劣后档次的证券为优先档次证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中次级证券和B级证券为A级证券提供的信用支持为26.98%，次级证券为B级证券提供的信用支持为17.98%。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（因此时收入账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入账和本金账，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顺德农商银行的违约风险。

联合资信认为顺德农商银行管理水平较高，财务状况较稳健，即使借款人行使抵销权，委托人顺德农商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核算日后的第 5 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⁻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 A 级时，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 A 时，回收款将直接打至信托账户。

作为贷款服务机构，顺德农商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，而只设计了本金账对收入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，本金账资金对收入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账对收入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。

(5) 利率风险

本期交易入池贷款利率类型分为固定利率和浮动利率，固定利率贷款的金额占比为 70.72%，浮动利率均按年调整，而本期交易 A 级和 B 级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 2 个支付日。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调整频率方面有所区别，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影响，联合资信将对此持续关注。

(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顺德农商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。

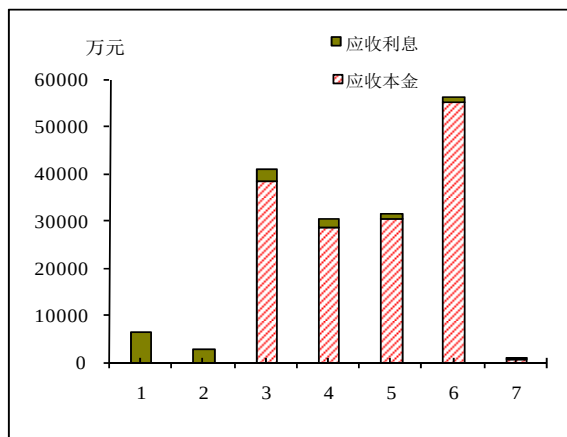
针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级较高的资金保管机构。合格投资指以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构同业存款。当资金保管机构属于合格实体时，合格投资只与资金保管机构进行。合格实体需满足联合资信和中债资信给予的主体长期信用等级达到 AA 及以上。严格的合格投资标准和信用等级较高的资金保管机构将有助于降低再投资风险。

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。

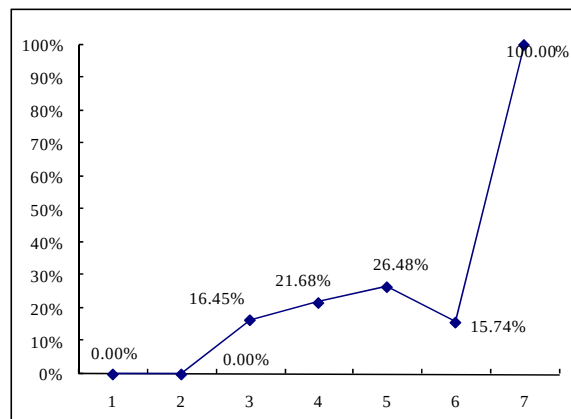
在假定借款人完全按照贷款合同还本付息、无违约、无拖欠和无早偿的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池每期的现金流入结果如图 2 所示：

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，7 个收款期间的前 6 个收款期间单户最高还本占比均低于 30%，仅在最后一期仅有一个借款人还款，且最后一期的本金还款金额较低，对优先级证券的影响不大。

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，相关评级压力情况下的目标评级违约率和

目标评级回收率如表 11 所示：

表 11 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	28.30%	52.50%
A	23.00%	61.30%

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 12 所示：

表 12 违约时间分布

时间	违约分布
第 1 年	52.00%

第 2 年	48.00%
总计	100%

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/贷款服务机构为广东顺德农村商业银行股份有限公司。作为发起机构，顺德农商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。

顺德农商银行前身为佛山市顺德区农村信用合作联社，2009 年改制为佛山顺德农村商业银行股份有限公司，是广东省三家首批改制成功的农村商业银行之一。2012 年，正式更名为广东顺德农村商业银行股份有限公司。顺德农商银行初始注册资本 18.56 亿元，2012 年以资本公积转增股本的方式增加注册资本至 22.28 亿元。

截至 2013 年末，顺德农商银行资产总额 1865 亿元，不良贷款率 0.42%，拨备覆盖率 643.15%；资本充足率 13.89%，核心资本充足率 12.76%。2013 年，顺德农商银行实现净利润 27.49 亿元。

顺德农商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。

顺德农商银行风险管理职能均集中在总行层面。董事会承担风险管理的最终责任，并通过下设的风险与合规管理委员会和审计委员会监督全行的风险管理。高级管理层负责全行风险管理政策的实施，并直接向董事会汇报风险管理事宜。在信用风险方面，顺德农商银行近年来不断完善信贷政策制度，优化审核模式，提升信用风险管控能力，并通过加强对重点领域风险监控与排查、制定应急预案、强化贷款利率定价指导等方式优化行业风险管理模式，提高精细化管理水平。在操作风险方面，顺德农商银行采取稳健的操作风险管理政策，重视并持续强化对操作风险的管理，不断健全操作风险管理组织架构，推进制度体系和管理流程建设，加强内控检查监督，提高员工职业素质和专业技能，提升信息技术管理手段，实施系统连续的风险监测，防范和有效控制各类操作风险。

总体来看，作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，顺德农商银行尽职能力很强，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以及发行人是广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）。粤财信托原名广东财务发展公司，经广东省政府批准，与 1984 年 12 月 19 日正式成立。2002 年 8 月公司顺利完成重组改制工作，更名为广

东粤财信托投资有限公司，成为广东省唯一保留的省级信托有限公司，2007 年 7 月更名为广东粤财信托有限公司。截至 2013 年末，粤财信托注册资本 15 亿元人民币，其中第一大股东广东粤财投资控股有限公司，持有公司 98.14% 的股权。

截至 2013 年末，粤财信托资产总额 33.22 亿元，所有者权益 31.93 亿元，信托资产 2294.59 亿元。2013，粤财信托实现营业收入 7.93 亿元，净利润 5.27 亿元。

粤财信托坚持“诚信为本、稳健经营、专业进取、开拓创新”的经营方针，要求在完善风险控制系统的基礎上，以创新为手段，坚持扩大信托资产规模与提升管理能力两条发展主线，不断提高和优化金融服务水平，满足不同类型投资者的金融理财需求，构建专业化的资产管理和财富管理平台。粤财信托目前拥有四个部门，分别是信托管理部、投资银行部、信托管理二部和信托管理三部。各部门以差异化的业务定位，独立开展业务，拓展各具特色的产品线。信托管理部侧重于与银行机构的合作业务，投资银行部以区域金融合作业务为主，信托管理二部专注基金类、资产证券化类等创新业务，信托管理三部负责证券投资类业务，各部门组成了“合理分工、适度竞争”的业务体系。

在风控方面，自 2008 年开始，粤财信托重新明确界定信托财务部、风险管理部、审计部、财务部和综合管理部等中、后台部门的目标和职能，完善各部门的业务流程、操作规程，保证公司对风险能够进行事前防范、事中控制、事后监督和纠正，形成健全的内部约束机制和中台、后台对前台的反映和监督机制。

粤财信托自 2008 年开始开展资产证券化业务规划、培训和筹备工作，并于 2012 年 5 月获得特定目的信托受托机构资格。

总体来看，粤财信托拥有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：本期交易的发起机构顺德农商银行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义务，相关各方按照相应的条款针对其他各方主张相应权利；除相关监管部门外，顺德农商银行就签署、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，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；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及/或不动产抵押权随贷款债权的转让而同时转让，不动产抵押权的转让将于办理相关不动产抵押权的转让变更登记后生效。如果发生个别通知事件，在发起机构根

据《信托合同》以权利完善通知的形式将债权转让的事实通知给借款人后，该债权的转让即对借款人发生法律效力；顺德农商银行承诺不因资产支持证券持有人的某些重大侵权行为而解除信托、变更资产支持证券持有人或者处分资产支持证券持有人的信托受益权，受托机构承诺在信托的存续期间不得为终止信托的目的而提起任何诉讼或仲裁程序；本期交易入池贷款合法合规，可以依法设立信托。

会计意见书表明顺德农商银行将不对受托机构设立的特定目的信托进行合并，且将终止确认相应的信贷资产。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、机构投资者买卖取得的差价收入按规定征收营业税；相关服务机构提供增值税应税劳务取得的服务费收入按规定征收增值税，且该部分收入不再征收营业税；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“顺德农商银行 2014 年第一期信贷资产证

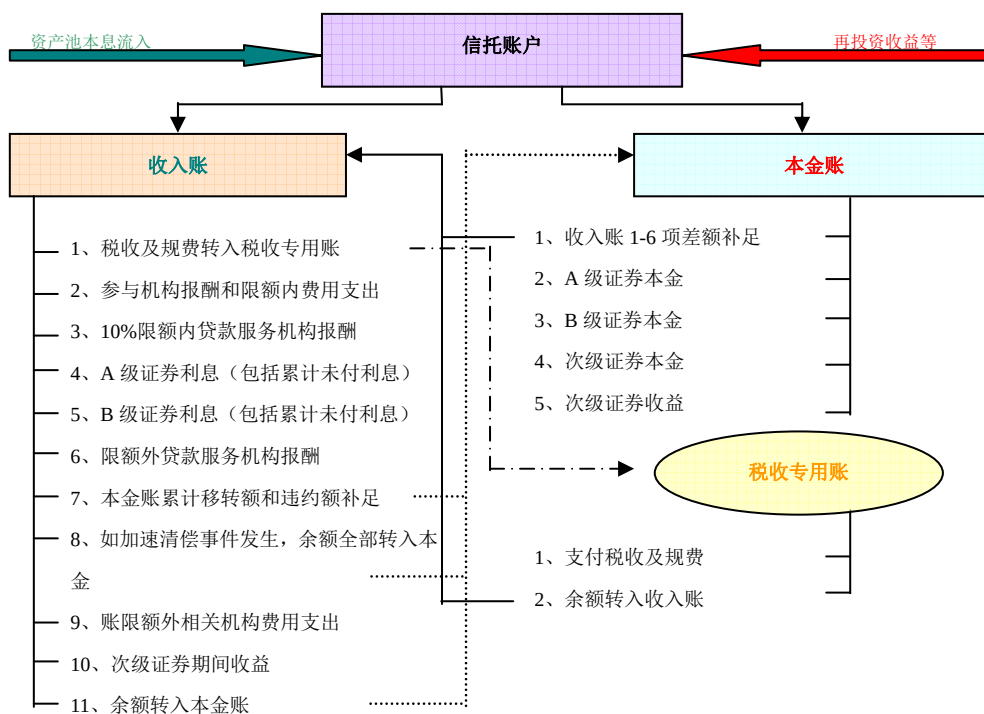
券化信托资产支持证券”的评级结果为：A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；B 级资产支持证券的信用等级为 A；次级资产支持证券未予评级。

上述 A 级证券的评级结果反映了该证券利

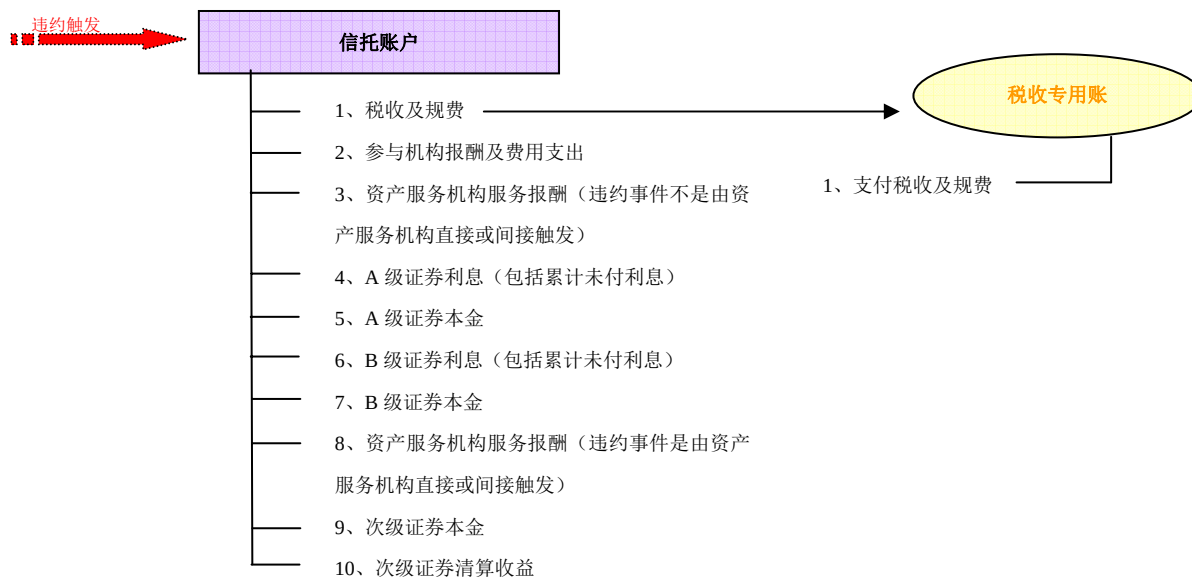
息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；B 级证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力较强，违约风险较低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信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 顺德农商银行 2014 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顺德农商银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托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顺德农商银行 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，或发生可能对顺德农商银行 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，或发生可能对顺德农商银行 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顺德农商银行 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顺德农商银行 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。



联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十日