

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《汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性和准确性、完整性负责。



联合资信评估有限公司

二零一九年六月三日

信用等级公告

联合〔2019〕1153号

联合资信评估有限公司通过对“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告



汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先 A1 级	125000.00	31.25	AAA _{sf}
优先 A2 级	205000.00	51.25	AAA _{sf}
优先 B 级	33000.00	8.25	AAA _{sf}
次级	37000.00	9.25	NR
合计	400000.00	100.00	—

注: 1. NR——未予评级, 下同。

2. 金额或占比加总不等于合计数系四舍五入所致, 下同。

交易概览

初始起算日: 2019 年 3 月 1 日零时
证券法定到期日: 2026 年 12 月 28 日
交易类型: 静态现金流型 ABS
载体形式: 特殊目的信托
基础资产: 广汽汇理汽车金融有限公司持有的 400000.00 万元个人汽车抵押贷款及其附属担保权益
信用提升机制: 优先/次级结构、触发机制、储备账户、超额利差
委托人/发起机构: 广汽汇理汽车金融有限公司
受托机构/发行人: 广东粤财信托有限公司
贷款服务机构: 广汽汇理汽车金融有限公司
资金保管机构: 中国工商银行股份有限公司广州分行
主承销商/簿记管理人: 中信证券股份有限公司
联席主承销商: 中国银行股份有限公司、汇丰银行(中国)有限公司

评级时间

2019 年 6 月 3 日

分析师

何亮甫 张睿君 董聪

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”)对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析,并对基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为委托人广汽汇理汽车金融有限公司(以下简称“广汽汇理”)持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。本交易入池资产具备一般汽车金融资产分散度高(共 70916 笔)、首付比例合理(加权平均 44.50%)、分期还款等优点,更重要的是,广汽汇理在汽车抵押贷款业务方面均具有丰富的管理经验,历史违约数据表现优秀(考虑账龄后的预期累计违约率¹为 1.79%,回收率 30.99%),因此,基础资产总体质量优良。在此基础上,优先/次级偿付结构和触发机制等设置为优先级资产支持证券提供了较充足的信用支持。当然,联合资信在量化测算中也考虑了封包期利息对优先档证券的信用支持作用(封包期利息约 6000 万元,为优先级提供近 1.54%的信用支持)。

需要特别说明的是,虽然优先 A 级、优先 B 级资产支持证券的评级结果相同,但从量化测算的结果看,优先 A 级资产支持证券能够承受的风险明显要高于优先 B 级资产支持证券(压力测试保护距离更大)。

综合上述因素,联合资信评定“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券(包括优先 A1 级资产支持证券和优先 A2 级资产支持证券,下同)的信用等级为 AAA_{sf},优先 B 级资产支持证券

¹ 考虑账龄的预期累计违约率=剩余周期内的累计违约金额/已有账龄正常状态的本金余额。联合资信根据历史数据计算得出,基础资产的已有账龄会影响剩余期限的累计违约率。考虑到资产池加权平均账龄,在量化测算中,联合资信先计算出不同账龄的预期累计违约率,再根据资产池内账龄分布情况加权平均得出基准值。

的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. **本交易入池基础资产质量优良。**本交易基础资产涉及广汽汇理发放的 70916 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，最大单笔贷款未偿本金余额占比 0.009%，加权平均首付比例 44.50%。更重要的是，根据历史违约数据测算的预期累计违约率为 1.79%，回收率 30.99%，信用表现优秀，入池基础资产整体质量优良。
2. **优先/次级结构为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。**优先级资产支持证券获得次级资产支持证券 9.25% 的信用支持。

关注及缓释

1. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的数学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、缩小利差支持等手段，测试优先级证券的承受能力，尽可能降低模型风险。
2. 信托一经生效，委托人对个人汽车抵押贷款的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于个人汽车抵押贷款相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但在抵押担保转移登记至受托人名下之前，受托人持有的抵押担保存在对抗善意第三人的风险。
风险缓释：本交易设置了不合格资产的赎回条款，一旦出现受托人持有的抵押权不能对抗善意第三人的情况，委托人将按照约定赎回相应资产。联合资信也将持续关注委托人、受托人的尽职意愿和履约能力。
3. 全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，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广汽汇理汽车金融有限公司和发行载体管理机构广东粤财信托有限公司提供，联合资信评估有限公司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广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司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，未因与广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司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、本期资产支持证券信用评级结果的有效期为“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先级资产支持证券存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构广汽汇理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400000.00万元个人汽车抵押贷款及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）设立“汇通2019年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。粤财信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场发行优先A级（包括优先A1级资产支持证券和优先A2级资产支持证券，下同）、优先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

委托人/发起机构：广汽汇理汽车金融有限公司
受托机构/发行人：广东粤财信托有限公司
资产服务机构：广汽汇理汽车金融有限公司
资金保管机构：中国工商银行股份有限公司广州分行
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：毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市中伦律师事务所
牵头主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中国银行股份有限公司、汇丰银行(中国)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

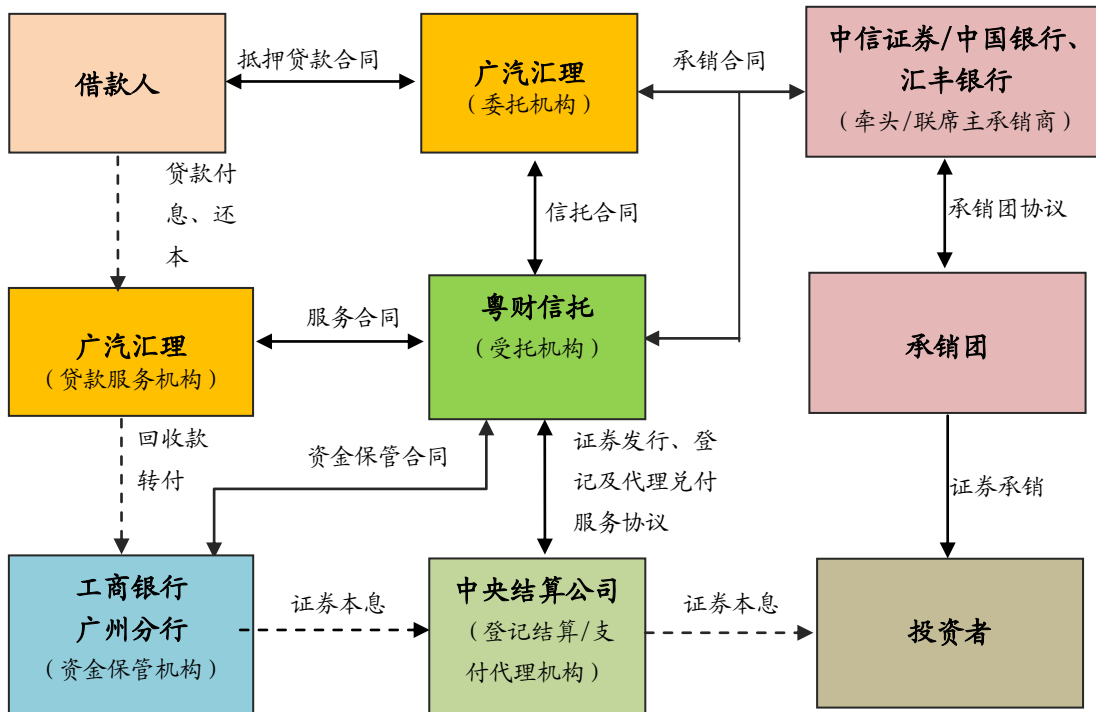


图1 交易结构图

2. 资产支持证券
本交易发行优先级和次级资产支持证券

（以下简称“证券”），其中优先A级证券和优先B级证券属于优先级证券，享有信托的优先

受益权，次级证券享有信托的次级受益权。

本交易采用优先/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。优先级证券按月偿付利息，优先级及次级证券本金全部兑付完毕后，次级证券获得全部剩余收益。优先A1级证券本金采用固定摊还方式，详见附件1；优先A2级、优先B级

和次级证券均采用过手式结构按优先/劣后顺序按月偿付本金。

优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级证券向委托机构定向发行。优先级证券采用固定利率，票面利率通过簿记建档集中配售的方式予以确定；次级证券不设票面利率。

表2 资产支持证券概况

(单位: 万元、%)

证券名称	发行规模	占比	本金偿付模式	利息偿付模式	利率类型	预期到期日
优先 A1 级	125000.00	31.25	计划	按月	固定利率	2019/12/26
优先 A2 级	205000.00	51.25	过手	按月	固定利率	2020/11/26
优先 B 级	33000.00	8.25	过手	按月	固定利率	2021/3/26
次级	37000.00	9.25	—	—	—	2024/1/26
合计	400000.00	100.00	—	—	—	—

3. 基础资产

本交易入池资产涉及发起机构广汽汇理向 70914 户借款人发放的 70916 笔个人汽车抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 400000.00 万元。

根据交易文件约定，本交易入池的每一笔抵押贷款及其附属担保权益在初始起算日和信托财产交付日应符合的如下标准：

A.关于借款人的标准：(1)借款人为中国公民，且在贷款发放日至少为年满 18 周岁的自然人；(2)抵押贷款发放时，借款人不是与发起机构签订劳动合同的雇员；

B.关于抵押贷款的标准：(3)就发起机构所知，该抵押贷款或其附属担保权益不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的；(4)在初始起算日，根据发起机构个人汽车贷款业务适用的贷款五级分类标准，抵押贷款全部为正常类贷款；(5)抵押贷款已经存在并由发起机构服务，且在借款人和发起机构之间有委托扣款的授权或在抵押贷款合同中有委托扣款条款；(6)抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；(7)抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；(8)抵押贷款合同和抵押权合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，广汽汇理作

为抵押权人可根据抵押贷款合同向借款人主张权利；(9)在初始起算日，借款人迟延支付抵押贷款合同项下任何一期到期应付款项未曾超过 30 天；(10)抵押贷款的发放日不晚于 2018 年 12 月 31 日，到期日不早于 2019 年 9 月 30 日且不晚于 2023 年 12 月 31 日；(11)在初始起算日，抵押贷款的未偿本金余额不低于人民币 1 万元且不超过人民币 50 万元；(12)抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 80%。初始抵押率=抵押贷款合同项下的贷款金额[为车辆贷款金额和各项附加产品贷款金额(如有)之和]/抵押车辆价值(抵押车辆买卖合同价格)×100%；(13)抵押贷款的初始贷款期限为 1 年(含)至 5 年(含)之间；(14)抵押贷款需每月还本付息；(15)抵押贷款合同项下的贷款金额均已发放完毕；(16)在初始起算日，借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的手续费用，且发起机构无需向借款人退还；(17)除非相关借款人(或其代表)全部提前偿还了所有的应付款项(包括现时的和将来的，已有的和或有的)，无论是因发生了违约(不管该等违约如何描述)还是其他原因，任何借款人均无权选择单方面终止该抵押贷款合同；(18)除抵押贷款合同以外，发起机构和相关借款人之间关于该抵押贷款不存在其他协议

(关于该抵押贷款的委托扣款协议除外); (19) 广汽汇理将全部或部分抵押贷款及其附属担保权益设立信托以及转让或出售该等抵押贷款及其附属担保权益的行为不会由于任何原因而被禁止或限制, 或该等禁止或限制在信托生效日之前已经根据中国法律或抵押贷款合同的约定被消除; (20) 发起机构未曾放弃其在抵押贷款合同或抵押权项下的任何重要权利, 但放弃就提前还款收取违约金的权利除外; (21) 除法定抵销权以外, 相关借款人根据相应抵押贷款合同不对抵押贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利;

C. 关于抵押车辆的标准: (22) 借款人同意以抵押车辆为相应抵押贷款提供抵押担保, 抵押贷款合同约定在中国相关的登记机关办理抵押车辆的抵押登记且于初始起算日, 该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完毕抵押登记手续, 登记的第一顺序抵押权人为广汽汇理; (23) 在抵押车辆于中国相关的登记机关办理完抵押登记手续时, 相关抵押车辆已经根据行业通用标准投保, 所投保险包括以借款人名义取得的但标明发起机构名称及其权益的财产险 (第三人责任险除外);

D. 关于发放和筛选抵押贷款的标准: (24) 该抵押贷款为发起机构在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与抵押贷款业务相关的政策、实践和程序所发放; (25) 该抵押贷款及其附属担保权益均为遵照中国法律的规定而创设; (26) 中国法律、抵押贷款合同或相关抵押权均禁止或限制相关借款人在未经委托人同意时转让其在该抵押贷款合同中的义务或相关抵押车辆。

4. 现金流安排

4.1 账户设置及回收款转付

在信托生效日当日或之前, 受托机构将在资金保管机构开立独立的人民币信托账户, 记录信托财产的收支情况, 信托账户下设收付账户、信托 (流动性) 储备账户、信托 (混同)

储备账户和税收储备账户。其中, 收付账户下设两个子账户, 分别为收入分账户和本金分账户。全部本金回收款应存入本金分账户, 全部收入回收款应存入收入分账户。

在每一个回收款转付日¹14:00 点前, 贷款服务机构应将当期已收到并扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户, 并于每个服务机构报告日²当日或之前根据贷款服务机构的资金汇划说明或通知, 将信托账户收到的回收款分别记入信托收付账户项下的收入分账户和本金分账户; 信托 (流动性) 储备账户、信托 (混同) 储备账户和税收储备账户根据交易文件约定从信托收款账户中取得资金进行分配。

4.2 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”是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件: (a) 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的应付未付利息得到足额支付, 即使其他低级别的优先级资产支持证券应付未付利息和次级资产支持证券收益未能得到足额支付的, 也不构成违约事件); (b) 受托人未能在法定到期日后 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) 对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的; (c) 受托机构失去了继续以信托的名义持有信托财产的权利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; (d) 受托机构违反其在《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、条件或条款 (对资产支持证券支付本金或利息的义务除外), 且资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约(i)无法补救, 或(ii)虽然可以补救, 但在资产支持证券持有人大会向受托

机构发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的约定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构;(e)资产支持证券持有人大会合理地认为受托机构在《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,在做出时或经证实做出时便有重大不实或误导成分,并且资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约(i)无法补救,或(ii)虽然可以补救,但在资产支持证券持有人大会向受托机构发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能补救,或(iii)虽然可以根据交易文件的约定以替换受托机构的方式进行补救,但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,受托人在每个信托分配日将收入分账户、本金分账户、(流动性)储备账户和(混同)储备账户的资金总金额转入信托收付账户,并按照以下顺序进行分配:税收和规费、除贷款服务机构的参与机构服务报酬和限额内费用、贷款服务机构报酬,同顺序按比例支付优先 A1 级、优先 A2 级证券利息,之后顺序支付优先 B 级证券利息、信托(流动性)储备账户的必备储备金额ⁱⁱⁱ,按本金摊还计划表中金额为上限支付

优先 A1 级证券本金,然后继续支付优先 A2 级证券本金直至清偿完毕(若优先 A2 级证券本金已清偿完毕,则继续支付优先 A1 级证券本金直至清偿完毕),顺序支付优先 B 级证券本金、超出优先支出上限的费用支出、次级证券本金,剩余资金作为次级证券的收益。“违约事件”发生前的现金流详见附件 1。

“违约事件”发生后,信托收付账户项下资金用于顺序偿付税收和规费、除贷款服务机构之外的所有参与机构服务报酬和全部费用、贷款服务机构的服务报酬(若该违约事件不是由贷款服务机构直接或间接造成),同顺序按比例支付优先 A1 级、A2 级证券利息,同顺序按比例支付优先 A1 级、A2 级证券本金,然后顺序支付优先 B 级证券利息、优先 B 级证券本金、贷款服务机构服务报酬(若该违约事件是贷款服务机构直接或间接引致)、次级证券本金,剩余资金作为次级证券收益。“违约事件”发生后的现金流详见附件 2。

ⁱ 回收款转付日系指贷款服务机构将收到的回收款划付至信托账户之日
ⁱⁱ 服务机构报告日系指每个收款期间最后一日后的第 6 个工作日
ⁱⁱⁱ 必备(流动性)储备金额是指,每个信托分配日以下两者中孰高者:(a)该信托分配日前一个收款期间期末资产池内所有抵押贷款的未偿本金余额之和的 1.2%;(b)初始起算日资产池余额的 0.5%

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制、信托(流动性)储备账户以及信托(混同)储备账户等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构,具体划分为优先级和次级证券。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,劣后受偿的分档证券为优先级受偿证券提供信用损失保护。具体而言,本交易中优先 B 级和次级证券为优先 A 级证券提供的信用

支持为 17.50%,次级证券为优先 B 级证券提供的信用支持为 9.25%。

(2) 触发机制

本交易设置了“违约事件”,事件一旦触发回收款分配机制将重新安排。具体而言,违约事件发生后,现金流划付顺序改变,按照优先 A 级证券利息、优先 A 级证券本金、优先 B 级利息、优先 B 级本金的顺序分配,该分配机制为优先级证券的偿付提供了一定的保障。本交易当中,触发机制的安排在一定程度上缓释了违约事件对优先级证券兑付产生的不利影响。

(3) 信托（流动性）储备账户以及信托（混同）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户和信托（混同）储备账户。

信托（流动性）储备账户是信托账户下设的一级分账户，用于流动性储备资金的接收、核算。违约事件发生前，在每个支付日，应依照回收款分配顺序从收入分账户中将等值于必备（流动性）储备金额的款项转入信托（流动性）储备账户。

信托（混同）储备账户是信托账户下设的一级分账户，该账户中的储备金额将用于弥补混同风险。当贷款服务机构不具备任一评级机构给予的必备评级等级²时，在信托（混同）储备账户中储备用于弥补混同风险的储备金额相当于贷款服务机构向后备贷款服务机构或替代贷款服务机构转移服务预计所需的收款期间内的回收款金额，但不少于贷款服务机构丧失任一评级机构给予的必备评级等级时下一个收款期间的应回收款金额。如信托财产与贷款服务机构的自有财产发生混同，受托机构应指示资金保管机构于下一个信托分配日，以信托（混同）储备账户中的金额为限，将相当于发生混同的资金金额（但以资产池实际产生的回收款金额为限）从信托（混同）储备账户相应转入信托收付账户中的收入分账户和/或本金分账户（如果无法区分应分别存入收入分账户及本金分账户的款项，则将全部金额存入本金分账户）。若后续贷款服务机构将发生混同的信托财产与其自有财产又区分开的，则贷款服务机构有权获得信托财产中的相应款项，直至数额达到已从信托（混同）储备账户相应转入信托收付账户的总金额。在全部优先级资产支持证券的本息款项得以全部清偿之日、贷款服务机构重新具备了必备评级等级或信托终止日后，受托人应指示资金保管机构将届时信托（混同）储备账户项下全部资金作为特别信托利益划付

²必备评级等级是指：就联合资信而言，指联合资信给予 AA⁻级的主体长期信用等级；就中债资信而言，指中债资信给予 A 级的主体长期信用等级。

至贷款服务机构指定账户。

信托（流动性）储备账户和信托（混同）储备账户的设置可以较好的缓释本交易的流动性风险和混同风险。

2. 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。

针对抵销风险，本交易合同约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则广汽汇理应在该等抵销发生后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通知受托人；如果广汽汇理对某一借款人有多笔债权，且借款人行使抵销权，则广汽汇理、粤财信托应共同与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产，如果被抵销债权属于信托财产，则广汽汇理应在该等抵销发生后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广汽汇理的违约风险。

广汽汇理业务经营稳健，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，广汽汇理也能够履行补足义务。因此，本交易的抵销风险很低。

(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。

此外，针对混同风险，本交易安排了以必备评级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 级，回收款转付日按

照如下规则确定：一般就每个公历月的每一日收到的回收款而言，其对应的回收款转付日为该日所在的自然周结束后的第 5 个工作日；但就该公历月所在的最后一个自然周（不包括该自然周包含的下一个公历月的每一日）收到的回收款而言，其对应的回收款转付日为该公历月最后一日后的第 6 个工作日；如果任一评级机构给予贷款服务机构的信用等级发生变化且因此需要改变回收款转付日时，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的三个工作日内的任一工作日。本交易设置了信托（混同）储备账户，进一步缓释了混同风险。

作为贷款服务机构，广汽汇理良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级较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。本交易未设置外部流动性支持机制，但设立了内部信托（流动性）储备账户以及本金分账户和收入分账户的合并支付来缓释流动性风险。

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，信托（流动性）储备账户以及本金分账户和收入分账户的合并支付能有效地缓释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

依据交易偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于证券本金的兑付，但是在一定程度上会改变利差水平。入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。

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，测试结果已反映该风险。

（5）利率风险

本交易入池贷款绝大部分采用固定利率，少部分采用浮动利率。优先级证券采用固定利率，通过簿记建档集中配售的方式予以确定。

可以看到，本交易入池贷款利率和优先级证券利率在利率类型方面存在一定不同，存在因利率波动而导致利差缩小的风险。此外，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，评级结果已经考虑利率风险。

（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，评级结果已反映该风险。

本交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是委托机构广汽汇理的一项选择权，若届时委托机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

当以下任一事件发生时，委托机构可在下一收款期间选择清仓回购：(a)资产池的未偿本金余额总和在回购起算日 24:00 时降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，或资产支持证券的未偿本金余额总和在回购起算日 24:00 时降至初始发行额（包括委托人自持的金额）的 10%或以下；并且(b)截至回购起算日 24:00 时剩余资产池的市场价值不少于以下 A+B 之和：A 指在委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日前一日全部优先级资产支持证券的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级资产支持证券的利息和信托应承担的税收、费用支出和服务报酬之和。B 为下列 (i) 和 (ii) 两者之间数值较高者，其中 (i) 的数值为 0；(ii) 的数值为截至回购起算日 24:00 时次级资产支持证券的未偿本金余额减去累计净损失的差值。

（7）再投资风险

在本交易的各个偿付期内，信托账户中待分配的资金可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了较严格的合格投资标准。合格投资系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。合格实体是指联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA⁺且中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构。该设置一定程度上降低了再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

(1) 发起机构/资产服务机构

本交易的委托机构/贷款服务机构为广汽汇理。作为委托机构，广汽汇理的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到委托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、风险管理水平和内部控制能力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交易资产池贷款组合的信用表现。

广汽汇理是由广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”）和东方汇理个人金融股份有限公司（以下简称“东方汇理”）共同出资在广州市成立的中外合资企业，成立于 2010 年 5 月。广汽汇理初始注册资本人民币 5 亿元，广汽集团和东方汇理分别持有 50% 股权。2012 年和 2013 年，公司分别增资 5.00 亿元和 6.00 亿元，注册资本增至 16.00 亿元。广汽汇理于 2018 年第四季度分两轮共增资 14.00 亿元，由现有股东各出资 7.00 亿元，注册资本增至 30.00 亿元。股东及持股情况如表 21 所示：

表 21 广汽汇理股东及持股比例

股东名称	持股比例
广州汽车集团股份有限公司	50.00%
东方汇理个人金融股份有限公司	50.00%

截至 2018 年末，广汽汇理零售贷款业务和库存贷款业务分别覆盖了全国 299 个和 295 个城市；拥有正式员工 513 人。

截至 2018 年末，广汽汇理资产总额 422.22 亿元，其中贷款净额 343.26 亿元；负债总额

369.03 亿元，其中银行借款 297.30 亿元；所有者权益 53.20 亿元；不良贷款率 0.21%，拨备覆盖率 744.85%；资本充足率 14.22%，一级资本充足率和核心一级资本充足率均为 13.08%。2018 年，广汽汇理实现营业收入 15.86 亿元，净利润 6.09 亿元。

在风险管理方面，广汽汇理按照监管要求和相关信用风险管理制度建立了贷款管理体系和业务流程，制定了贷款分类政策、贷款准备金政策、贷款审批指引、贷后管理指引和贷款催收指引等制度，对贷前调查、贷款审批以及贷后管理等环节实行全流程规范化管理。广汽汇理制定了零售业务审批操作指南和库存融资业务审批管理细则，明确了客户信贷准入、退出的标准，针对发放贷款引发的信用风险，实现敞口限额管理制度。广汽汇理建立了较完善的信用风险管理体系和贷款审批、发放和贷后管理流程，信贷资产质量持续优化。

资产质量方面，银保监会要求汽车金融公司实行信用风险资产五级分类制度，并及时足额计提资产减值准备。一方面，汽车金融公司的贷款资产一直以来以车辆作为抵押物，风险缓释措施较为完善，有助于信用风险的控制；另一方面，汽车消费贷款有小额分散的特点，能够有效降低信用风险集中暴露的可能。此外，汽车金融公司对逾期贷款的核销政策较为严格，一般在逾期 180 天时系统将对该笔贷款自动核销，因此行业整体资产质量的偏离度要远低于银行业的水平。截至 2017 年末，汽车金融公司不良贷款总额 16.89 亿元，行业平均不良贷款率 0.25%，拨备覆盖率 658.61%。截至 2018 年 6 月末，汽车金融公司行业平均不良贷款率 0.31%，拨备覆盖率 618.42%。然而，随着我国汽车销量增速的放缓，汽车金融公司的盈利能力未来或将产生一定的波动，届时是否还能保持良好的资产质量，联合资信将持续关注。

总体来看，广汽汇理内控及风险管理体系较为健全；主营业务呈较快发展态势，主要品牌的业务渗透率和市场占有率持续提升；信贷

资产质量向好，拨备充足。同时广汽汇理公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，联合资信给予其主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定。广汽汇理作为本交易的委托机构和贷款服务机构，履职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

（2）资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）广州市分行。

成立于 1984 年 1 月，2005 年 10 月，工商银行改为股份有限公司。2006 年 10 月，工商银行在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2017 年末，工商银行股本总额 3564.07 亿股，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 34.71%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 34.60%。

截至 2019 年一季度末，工商银行资产总额 292465.72 亿元，其中发放贷款和垫款净额 195324.02 亿元；负债总额 268176.19 亿元，其中客户存款余额 225746.51 亿元；归属于母公司的股东权益合计 24136.27 亿元；2019 年一季度末工商银行不良贷款率 1.51%，资本充足率 15.49%，核心一级资本充足率 12.84%。2018 年全年，工商银行实现营业收入 7737.89 亿元，净利润 2987.23 亿元。2019 年一季度，工商银行实现营业收入 2355.01 亿元，净利润 826.90 亿元。

2018 年，工商银行持续推进全面风险管理体系建设，完善风险管理技术和手段，提高风险预判和动态调控能力，进一步提升全面风险管理的前瞻性和有效性。推进落实最新监管要求，完善全面风险管理制度体系，建立风险偏好分层级管理体系，强化风险限额管理，全面提升有效风险数据加总和风险报告能力；投产集团投融资风险监控平台，提升交叉性风险管理能力；加强集团并表风险管理，提升非银子公司风险管理能力，强化境外机构区域风险管理；持续推进风险计量体系建设及成果应用，

积极推动大数据等金融科技手段应用，优化内部评级与反欺诈模型，提高风险计量的准确性与稳定性。推进内部评级在信用风险管理中的应用；提高集团市场风险管理水平和前瞻性分析能力，加强交易行为监控；强化银行账簿利率风险管理体系和管理机制建设，进一步完善利率风险管理策略、管理政策和管理流程；继续坚持稳健审慎的流动性管理策略，夯实流动性风险管理制度及系统基础；加强操作风险管理工具应用和数据质量管理，持续开展重点领域和关键环节风险治理；积极落实资管新规要求，深化理财业务风险管理。

截至 2018 年末，工商银行托管资产规模约 16.30 万亿元，居业内领先地位。考虑到工商银行发展稳健，规范化程度高，工商银行在金融体系中地位显著，联合资信认为本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

本交易的受托机构/发行人是粤财信托。粤财信托成立于 1984 年 12 月，是广东省人民政府批准成立，经中国人民银行和国家外汇管理局核准经营金融业务的国有非银行金融机构。目前是广东省唯一保留的省级信托公司。2011 年经中国银行业监督管理委员会广东监管局核准，公司注册资本由人民币 5.66 亿元增加至人民币 15 亿元；2017 年 12 月，公司注册资本增加至人民币 38 亿元。股东及持股情况如表 22 所示：

表 22 粤财信托股东及持股比例

股东名称	持股比例
广东粤财投资控股有限公司	98.14%
广东省科技创业投资有限公司	1.86%

截至 2018 年末，粤财信托资产总额 65.08 亿元，所有者权益 62.73 亿元。2018 年，粤财信托实现营业收入 9.50 亿元，净利润 6.81 亿元。截至 2018 年末，粤财信托自营资产总计 65.08 亿元，自营资产主要运用领域为金融机构和证

券市场。托管资产 2707.26 亿元，托管资产主要分布于工商企业、证券市场、金融机构等领域。

内部控制方面，粤财信托通过完善的组织架构、内部规章实现内部控制，形成了研究、决策、操作、检查、反馈的 PDCA 管理循环，构建了前台调查、中台审查、后台审计评价相互制衡的内部控制机制。

风险管理方面，粤财信托推进全面风险管理体系建设，构建以董事会为核心，以战略与决策委员会、提名薪酬与考核委员会、信托委员会、风险与合规控制委员会、审计与关联交易控制委员会为支点的风险管理体系，由内部规章、组织架构、授权制度、技术手段以及稽核与事后评价等部分组成。公司编制了全面风险管理办法及信用风险、市场风险、流动性风险、声誉风险、战略风险等各单一风险管理办法，健全公司的风险管理政策制度体系。

总体来看，粤财信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本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。

4. 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、将信贷资产由委托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：广汽汇理、粤财信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有民事权利能力和完全的民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》和《承销协

议》；广汽汇理、粤财信托签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于广汽汇理、粤财信托的中国现行法律、行政法规，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成广汽汇理、粤财信托合法的、有效的和有约束力的义务，该等交易文件的相关各方按照交易文件的条款针对广汽汇理、粤财信托主张相应权利，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。除银保监会备案、人民银行注册以外，广汽汇理、粤财信托就签署、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、授权和同意。在《信托合同》经本项目各方合法有效地签署和交付，《信托合同》约定的信托生效前提条件全部满足且广汽汇理将信托财产交付给粤财信托后，信托有效设立。信托一经生效且信托财产被实际交付或转移给受托人，信托财产与广汽汇理未设立信托的其他财产相区别，信托财产不属于其清算财产。受托人根据《信托合同》发行的资产支持证券仅代表信托受益权的相应份额，对信托利益不作任何保证或担保，资产支持证券持有人的追索权仅限于信托财产。信托一经生效，广汽汇理对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在广汽汇理和受托机构之间发生法律效力。本交易约定因资产池中某笔抵押贷款未办理抵押变更登记，出现善意第三人对抵押车辆主张抵押权，而受托机构所持抵押权无法对抗善意第三人的资产将被认定为不合格资产，发起机构应按照约定赎回该等不合格资产。资产支持证券将会被合法有效地发行和销售，且资产支持证券持有人有权获得《信托合同》约定的权利、权益和利益。

联合资信收到的会计意见书表明：广汽汇理将在其合并财务报表中对此信托进行合并。广汽汇理连同其合并的特定目的信托将依据其对信托财产继续涉入的程度，继续确认相关信托财产和负债。

联合资信收到的税务意见书表明：企业所

得税方面，粤财信托不会就该转让本身产生任何企业所得税纳税义务；在发行和认购环节，受托机构和资产支持证券投资者方面均不产生企业所得税纳税义务；广汽汇理在回收贷款利息环节并无企业所得税方面的影响；若特殊目的信托在收到广汽汇理的转付的利息而未在当年向投资者分配的，则粤财信托需要将该部分所得并入其应纳税所得额，计算缴纳企业所得税；具体到广汽汇理的信贷资产证券化交易，考虑到资产支持证券持有人均为全国银行间债券市场的中国居民机构投资者，因此上述机构投资者需在当年将分配取得的利息收入作为其应纳税所得额计算缴纳企业所得税；为本交易

信托提供服务的各机构收取的服务费或佣金等各种性质的收费，均应由各专业服务机构各自缴纳企业所得税。流转税方面，考虑到广汽汇理在转让信贷资产时已从资产负债表中剥离该部分资产，无需就收到的贷款利息收入缴纳增值税；自 2018 年 1 月 1 日起，粤财信托对于该信托项目通过广汽汇理取得的贷款利息，应按 3% 的征收率计算缴纳增值税；结合行业参考意见和广汽汇理的信贷资产证券偿付顺序及历史偿付记录，认为优先级资产支持证券受益人取得的收益属于保本收益，应就取得的收益按 6% 缴纳增值税。印花税方面，广汽汇理和粤财信托签署的信托合同应无需缴纳印花税。

三、基础资产分析

联合资信对本交易入池资产信用风险的评估主要基于委托人个人汽车抵押贷款业务的发展现状、历史数据表现，再结合入池的个人汽车抵押贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池汽车贷款的违约率和回收率与贷款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款资产质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

1. 资产池分析

本交易入池资产的借款人全部为中国公民或永久居民，且在初始起算日时至少为年满 18 周岁的自然人。本交易涉及 70916 笔个人汽车抵押贷款，截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 400000.00 万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表 4：

表 4 资产池概况

贷款户数（户）	70914
贷款笔数（笔）	70916
合同金额（万元）	532953.07
未偿本金余额（万元）	400000.00
单笔最大合同金额（万元）	50.00
单笔平均合同金额（万元）	7.52
单笔最大未偿本金余额（万元）	37.14

单笔平均未偿本金余额（万元）	5.64
加权贷款执行利率（%）	5.54%
加权平均合同期限（月）	31.29
加权平均账龄（月）	7.42
加权平均剩余期限（月）	23.87
最短剩余期限（月）	7.04
最长剩余期限（月）	57.96
加权平均首付比例（%）	44.50%
借款人加权平均年龄（岁）	34.99

注：1. 加权平均指标以资产池初始起算日贷款未偿本金余额为权重计算，下同

2. 贷款账龄是指自贷款发放日至资产池初始起算日的时间区间， $\text{贷款账龄} = 12 * (\text{资产池初始起算日} - \text{贷款发放日}) / 365$ ，下同

3. 剩余期限是指自资产池初始起算日至贷款到期日的时间区间， $\text{剩余期限} = 12 * (\text{贷款到期日} - \text{资产池初始起算日}) / 365$ ，下同

4. 首付比例 = 首付金额 / 汽车购买价格，下同

5. 借款人年龄为截至初始起算日借款人的实际年龄，下同

(1) 入池贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产单笔汽车贷款平均未偿本金余额为 5.64 万元，单笔最大未偿本金余额为 37.14 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.009%，资产池分散度较高，资产池的未偿本金余额分布如表 5 所示。

表 5 入池贷款未偿本金余额分布

(单位: 万元、笔、%)

未偿本金余额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	33014	122666.92	30.67
(5, 10]	33309	218798.90	54.70
(10, 15]	3852	45435.20	11.36
(15, 20]	629	10591.10	2.65
20 以上	112	2507.88	0.63
合计	70916	400000.00	100.00

注: (,]为左开右闭区间, 例如(0, 5]表示大于0但小于等于5, 下同

(2) 入池贷款抵押物类型

本交易入池贷款所购车辆全部为新车, 并且于初始起算日抵押车辆均已在中国相关的登记机关办理完第一顺序抵押登记手续, 登记的第一顺序抵押权人为广汽汇理。

(3) 入池贷款首付比例

截至初始起算日, 本交易入池贷款加权平均首付比例为 44.50%, 首付比例主要集中在 40%至 60%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表 6。

表 6 入池贷款首付比例分布

(单位: %、笔、万元)

首付比例区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 30]	7393	52673.05	13.17
(30, 40]	14805	95063.10	23.77
(40, 50]	23605	129960.75	32.49
(50, 60]	17658	89858.16	22.46
(60, 70]	6771	30001.98	7.50
(70, 80]	611	2236.50	0.56
(80, 90]	73	206.47	0.05
合计	70916	400000.00	100.00

在其他条件相同的情况下, 一般来说, 汽车贷款的首付比例越高, 借款人违约的意愿越低。

(4) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款中的合同利率包括固定利率和浮动利率, 利率类型的具体分布如表 7 所示。

表 7 入池贷款利率类型

(单位: 笔、万元、%)

利率类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
固定利率	70773	399558.60	99.89
浮动利率	143	441.40	0.11
合计	70916	400000.00	100.00

(5) 入池贷款利率分布

本交易入池贷款加权平均利率为 5.54%, 最高利率为 18.64%, 最低利率为 0%³, 利率为 0%有 40108 笔, 未偿本金余额占 48.90%, 利率分布如表 8 所示。

表 8 入池贷款利率分布

(单位: %、笔、万元)

利率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	40108	195604.78	48.90
(0, 5]	2741	16913.75	4.23
(5, 10]	6904	55522.99	13.88
(10, 15]	16904	108389.89	27.10
(15, 20]	4259	23568.59	5.89
合计	70916	400000.00	100.00

(6) 入池贷款账龄分布

截至初始起算日, 本交易入池贷款加权平均账龄为 7.42 个月, 入池贷款的账龄分布见表 9。

表 9 入池贷款账龄分布

(单位: 月、笔、万元、%)

账龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	55815	332131.71	83.03
(12, 24]	12805	59974.53	14.99
(24, 36]	2084	7128.80	1.78
36 以上	212	764.96	0.19
合计	70916	400000.00	100.00

(7) 入池贷款剩余期限分布

截至初始起算日, 本交易入池贷款的加权平均剩余期限为 23.87 个月, 最长剩余期限为

³ 此处存在入池贷款利率为 0%主要系主机厂经销商部分所承担的利息不入池所致。

57.96 个月，最短剩余期限为 7.04 个月，入池贷款的剩余期限分布如表 10 所示。

表 10 入池贷款剩余期限分布
(单位: 月、笔、万元、%)

剩余期限区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 12]	7965	24838.90	6.21
(12, 24]	42705	216416.40	54.10
(24, 36]	18676	142154.98	35.54
(36, 48]	746	7031.51	1.76
(48, 60]	824	9558.22	2.39
合计	70916	400000.00	100.00

(8) 入池贷款还款方式

本交易入池贷款的还款方式全部为按月等额本息。还款方式的具体分布如表 11 所示。

表 11 入池贷款还款方式
(单位: 笔、万元、%)

利率类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
等额本息	70916	400000.00	100.00
合计	70916	400000.00	100.00

(9) 借款人年龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款借款人的平均年龄为 34.99 岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在 30 岁到 40 岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如下表 12 所示。

表 12 借款人年龄分布
(单位: 岁、笔、万元、%)

年龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	799	4329.96	1.08
(20, 30]	25799	142325.52	35.58
(30, 40]	25996	148386.66	37.10
(40, 50]	14370	82546.44	20.64
(50, 60]	3702	21125.38	5.28
(60, 70]	250	1286.05	0.32
合计	70916	400000.00	100.00

注: 1. [,] 为左闭右开区间, 例如 [18, 20] 表示大于等于 18 但小于等于 20, 下同

(10) 借款人地区分布

借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。本交易入池贷款分布在全国众多的城市，地区分布较为分散。截至初始起算日，入池贷款中占比前十大地区分布如表 13 所示。

表 13 入池贷款未偿本金余额占比前十大地区分布
(单位: 笔、万元、%)

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东	11503	64168.78	16.04
山东	5843	32480.07	8.12
河南	5510	31558.72	7.89
江苏	4763	25561.87	6.39
湖南	4073	22724.95	5.68
湖北	3756	20109.65	5.03
四川	3215	17752.04	4.44
浙江	3055	16899.57	4.22
河北	2718	14167.20	3.54
江西	2500	13907.54	3.48
合计	46936	259330.38	64.83

其中广东地区的借款人未偿本金余额占比最大, 达到 16.04%。广东省经济发展良好, 2018 年全省实现地区生产总值 (GDP) 97277.77 亿元, 比上年增长 6.8%。其中, 第一产业增加值 3831.44 亿元, 增长 4.2%, 对地区生产总值增长的贡献率为 2.5%; 第二产业增加值 40695.15 亿元, 增长 5.9%, 对地区生产总值增长的贡献率为 38.6%; 第三产业增加值 52751.18 亿元, 增长 7.8%, 对地区生产总值增长的贡献率为 58.9%。三次产业结构比重为 4.0:41.8:54.2, 第三产业所占比重比上年提高 0.6 个百分点。广东省全年地方一般公共预算收入 12102.90 亿元, 可比增长 7.9%; 其中, 税收收入 9737.33 亿元, 增长 9.8%。总体来看, 广东省经济运行总体平稳, 主要经济及财政指标稳中向好, 整体经济发展稳健。

2. 宏观经济及政策环境

目前, 全球经济复苏疲弱, 外部环境比较复杂, 我国经济下行压力持续存在, 宏观经济

系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产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。

四、定量分析

1. 现金流分析

本交易的基础资产为发起机构广汽汇理持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据广汽汇理的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出累计违约率⁴、回收率和提前还款率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

广汽汇理提供了2012年1月至2018年12月间发放的个人汽车抵押贷款回款数据，共计84个静态池。联合资信以各月发放的贷款总量为样本，通过对广汽汇理提供的历史数据的累计违约率进行分析，得出各月发放的贷款的累计违约表现如下图所示：

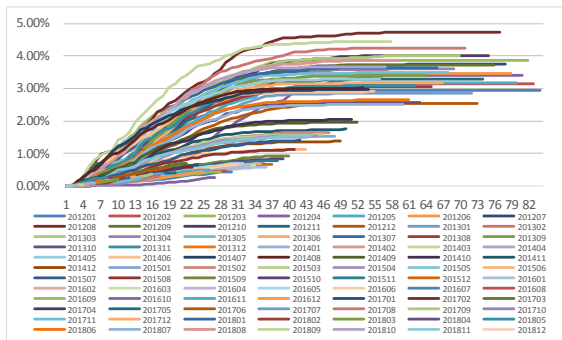


图2 静态池累计违约率（逾期30天以上）

注：“201201”指在2012年1月1日至2012年1月31日期间发放的贷款，以此类推。

累计违约率是判断基础资产表现的指标，通过对静态池数据分析计算得出，用于模拟在本交易成立后因违约而导致的资产池本金的减少。联合资信根据历史数据整理出各有效静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有有效静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分

布，从而得到静态池60个月的预期累计违约率为1.55%，考虑账龄后的预期累计违约率为1.79%。

回收率方面，联合资信根据所提供的实际回收数据计算出每个静态池资产逾期30天及以上的回收率。广汽汇理提供了2012年1月至2018年12月发放贷款的静态池历史数据，通过去除少数因贷款存续时间太短或贷款发放数量过少而未能体现回收能力的静态池样本，联合资信计算出自2012年12月至2017年11月各静态池回收率的算数平均值作为各月发放贷款的资产回收率，得出各静态池如下表所示。

表14 静态池资产回收率

静态池	回收率(%)	静态池	回收率(%)
201212	39.74	201506	31.03
201301	33.95	201507	28.04
201302	38.00	201508	32.97
201303	31.40	201509	34.89
201304	33.52	201510	35.86
201305	30.97	201511	28.94
201306	33.58	201512	33.56
201307	30.75	201601	42.67
201308	37.42	201602	37.47
201309	27.80	201603	39.41
201310	35.52	201604	25.79
201311	32.40	201605	29.28
201312	34.40	201606	25.69
201401	29.29	201607	44.40
201402	34.72	201608	37.15
201403	24.13	201609	36.97
201404	26.91	201610	37.74
201405	27.66	201611	30.35
201406	32.08	201612	34.59
201407	26.74	201701	25.15

⁴ 联合资信在汽车金融资产证券化评级项目中定义逾期30天以上的贷款为违约贷款，并以此为标准计算违约率数据。

201408	28.78	201702	27.93
201409	28.31	201703	21.53
201410	33.66	201704	25.09
201411	32.35	201705	28.51
201412	37.24	201706	32.78
201501	33.25	201707	29.29
201502	28.77	201708	23.52
201503	36.55	201709	27.49
201504	26.74	201710	33.66
201505	27.50	201711	33.30

提前还款率是衡量资产早偿情况的量化指标，通过对静态池数据分析计算得出，用于模拟在本交易成立后因借款人提前还款而导致的资产池现金流的变动。本交易优先 A1 级证券分配方式为按月付息、按计划摊还本金，优先 A2 级、优先 B 级证券分配方式为按月付息、过手摊还本金，虽然提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但是在一定程度上减少了入池资产产生的利息，因此，联合资信将提前还款率作为压力条件。根据有效静态池计算出提前还款率为 7.83%。

表 15 基准违约率、回收率、提前还款率

参数名称	参数基准值
基准累计违约率	1.79%
基准回收率	30.99%
提前还款率	7.83%

2. 现金流压力测试

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级证券是否能足额兑付。

本交易现金流主要来自于基础资产未来产生的现金流，即借款人按期偿还的贷款本金和利息。根据本期资产池的本金和利息支付等现金流入特征以及优先级证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和收入回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、优先

级证券本金、次级证券本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级证券本息偿付所带来的影响。

在假定借款人完全按照借款合同偿付本金和利息、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据本期项目的现金流入进行了计算，资产池各期的现金流入结果如图 3 所示。

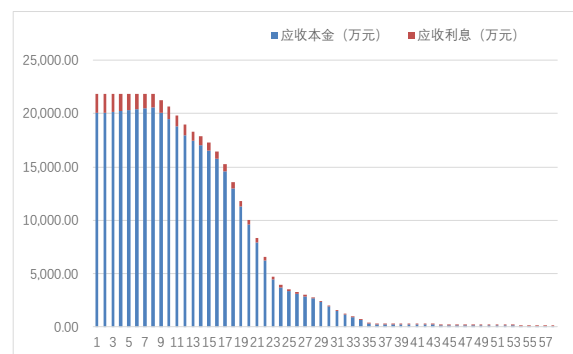


图 3 正常情况下资产池现金流入

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对累计违约率、回收率和提前还款率三个量化指标按照优先 A 级和优先 B 级证券目标评级 AAA_{sf} 的评级标准进行考量。广汽汇理已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据广汽汇理提供的历史数据进行分析，各期个人汽车贷款业务的发放规模存在一定的波动；逾期、回收情况随着业务不断的成熟逐步改善。因此，联合资信确定贷款服务机构风险系数取值为 1.00。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 16 压力测试的违约率/回收率加压结果

目标级别	AAA _{sf}		
	累计违约率	回收率	提前还款率
参数名称			
基准参数 (%)	1.79	30.99	7.83
目标评级下乘数/折损系数	5.50	0.45	5.00
过渡时间 (月)	4	0	4
资产服务机构风险系数	1.00		
加压后参数 (%)	9.87	17.05	39.17

现金流流出端压力因子设置

在现金流流出端，联合资信主要针对各项支出进行加压，得到最大压力情景。优先级证券预期利率：优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级证券的预期利率分别为 3.30%、3.70% 和 4.10%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 A1 级证券预期利率为 3.80%，优先 A1 级证券预期利率为 4.20%，优先 B 级证券预期利率为 4.60%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 17 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先 A1 级证券预期利率	3.80% (3.30%+50bps)
优先 A2 级证券预期利率	4.20% (3.70%+50bps)
优先 B 级证券预期利率	4.60% (4.10%+50bps)

税率	3.26%
参与机构报酬合计	0.55%/年
预计信托设立日	2019/6/14

总体看，联合资信根据优先级证券所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了各种压力因子，通过判断优先级证券的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

(2) 压力测试结果

AAA_{sf} 压力情景下证券测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到优先级证券在目标评级 AAA_{sf} 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

表 18 AAA_{sf} 压力情景下证券压力测试结果

(单位：万元)

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	22191.28	税费	2719.45	5264.19
		优先 A1 级利息	1266.49	1266.49
		优先 A2 级利息	6138.46	6138.46
		优先 B 级利息	2565.18	2565.18
回收款本金	370153.50	优先 A1 级本金	125000.00	125000.00
		优先 A2 级本金	205000.00	205000.00
		优先 B 级本金	33000.00	33000.00
		次级本金	37000.00	14110.47
流入合计	392344.78	流出合计	412689.58	392344.78

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先 A 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 47467.27 万元可用于兑付优先 B 级和次级证券的本息，对优先 A 级证券本金形成 14.38% 的安全距离⁵；优先 B 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 14110.47 万元可用于兑付次级证券的本息，对优先 A 级、优先 B 级证券本金形成 3.89% 的安全距离⁶。

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级证券和优先 B 级证券的信用等级均能够达到 AAA_{sf}。

⁵ 优先 A 级证券的安全距离=优先 A 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A 级证券发行规模

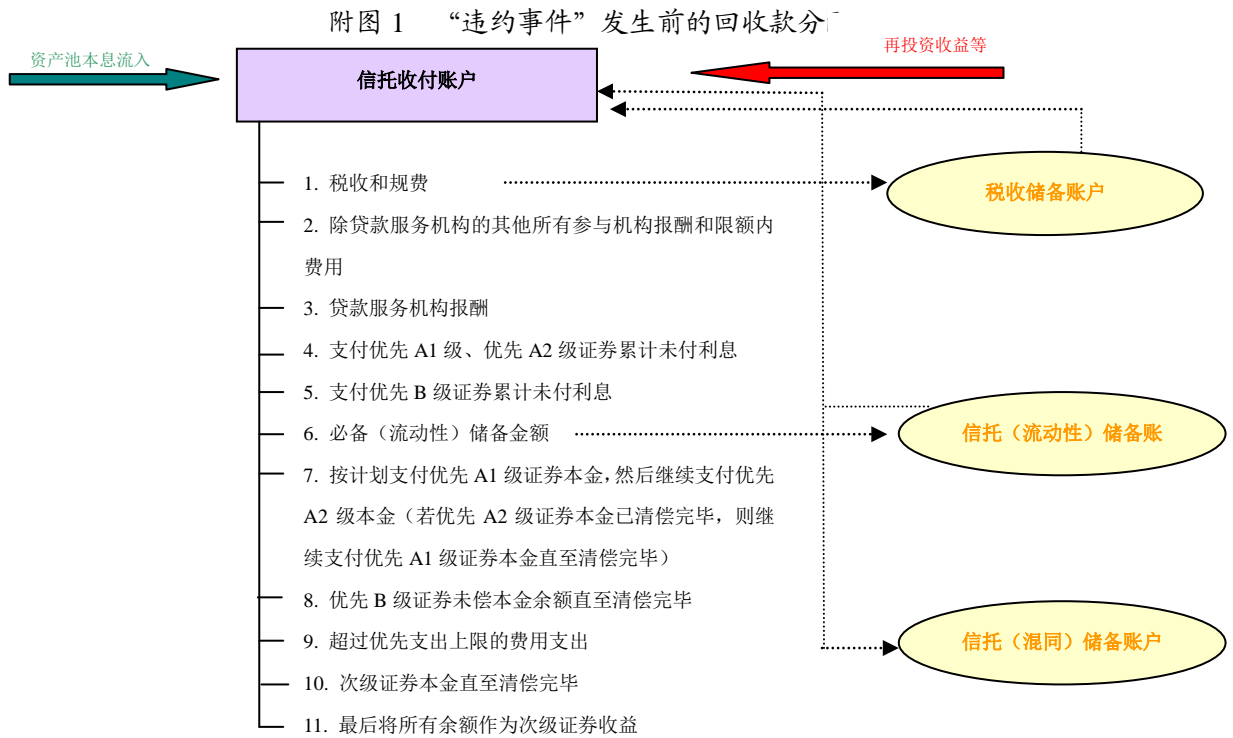
⁶ 优先 B 级证券的安全距离=优先 B 级证券本息支付完毕后剩余的

的现金/优先 A 级与优先 B 级证券发行规模之和

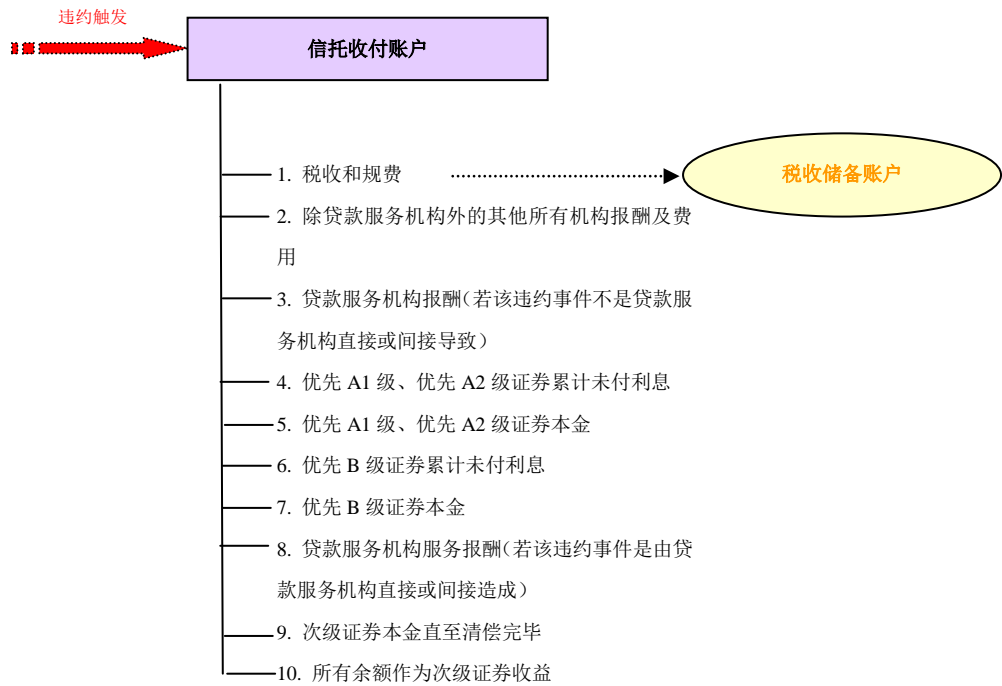
五、评级结论

联合资信通过对本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的综合考量，确定“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

附图 现金流支付机制



附图 2 “违约事件”发生后的回收款分配



附件 1 优先 A1 级资产支持证券固定还款方式

在信托期限内，在优先 A2 级资产支持证券的本金偿付完毕之前且在发生违约事件之前，优先 A1 级资产支持证券在相应的支付日按下表摊还本金，优先 A1 级资产支持证券的本金摊还计划表如下所示：

支付日	当期应摊还本金金额（万元）
2019 年 6 月 26 日	50000.00
2019 年 7 月 26 日	15000.00
2019 年 8 月 26 日	15000.00
2019 年 9 月 26 日	15000.00
2019 年 10 月 26 日	15000.00
2019 年 11 月 26 日	15000.00

附件 2 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。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_{Sf}、AA_{Sf}、A_{Sf}、BBB_{Sf}、BB_{Sf}、B_{Sf}、CCC_{Sf}、CC_{Sf}、C_{Sf}。除 AAA_{Sf} 级、CCC_{Sf} 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 _{Sf}	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{Sf}	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{Sf}	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 _{Sf}	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 _{Sf}	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 _{Sf}	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 _{Sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{Sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{Sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”优先级证券的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，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“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“汇通 2019 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。