

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《平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据信用评级报告》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

二零一九年九月二十五日



信用等级公告

联合〔2019〕1658号

联合资信评估有限公司通过对“平安国际融资租赁有限公司2019年度第一期汽融资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估,确定“平安国际融资租赁有限公司2019年度第一期汽融资产支持票据”项下优先A1级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf},优先A2级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf},优先B级资产支持票据的信用等级为AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年九月二十五日



平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据 信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先 A1 级	62000.00	55.74	55.76	AAA _{sf}
优先 A2 级	25000.00	22.48	22.48	AAA _{sf}
优先 B 级	10800.00	9.71	9.71	AA ⁺ _{sf}
次级	13400.00	12.05	12.05	NR
票据合计	111200.00	99.97	100.00	—
初始超额抵押	29.47	0.03	—	—
资产池合计	111229.47	100.00	—	—

注：1. NR 表示未予评级，下同；

2. 占比加总不等于合计系四舍五入所致，下同。

交易概览

初始起算日：2019 年 4 月 1 日 24:00
票据法定到期日：2024 年 2 月 26 日
交易类型：静态现金流型 ABN
载体形式：特殊目的信托
基础资产：指委托人向受托人转让的 111229.47 万元融资租赁债权及其附属担保权益
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、超额抵押、超额利差
委托人/发起机构：平安国际融资租赁有限公司
受托机构/发行载体管理机构：陆家嘴国际信托有限公司
资产服务机构：平安国际融资租赁有限公司
资金保管机构：平安银行股份有限公司上海自贸试验区分行
主承销商/簿记管理人：平安银行股份有限公司

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
汽车金融类资产支持证券评级方法	V3.0. 201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露。

评级时间

2019 年 9 月 25 日

分析师

马莉 董聪 李开颜

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平安国际融资租赁有限公司（以下简称“平安租赁”）依据租赁合同对承租人享有的 18054 笔融资租赁债权及其附属担保权益。发起机构提供的同类资产的历史数据表现一般（新车和二手车的 36 个月预期累计违约率分别为 6.03% 和 8.43%，平均违约回收率分别为 57.00% 和 66.99%）。但入池资产收益率较高（加权平均贷款利率为 13.34%），形成了丰厚的超额利差，加上封包期利息（超过 6 个月的利息，6900 万元左右，约占初始发行金额的 6.26%）全部入池，均为优先级票据提供了一定的信用支持。在此基础上，交易结构上优先/次级偿付安排、触发机制、超额抵押等设置为优先级资产支持票据提供了充足的信用支持。同时，需要关注的是，由于发起机构经营历史不长，提供的历史样本数据不够充分，联合资信在量化测算时通过调整压力调整系数（1.2）的方式，提高了对票据压力测试的要求，以对冲这部分不确定性。

综合上述因素，联合资信评定“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

优势

1. 本交易有明显的超额利差和封包期利息。

本交易入池融资租赁款加权平均贷款利率

为 13.34%，资产池利率水平较高，预计资产池收入与相关参与机构服务费支出及优先级票据利息支出之间将形成超额利差；另外，超过 6 个月的封包期利息（6900 万元左右，约占初始发行金额的 6.26%）全部入池，均能够为优先级票据提供一定的信用支持。

2. **优先/次级结构及初始超额抵押为优先级资产支持票据提供了足够的信用支持。**具体而言，优先 A 级资产支持票据获得 21.78% 的信用支持，优先 B 级资产支持票据获得 12.07% 的信用支持。

关注及缓释

1. 平安租赁的汽车融资租赁业务开展时间较短，其业务模式、运营效率及风险管理水平等需要进一步观察。

风险缓释：联合资信在现金流模型中通过调整压力调整系数（1.2），提高了对票据压力测试的要求，以对冲这部分不确定性。评级结果已反映了上述风险。

2. 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，测试优先级票据对借款人违约的承受能力，尽可能降低模型风险。

3. 信托一经生效，委托人对汽车融资租赁债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力，且附属于汽车融资租赁债权的抵押担保随汽车融资租赁债权的转让而同时转让，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可能不能对抗善意第三人。

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。

4. 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平安国际融资租赁有限公司和发行载体管理机构陆家嘴国际信托有限公司提供，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平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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，未因平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际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、本期资产支持票据信用评级结果的有效期为“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”项下优先级资产支持票据存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

间内的收益上限不超过10%/年。各档票据均采用过手方式并按照优先/劣后的顺序偿付本金。

表 2 资产支持票据概况 单位：万元、%

票据名称	发行规模	资产占比	票据占比	本金偿付方式	利息偿付方式	利率类型	预期到期日
优先 A1 级	62000.00	55.74	55.76	过手	按季	固定	2020/8/26
优先 A2 级	25000.00	22.48	22.48	过手	按季	固定	2021/2/26
优先 B 级	10800.00	9.71	9.71	过手	按季	固定	2021/5/26
次级	13400.00	12.05	12.05	过手	—	—	2022/2/26
票据合计	111200.00	99.97	100.00	—	—	—	—
初始超额抵押	29.47	0.03	—	—	—	—	—
资产池合计	111229.47	100.00	—	—	—	—	—

3. 基础资产

本交易入池资产涉及发起机构平安租赁向 17939 户承租人发放的 18054 笔汽车融资租赁债权。截至初始起算日，入池融资租赁债权的未偿本金余额为 111229.47 万元。

根据交易文件约定，本交易每一笔基础资产在初始起算日和信托财产交付日需要符合以下合格标准：(a)承租人为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；(b)若承租人为中国公民，在租赁合同起租时至少为年满 18 周岁且承租人的年龄与该租赁合同的剩余期限之和小于 65 年；(c)在租赁合同签署时，承租人未被列入最高人民法院公布的失信被执行人名单；(d)承租人不存在违反其在租赁合同或其他相关文件下的偿付义务(以下第(i)项标准规定的迟延履行除外)或其他主要义务的且尚未补救的行为；(e)除以保证金冲抵租赁合同项下应付租金外，承租人在租赁合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；(f)资产已经全部起租且同一租赁合同项下的资产未偿款项(包括但不限于租金、违约金及其他款项)全部入池；(g)资产的所有应付数额均以人民币为单位；(h)资产未根据出租人的标准程序予以核销；(i)承租人在租赁合同项下至少已经支付过一期租金，且承租人在租赁合同项下到期应付的金额均已按照租赁合同的约定(含 5 天宽限期，为免疑义，系指自每个收租日次日起 5 个工作日

(含第 5 个工作日))足额支付，且承租人累计迟延履行租赁合同项下到期应付的金额未超过 30 天(不含 5 天宽限期)，最长一次未超过 7 天(不含 5 天宽限期)；(j)租赁合同到期日均不晚于资产支持票据法定到期日前 24 个月；(k)对于租赁车辆生产厂商应当支付补贴手续费的，在初始起算日，补贴手续费均已一次性支付给出租人；(l)租赁合同的年利率不高于 24%；(m)资产的未偿本金余额不超过人民币 200 万元或初始起算日资产池余额的 0.2%；(n)租赁合同项下的租金支付条件均已满足，出租人已经按照合同约定向承租人履行了合同项下的义务；出卖人不存在转让租赁物所有权给出租人的抗辩事由；相关租赁物已经按照合同约定交付给承租人；(o)承租人已经支付了其应付的与资产相关的所有成本和费用，且出租人无需向承租人退还；(p)租赁合同中对融资未偿款项(包括但不限于租金、违约金及其他款项)的债权转让不存在任何限制性规定条款；(q)针对资产而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，出租人和相关的承租人之间均无尚未解决的争议；资产或租赁物件均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；资产或租赁物件均不涉及国防、军工或其他国家机密；(r)出租人真实、合法、有效拥有租赁合同项下债权，且资产上未设定抵押权、质权、其他担保物权或任何第三方权利；(s)出租人合法拥有租赁车辆的所有权；(t)租赁车辆登记证登记在

平安租赁名下或承租人已与平安租赁签订抵押合同。签订抵押合同的，需约定唯一登记的抵押权人为出租人，且租赁车辆需依照抵押合同约定及法律规定在相应的主管部门办理抵押登记手续。除此之外，租赁车辆均未设定其他抵押权、质权等担保或其他权利负担限制的；(u)在支付资产款时，相关租赁车辆已经投保，所投保险包括但不限于以承租人或出租人名义投保的但规定出租人为第一受益人或规定在赔付金额超过车价款特定比例后出租人为第一受益人的财产险(第三人责任险除外)；(v)租赁车辆依据出租人的标准评估程序和政策进行评价或估值，为避免疑义，租赁车辆为新车的，以购车发票所示价格为其评估价格；(w)出租人已根据其内部流程及制度、程序和租赁合同的约定履行并遵守了其在租赁合同项下义务，资产款项已由出租人在其日常经营中根据其标准融资租赁程序及其他与融资租赁款业务相关的政策、实践和程序所支付；(x)租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同均适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效，并构成相关承租人、担保人合法、有效和有约束力的义务；(y)中国法律、租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同均禁止或限制相关承租人在未经出租人同意时以任何方式处分租赁车辆。

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，受托人应根据约定在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户(信托账户)。信托账系指用以记录信托财产的收支情况的会计账，信托账下设立收益账、本金账和保证金账。收益账用于核算收入回收款，本金账用于核算本金回收款，保证金账用于核算保证金。收款账户系指资产服务机构开立的用于归集日常经营租金收入的人民币资金账户。

在与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件发生之前，受托人将委托平安租赁(作

为初始的资产服务机构)代为管理相应的保证金，平安租赁(作为初始的资产服务机构)无需将承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，但应按照租赁合同及交易文件的约定对保证金进行管理和运用。如发生与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件，平安租赁作为资产服务机构应在与委托人/资产服务机构相关的权利完善事件发生之后5个工作日内将其持有的承租人或第三方交付的全部保证金转付至信托账户，并向受托人出具一份《保证金明细表》，就每一笔资产对应的保证金的情况向受托人进行必要的说明或提供相应的证明，由受托人指令资金保管机构记入保证金账。

在每个回收款转付日¹下午四点(16:00)前，资产服务机构应将扣除执行费用后的前一个回收款转付期间的全部回收款转入信托账户；具体而言，当资产服务机构的主体长期信用等级高于或等于AA⁺时，回收款按季转付，回收款转付日为每个支付日²前的第10个工作日；当资产服务机构的主体长期信用等级不低于AA级但低于AA⁺级时，回收款转付日为每个月结束后的第1个工作日和每个支付日前的第10个工作日中孰早的一个工作日；当资产服务机构的主体长期信用等级低于AA级时，回收款转付日为资产服务机构收到每笔回收款后的第1个工作日。

资金保管机构应按照交易文件约定于每个资产服务机构报告日当日根据资产服务机构的资金汇划附言或相关通知，将信托账户收到的回收款分别记入收益账和本金账。

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”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：(a)在任一支付日前的

¹ 回收款转付日：系指资产服务机构将回收款转付到信托账户之日。

² 支付日：系指每年2月、5月、8月和11月的第26日。如果该日不是工作日，则顺延至该日后的第1个工作日。其中首个支付日为2019年11月26日。

信托利益核算日信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的支付日应付的优先级资产支持票据的收益;或 (b)在任一预期到期日的前一个信托利益核算日信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的预期到期日优先级资产支持票据的未偿本金余额;(c)受托人未能在法定到期日后 10 个工作日内(或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内)对当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据偿还本金的;或(d)交易文件的相关方(委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构)的主要相关义务未能履行或实现,导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响,该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善,资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成“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)发生任何资产服务机构解任事件;(c)资产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)在信托期限内,某一收款期间结束时的累计违约率超过 5%。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下:(e)委托人或资产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人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救;(f)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;(g)发生对资产服务机构、委托人、受托人或者资产(如有)有重大不利影响的事件。

发生以上(a)项至(d)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时,加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(e)项至(g)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时,受托人应通知所有的资产支持票据持有人。资产支持票据持有人会议决议宣布发生

加速清偿事件的,受托人应向资产服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知,宣布加速清偿事件已经发生。

(2) 回收款分配

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,信托账户项下资金区分为收益账项下资金、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,收益账项下资金按顺序分配税收、支付发行登记服务费、办理资产的应收账款转让等级的费用及受托人垫付费用、同顺序按比例支付其他参与机构服务报酬、限额内可报销的费用及垫付费用、同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级票据利息、支付优先 B 级票据利息、本金账累计转移额和违约额补足、优先支出上限外的可报销费用、次级票据不超过 5%的当期期间收益,剩余资金转入本金账;若前述支付过程中发生加速清偿事件,则收益账下资金在支付完优先 B 级票据利息之后,直接将剩余资金转入本金账。

本金账项下资金首先转入收益账项下一定数额资金,以确保收益账项下资金可以足额支付优先 B 级票据利息及之前的分配需要;之后在发生加速清偿事件前,按顺序分配优先 A1 级票据本金和优先 A2 级票据本金;如发生加速清偿事件后,则同顺序按比例支付优先 A1 和优先 A2 级票据本金;之后支付优先 B 级票据本金、次级票据本金、次级票据收益上限内的未偿收益,剩余资金全部作为资产服务机构超额服务报酬。“违约事件”发生前的回收款分配详见附图 1。

“违约事件”发生后,信托账户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,并用于顺序分配税收、支付发行登记服务费、办理资产的应收账款转让等级的费用及受托人垫付费用、同顺序按比例支付其他参与机构服务报酬、限额内可报销的费用及垫付费用、同顺序按比例支付优先 A1 级和优先 A2 级票据利息、同顺序按比例支付优

先 A1 级和优先 A2 级票据本金、支付优先 B 级票据利息、优先 B 级票据本金、次级票据本金、次级票据收益上限内的未偿收益，剩余资金全

部作为资产服务机构超额服务报酬。“违约事件”发生后的回收款分配详见附图 2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易通过优先/次级结构、超额抵押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/次级结构及超额抵押

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A1 级、优先 A2 级、优先 B 级和次级票据。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，劣后受偿的分档票据为优先级较高的分档票据提供信用损失保护。此外，本交易设置了一定的初始超额抵押，超额抵押水平相当于初始起算日资产池未偿本金余额的 0.03%。具体而言，优先 A 级票据获得 21.78% 的信用支持，优先 B 级票据获得 12.07% 的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了两类触发机制：“违约事件”和“加速清偿事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。具体而言，如果发生“加速清偿事件”，但未发生“违约事件”时，收益账项下资金在分配完优先 B 级票据利息后将不再进行后续分配，而是将收益账项下剩余资金全部转入本金账用于本金账分配；当发生“违约事件”后，将不再区分收益账和本金账，而将信托账户项下资金归并用于本交易兑付（回收款分配顺序详见附图 1 和附图 2）。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，并提供了一定的信用支持。

(3) 超额利差

本交易资产池租赁款组合的加权平均贷款利率为 13.34%，利率水平较高，预计资产池收入和参与机构服务费支出以及优先级票据利息支出之间存在一定的超额利差；另外，超

过 6 个月的封包期利息（6900 万元左右，约占初始发行金额的 6.26%）全部入池，均能够为优先级票据提供一定的信用支持。

2. 交易结构风险分析

(1) 抵销风险

抵销风险是指入池汽车融资租赁贷款的承租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。

本交易约定，如果承租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资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款。上述安排将承租人行使抵销权的风险转化为发起机构平安租赁的违约风险。平安租赁具有较好的经营管理、风险控制水平以及稳健的财务状况，因其发生违约而引起的抵消风险较低。

(2) 混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，贷款组合的本息回收与资产服务机构的其它资金混同，导致信托财产资金不确定而引发的风险。

本交易以回收款的划转机制来缓释资产服务机构的混同风险。作为资产服务机构，平安租赁具有较好的经营管理、风险控制水平以及稳健的财务状况，能够较有效缓释混同风险。

(3) 流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级票据利息兑付之间的错配。本交易未设置内部流动性储备账户和外部流动性支持机制，主要通过本金账对收益账的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建压力情景对流动性风险进行分析后，联合资信认为，本金账对收益账有关支出

的差额补足能有效缓释资产池现金流入同优先级票据利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

承租人提前退租有助于基础资产的提前偿还，保证优先级票据本金的偿付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的保障程度。另外，延迟偿还租金会改变当期的基础资产现金流，这将使基础资产每期现金流与预计情况不同，从而产生流动性风险。

根据承租人与平安租赁签署的租赁合同，自起租日起 6 个月内承租人不得中止或终止对租赁物的租赁，并不得以任何理由提出变更租赁合同的要求。6 个月后，如果承租人要求提前结束租赁合同的，则承租人应提前 1 个月书面通知平安租赁，并征得平安租赁的书面同意。承租人应于提前终止日前将提前终止款支付至平安租赁帐户，提前结束款包括：(a)至提前终止日应付而未付的全部租金；(b)提前结束日后全部剩余租赁本金；(c)提前结束日后全部剩余利息的 20%；(d)留购价款；(e)可能产生的违约金。从合同角度看，承租人提前偿还的意愿受到一定的约束和限制，且提前偿还会有 20% 剩余租期利息的流入，一定程度上有助于缓解现金流流动性风险。此外，联合资信在量化测算中考虑了提前还款带来的影响。

入池汽车融资租赁贷款承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。本交易中，按承租人与平安租赁签署的租赁合同约定，若承租人未按照约定按时支付租金，则每逾期 1 日，需按延迟付款金额的 0.08% 的标准支付违约金。此外，本交易安排了本金账对收益账的补偿机制以缓释这一风险。联合资信在现金流分析时，通过对资产池违约率加压并进行了测试，评级结果已经反映了拖欠风险。

（5）物权风险

本交易中，委托人在向受托人转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给受托人。但委托人与受托人未办理抵押权变更登记，因而存在不能对抗善意第三人的风险，这将使信

托面临一定的法律风险。

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。

（6）尾端风险

随着贷款的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，承租人同质性进一步增加，尾端存在异常违约的可能性。

本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)基础资产的未偿本金余额总和在回购起算日”零点（0:00）降至初始起算日资产池余额的 10% 或以下；并且(b)截至回购起算日零时（00:00）剩余基础资产的市场价值不少于以下 A 与 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票据的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级资产支持票据的利息总额加上信托应承担的税收、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零点（0:00）次级资产支持票据的未偿本金余额减去累计净损失（特指回购起算日所在收款期间前一个收款期间期末的累计净损失）的差值。

清仓回购安排是发起机构平安租赁于既定条件下按照公允的市场价值回购资产的选择权。该安排并未对本交易提供任何结构性信用提升，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

在本交易的各个偿付期内，信托账户和监管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，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资系指以银行存款方式存放于资金保管机构、或购买银行理财产品、或投

资于货币市场基金等稳健性投资产品。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托账户中的资金根据交易文件的约定进行现金流分配之前到期，且不必就提前提取支付任何罚款或违约金等。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

(1) 发起机构/资产服务机构

本交易的发起机构/资产服务机构为平安租赁。平安租赁于 2012 年 9 月注册成立，是由中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）及其全资子公司中国平安保险海外（控股）有限公司（以下简称“平安海外”）共同投资成立的中外合资有限责任公司。截至 2018 年末，平安租赁实收资本 122.52 亿元，其中平安集团持有平安租赁 67.93% 的股权，平安海外持有平安租赁 32.07% 的股权，平安集团为平安租赁实际唯一控制人。

平安集团是国内金融控股公司之一，业务涵盖金融业各领域，已发展成能为客户同时提供保险、银行及投资等全方位金融产品和服务的金融企业之一。平安租赁作为平安集团直接及间接持股 100% 的全资子公司，依托平安集团品牌、客户、网络和技术优势，业务实现快速发展。平安租赁经营范围包括融资租赁业务、租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保、兼营与主营业务相关的商业保理业务。

平安租赁持续建立和修订风险管理相关制度办法，逐步完善全面风险管理组织架构和工作机制，整体风险控制能力较强。平安租赁在综合考虑债务人行业类别、财务状况、信用水平、授信额度和等因素的基础上，制定系统的授信政策体系指导业务的开展，同时在背景调查、项目评审以及租后管理等业务流程中，积极防范和控制各类风险。整体看，平安租赁资产质量良好。

截至 2018 年末，平安租赁资产总额 2347.41

亿元，负债总额 2055.01 亿元，所有者权益 292.40 亿元。2018 年实现营业收入 151.48 亿元，净利润 32.16 亿元。2018 年平安租赁经营活动净现金流净额为 -222.31 亿元。

截至 2019 年 3 月末，平安租赁资产总额 2432.83 亿元，负债总额 2121.76 亿元，所有者权益 311.06 亿元。2019 年 1~3 月实现营业收入 43.39 亿元，净利润 9.67 亿元。2019 年 1~3 月平安租赁经营活动净现金流净额为 8.61 亿元。

总体看，平安租赁作为平安集团全资子公司，依托平安集团品牌、客户、网络和技术优势，业务实现快速发展；平安租赁建立了较为完善的风险控制体系，资产质量良好；平安租赁资金来源广泛，外部融资期限以中长期为主，租赁业务资产负债期限错配风险较小；公司盈利水平较好。但是平安租赁业务存在一定行业风险，宏观经济增速放缓、经济结构调整以及监管政策调整等因素对融资租赁公司的业务发展、资产质量可能带来不利影响。

平安租赁作为本交易的发起机构和资产服务机构之一，其治理规范、财务状况良好、风控能力强，主体长期信用等级极高。联合资信认为平安租赁作为资产服务机构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平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）上海自贸试验区分行。平安银行的前身是深圳发展银行，深圳发展银行成立于 1987 年 12 月，系原深圳经济特区内六家农村信用社改组设立的股份有限公司。该行于 1991 年 4 月在深圳证券交易所上市，是中国第一家面向社会公众公开发行股票并上市的商业银行。截止 2018 年末，平安银行股本总额 171.70 亿股，其中第一大股东为中国平安保险（集团）股份有限公司。

截至 2018 年末，平安银行资产总额 34185.92 亿元，其中贷款和垫款净额 19497.57 亿元；客户存款 21491.42 亿元；不良贷款率 1.75%；拨备覆盖比率 155.24%；按照《商业银

行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 11.50%，一级资本充足率 9.39%，核心一级资本充足率 8.54%。2018 年全年，平安银行实现营业收入 1167.16 亿元，净利润 248.18 亿元。

近年来，平安银行建立集中、垂直、独立的全面风险管理架构，建成“派驻制风险管理、矩阵式双线汇报”的风险管理模式，总行风险管理委员会统筹各层级风险管理工作，总行风险管理部、公司授信审批部、零售信贷管理部、资产监控部等专业部门负责全行信用风险管理工作，并由总行风险管理委员会向各分行/事业部派驻主管风险副行长/风险总监，负责所在单位的信用风险管理工作。

考虑到平安银行稳健的经营状况、完善的风险管控机制，联合资信认为本交易中资金保管机构的尽职能力极强、操作和履约风险极低。

（3）受托机构/发行载体管理机构

本交易的受托机构/发行载体管理机构是陆家嘴信托。陆家嘴信托是上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发”）控股的信托机构。陆家嘴信托前身为 2003 年 10 月 15 日经中国银监会批准成立的青岛海协信托投资有限公司，后经过多次重组和增资，截至 2018 年末，公司注册资本为 40.00 亿元。陆家嘴信托的控股股东为陆金发，持股比例为 71.61%。

陆家嘴信托法人治理结构完善，董事会下设风险管理委员会、审计委员会、战略发展委员会、信托委员会、提名与薪酬委员会五个专业委员会；经营层面下设多个信托业务部门及财富管理中心，并设立有风险控制部、法律合规部、稽核部、战略发展部、业务管理部等职能部门。公司重视风险管理，通过建立健全各项规章制度，制定清晰的岗位职责，设置专职

的风险管理部门，将现代风险管理技术与传统风险管理方法相结合，对可能产生的风险及时做出反应。公司建立以事前防范为主、事中控制及事后监督并举的全面风险管理体系，

切实开展各项工作，及时防范、化解风险，保障公司持续、稳健、规范、健康地运行。

截至 2018 年末，陆家嘴信托合并总资产 90.62 亿元，所有者权益 48.78 亿元。2018 年，陆家嘴信托实现营业收入 11.37 亿元，净利润 4.41 亿元。

总体来看，陆家嘴信托拥有一定的财务实力以及比较健全的风险内控制度，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. 法律要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构系有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，具备相关法律、法规和规范性文件规定的担任本项目发起机构的资质和权限；发行文件已按照相关法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署和交付，在交易文件各方生效并具有约束力；本项目中介机构均具备相关法律、法规和规范性文件要求的相关资质，与发起机构均不存在关联关系；资产及其运营符合法律法规及国家相关产业政策，真实有效、权属明确，不存在任何抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形，其形成与取得符合法律法规的要求，不存在法定或约定的禁止、限制转让的情形；本项目交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排，并制定了自信托生效之日起符合相关法律、法规和规范性文件要求的管理机制，在本项目各参与方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，可以对资产产生的现金流进行有效控制；本项目安排的信用增进方式符合相关法律、法规和规范性文件的规定，合法有效；本项目募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。

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汽车融资租赁业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池汽车融资租赁贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池融资租赁款的违约率和回收率与融资租赁款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池融资租赁款资产质量、承租人信用质量、抵押物价值等。

1. 资产池分析

本交易涉及 18054 笔汽车融资租赁贷款，截至初始起算日，入池汽车融资租赁贷款的未偿本金余额为 111229.47 万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表 5：

表 5 资产池概况

汽车融资租赁户数（户）	17939
汽车融资租赁笔数（笔）	18054
合同金额（万元）	125317.39
未偿本金余额（万元）	111229.47
单笔汽车融资租赁最高合同金额（万元）	70.30
单笔汽车融资租赁平均合同金额（万元）	6.94
单笔汽车融资租赁最高未偿本金余额（万元）	63.76
单笔汽车融资租赁平均未偿本金余额（万元）	6.16
加权平均合同利率（%）	13.34
入池汽车融资租赁加权平均合同期限（期）	34.87
入池汽车融资租赁加权平均账龄（月）	4.97
入池汽车融资租赁加权平均剩余期限（月）	29.90
单笔汽车融资租赁最短剩余期限（月）	6.15
单笔汽车融资租赁最长剩余期限（月）	31.99

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. 单笔贷款合同期限是指自贷款发放日至贷款到期日的时间区间，贷款合同期限=12*（贷款到期日-贷款发放日）/365，下同；

3. 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，贷款账龄=12*（资产池初始起算日-贷款发放日）/365，下同；

4. 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，剩余期限=12*（贷款到期日-资产池初始起算日）/365，下同。

（1）入池融资租赁贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产单笔融资租赁贷款平均未偿本金余额为 6.16 万元，单笔最大未偿本金余额为 63.76 万元，占初始资产池全

部未偿本金余额的 0.06%，资产池分散性良好，资产池的未偿本金余额分布如表 6 所示。

表 6 入池融资租赁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]	7024	26292.27	23.64
(5, 10]	9800	68988.76	62.02
(10, 15]	1008	11523.20	10.36
15 以上	222	4425.24	3.98
合 计	18054	111229.47	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）入池融资租赁汽车类型及价值分布

本交易入池融资租赁汽车均为乘用车，并分为新车和二手车，未偿本金余额占比分别为 47.21%和 52.79%。从平安汽车租赁零售融资租赁业务的静态池数据来看，租赁物为新车的累计违约率明显比二手车的累计违约率低，联合资信将在量化分析中分别考虑新车和二手车的不同历史表现带来的影响。

本次入池资产汽车的总账面价值为 152363.23 万元，平均价值 8.44 万元。账面价值分布在 20 万元以内的汽车租赁业务共涉及 17669 笔，未偿本金余额为 104911.22 万元，未偿本金余额占比达到 94.32%。入池资产汽车账面价值分布如表 7 所示。

表 7 入池融资租赁贷款汽车账面价值分布

（单位：万元、笔、%）

汽车账面价值区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	3575	11431.56	10.28
(5, 10]	9830	56067.95	50.41
(10, 15]	3641	30819.84	27.71
(15, 20]	623	6591.88	5.93
20 以上	385	6318.25	5.68
合 计	18054	111229.47	100.00

(3) 入池融资租赁贷款首付比例

截至初始起算日，本交易入池融资租赁贷款加权平均首付比例较为合理，为 25.50%，首付比例主要集中在 10%至 30%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表 8。

表 8 入池融资租赁贷款首付比例分布
(单位: %、笔、万元)

首付比例区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 10]	109	677.52	0.61
(10, 20]	9762	58694.09	52.77
(20, 30]	4782	30180.22	27.13
(30, 40]	2113	14011.89	12.60
40 以上	1288	7665.74	6.89
合 计	18054	111229.47	100.00

注: 1. [,]为左闭右开区间, 例如[0, 10]表示大于等于 0 但小于等于 10, 下同;

2. 首付比例由发起机构提供。

在其他条件相同的情况下, 一般来说, 汽车融资租赁贷款的首付比例越高, 承租人违约的意愿越低。

(4) 入池融资租赁贷款合同利率分布

本交易入池融资租赁贷款的还款方式全部为按月等额本息, 合同利率均为固定利率, 入池融资租赁贷款加权平均合同利率为 13.34%, 最高利率为 19.36%, 最低利率为 9.09%, 利率分布如表 9 所示。

表 9 入池融资租赁贷款合同利率分布
(单位: %、笔、万元)

利率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(8,10]	29	278.78	0.25
(10,12]	3793	27220.34	24.47
(12,14]	6173	40537.31	36.44
(14,16]	8037	43071.27	38.72
(16,18]	18	98.96	0.09
(18,20]	4	22.81	0.02
合 计	18054	111229.47	100.00

(5) 入池融资租赁贷款账龄分布

截至初始起算日, 本交易入池融资租赁贷款账龄均在 6 个月以内, 加权平均账龄为 4.97 个月, 最短账龄为 4.04 个月, 最长账龄为 5.92 个月。

(6) 入池融资租赁贷款剩余期限分布

截至初始起算日, 本交易入池融资租赁贷款的加权平均剩余期限为 29.90 个月, 最长剩余期限为 31.99 个月, 最短剩余期限为 6.15 个月, 入池融资租赁贷款的剩余期限分布如表 10 所示。

表 10 入池融资租赁贷款剩余期限分布
(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]	132	457.30	0.41
(12, 24]	1885	9861.42	8.87
(24, 36]	16037	100910.75	90.72
合 计	18054	111229.47	100.00

(7) 承租人年龄分布

截至初始起算日, 本交易入池融资租赁贷款承租人的平均年龄为 34.54 岁, 未偿本金占比最大的年龄段集中在 20 岁到 40 岁之间, 基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。承租人年龄分布如下表 11 所示。

表 11 承租人年龄分布
(单位: 岁、笔、万元、%)

年龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18, 20]	96	552.17	0.50
(20, 30]	6294	37708.26	33.90
(30, 40]	7438	45823.99	41.20
(40, 50]	3326	21215.78	19.07
50 以上	900	5929.28	5.33
合 计	18054	111229.47	100.00

注: 借款人年龄为初始起算日借款人的实际年龄, 下同。

(8) 承租人地区分布

承租人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响承租人偿债能力的重要因素。本交易

入池融资租赁贷款占比最大的地区为广东省，共 7716 笔，未偿本金余额 46681.94 万元，占比 41.97%。总体来看，入池资产承租人存在一定的地区集中风险。截至初始起算日，入池融资租赁贷款中占比最大的十个地区如表 12 所示。

表 12 入池融资租赁贷款未偿本金余额占比最大的十个地区分布
(单位：笔、万元、%)

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东省	7716	46681.94	41.97
广西壮族自治区	2281	12843.22	11.55
河北省	999	6944.68	6.24
云南省	1081	6508.42	5.85
河南省	956	6259.56	5.63
贵州省	711	4280.51	3.85
湖南省	675	4065.64	3.66
陕西省	341	2448.82	2.20
江苏省	369	2395.98	2.15
安徽省	331	2362.15	2.12
合计	15460	94790.92	85.22

承租人未偿本金余额占比最大的地区为广东省，占比 41.97%。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%。2018 年，广东人均地区生产总值达到 86412 元。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. 宏观经济及外部环境

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分析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. 基准参数的确定

本交易的基础资产为平安租赁向承租人发放的新车和二手车融资租赁资产。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据平安租赁新车和二手车融资租赁产品的历史表现，共提取 28 个静态池数据，分别计算出平安租赁新车和二手车基准累计违约率、基准回收率、基准累计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。

基准累计违约率

平安租赁分别提供了于 2016 年 9 月~2018 年 12 月新增的所有新车和二手车资产的静态池历史数据，共计 28 个静态池。因 2016 年 9

月~2016 年 10 月、2017 年 2 月~4 月新增新车合同数量很少，不具有统计价值；2018 年 8 月~12 月新增新车资产时间太短，数据表现不充分，联合资信在测算时未使用。因 2016 年 9 月~2017 年 4 月新增二手车合同数量很少，不具有统计价值；2018 年 8 月~12 月新增二手车资产时间太短，数据表现不充分，联合资信在测算时未使用。本次测算共分别使用了 18 个新车和 15 个二手车静态池数据。

联合资信认定违约的标准为逾期 30 天以上。根据可用静态池，联合资信计算出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

票据存续期的资产池预期累计违约率。因平安租赁开展业务时间不长，可用静态池数据违约率的时间跨度不足覆盖整个交易的时间长度，联合资信结合平安租赁提供的新车、二手车静态池数据得到新车 24 个月的预期累计违约率和二手车 19 个月的预期累计违约率，然后根据汽车租赁/金融行业的平均违约增量分布外推得到资产池新车和二手车 36 个月的预期累计违约率分别为 6.03%和 8.43%。

平安租赁新车和二手车融资租赁产品历史表现方面，联合资信分别整理了 18 个新车和 15 个二手车静态池的数据，分别计算了 30 天以上的逾期率来进行观察。平安租赁新车和二手车融资租赁产品静态池在后续月份的 30 天以上累计逾期率表现如下图所示。

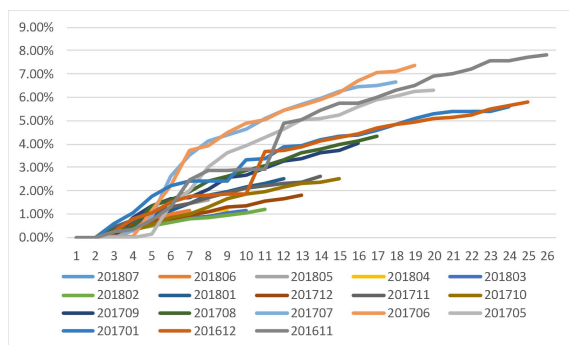


图2 新车静态池累计违约率（逾期30天以上）
注：“201611”指在2016年11月1日至2016年11月30日期间发放的贷款，以此类推。

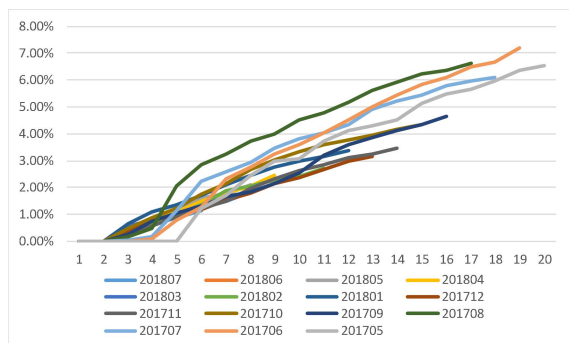


图3 二手车静态池累计违约率（逾期30天以上）

基准回收率

联合资信分别使用了 12 个新车静态池和 10 个二手车静态池计算资产池新车和二手车的基准回收率。联合资信根据“每个静态池资产

回收率=(累计逾期 30 天以上金额-最后一个报告月份累计逾期 180 天以上金额)/累计逾期 30 天以上金额”公式计算出每个静态池新车和二手车逾期资产的回收率。通过分别计算 12 个新车静态池和 10 个二手车静态池的回收率的算术平均值，联合资信确定资产池新车和二手车的基准回收率分别为 57.00%和 66.99%。

表 13 新车静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
201611	46.31	201708	49.93
201612	49.07	201709	55.92
201701	61.92	201710	74.87
201705	29.24	201711	64.84
201706	28.21	201712	87.89
201707	42.54	201801	93.24
平均回收率		57.00	

表 14 二手车静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
201705	43.72	201710	65.16
201706	48.02	201711	79.30
201707	48.01	201712	83.06
201708	47.23	201801	87.33
201709	71.25	201802	96.82
平均回收率		66.99	

基准累计提前还款率

虽然提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但是会减少入池资产产生的收益，一定程度上影响到超额利差的保障程度。联合资信使用了与计算基准累计违约率相同的静态池，根据每月早偿的金额的历史数据，计算出新车和二手车预期累计提前还款率³分别为 6.36%和 8.42%。

联合资信在压力测试中使用的基准累计违约率/回收率/累计提前还款率如下表。

表 15 基准违约率/回收率

参数名称	参数基准值	
	新车	二手车

³ 累计提前还款率是根据静态池计算出每月早偿金额占当月新增贷款金额比例的累计值。

基准累计违约率	6.03%	8.43%
基准回收率	57.00%	66.99%
累计提前还款率	6.36%	8.42%

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票据是否能足额兑付。

本交易现金流主要来自于基础资产未来产生的现金流，即承租人按期偿还的租赁本金和利息。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票据的本息、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、各档优先级票据利息、各档优先级票据本金、次级票据本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时间点变化，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票据本息偿付所带来的影响。

在假定承租人完全按照租赁合同偿付本金和利息、无违约、无拖欠的基础上，联合资信根据平安租赁提供的资产池进行了计算，资产池各期的现金流入结果如图 3 所示。

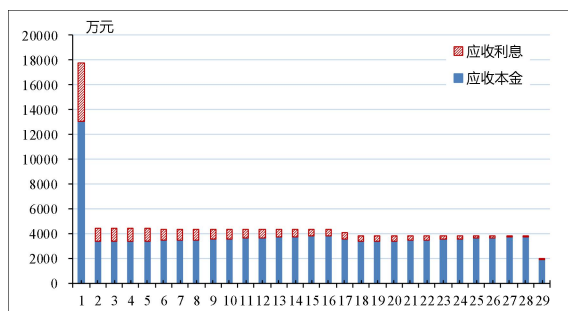


图 3 正常情况下资产池现金流入

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于累计违约率、回收率、累计提前还款率三个量化指标按照目标评级 AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf} 的压力标准进行加

压考量。联合资信通过量化测算发现，虽然提前还款会损失一定的资产池收益，但同时较高的累计提前还款率也加速了本金的偿还，抵销了压力情景下的违约金额，降低了资产池的实际违约率，提高累计提前还款率有利于量化测算的结果，未能对现金流流入构成压力。因此，联合资信在现金流流入端并未对累计提前还款率加压。

由于平安租赁开展业务时间不长，仍处于较快发展时期，历史业务数据表现不充分，随着业务规模的不断扩大，未来的产品政策仍存在一定不确定性，逾期、回收等情况值得持续关注。因此，联合资信确定压力调整系数取值为 1.2，通过这种提升压力测试标准的方式对冲上述的不确定性。现金流流入端压力参数结果如表 16 和表 17 所示：

表 16 AAA_{sf} 压力测试的加压结果

目标级别	AAA _{sf}					
参数名称	累计违约率		回收率		累计提前还款率	
	新车	二手车	新车	二手车	新车	二手车
基准参数 (%)	6.03	8.43	57.00	66.99	6.36	8.42
目标评级下乘数/折损系数	5.500		0.450		—	
过渡时间 (月)	4		0		0	
条例调整系数	1.2					
加压累计违约率/回收率 (%)	39.83	55.63	26.22	30.82	6.36	8.42

表 17 AA⁺_{sf} 压力测试的加压结果

目标级别	AA ⁺ _{sf}					
参数名称	累计违约率		回收率		累计提前还款率	
	新车	二手车	新车	二手车	新车	二手车
基准参数 (%)	6.03	8.43	57.00	66.99	6.36	8.42
目标评级下 乘数/折损系 数	4.300		0.330		—	
过渡时间 (月)	6		0		0	
条例调整系 数	1.2					
加压累计违 约率/回收率 (%)	31.14	43.49	34.43	40.46	6.36	8.42

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。优先级票据预期收益率：优先 A1 级票据、优先 A2 级票据和优先 B 级票据的预期收益率分别为 4.50%、5.00% 和 6.00%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 A1 级票据的预期收益率为 5.00%、优先 A2 级票据的预期收益率为 5.50%，优先 B 级票据预期收益率为 6.50%。次级票据不设期间收益。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 18 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先 A1 级票据预期利率	5.00% (4.50%+50bps)
优先 A2 级票据预期利率	5.50% (5.00%+50bps)
优先 B 级票据预期利率	6.50% (6.00%+50bps)
税率	3.28%

受托机构报酬	0.03%
资金保管机构报酬	0.02%
发行登记费	0.01%
兑付服务费	0.005%
簿记建档费	0.007%
预计信托设立日	2019/10/15

总体看，联合资信根据优先级票据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，通过判断优先级票据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} 压力情景下票据测试结果

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

表 19 AAA_{sf} 压力情景下票据压力测试结果

(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	15322.09	税费	674.70	674.70
		优先 A1 级票据利息	1537.77	1537.77
		优先 A2 级票据利息	1181.04	1181.04
		优先 B 级票据利息	1545.07	1545.07
		次级票据利息	1418.93	77.10
回收款本金	83208.16	优先 A1 级票据本金	62000.00	62000.00
		优先 A2 级票据本金	25000.00	25000.00
		优先 B 级票据本金	10800.00	6514.57
		次级票据本金	13400.00	0.00
流入合计	98530.25	流出合计	117557.52	98530.25

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先 A1 级和优先 A2 级票据可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 6926.82 万元（其中 412.25 万元用于兑付优先 B 级票据利息，6514.57 万元用于兑付优先 B 级票据本金）可用于兑付优先 B 级票据的利息和本金，对优先 A 级票据本金形成 7.96% 的安全距离（优先 A 级票据的安全距离=优先 A 级票据本息支付完毕后剩余的现

金/优先 A 级票据发行规模）。优先 B 级票据无法通过 AAA_{sf} 情景的压力测试。

AA⁺_{sf} 压力情景下票据测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到各档优先级票据在目标评级 AA⁺_{sf} 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

表 20 AA⁺_{sf} 压力情景下票据压力测试结果

(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	16306.41	税费	707.32	707.32
		优先 A1 级票据利息	1467.70	1467.70
		优先 A2 级票据利息	1122.60	1122.60
		优先 B 级票据利息	1175.82	1175.82
		次级票据利息	1400.74	77.10
回收款本金	91859.35	优先 A1 级票据本金	62000.00	62000.00
		优先 A2 级票据本金	25000.00	25000.00
		优先 B 级票据本金	10800.00	10800.00
		次级票据本金	13400.00	5815.23
流入合计	108165.76	流出合计	117074.18	108165.76

从 AA⁺_{sf} 压力情景下的测试结果得出, 优先 A1 级、优先 A2 级和优先 B 级票据可偿还完所有本息, 同时交易账户中尚余 5815.23 万元可用于兑付次级票据的本金, 对优先 B 级票据本金形成 5.95% 的安全距离 (优先 B 级票据的安全距离=优先 B 级票据本息支付完毕后剩余的现金/优先 A 级和优先 B 级票据发行规模之

和)。

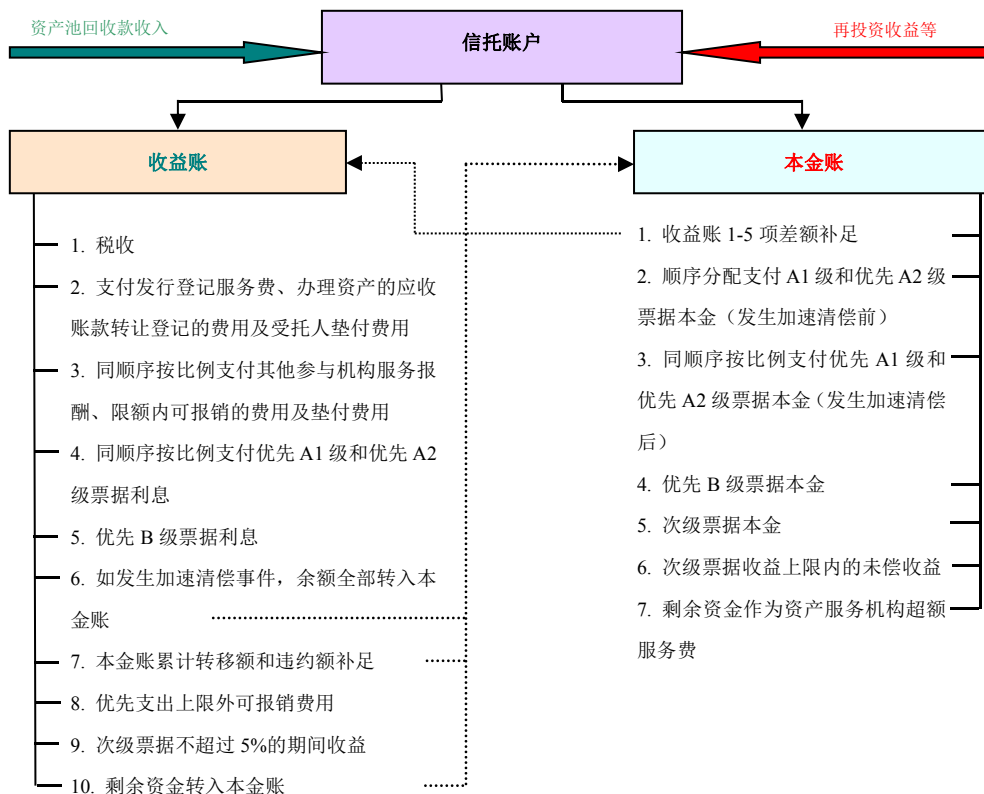
综合考虑上述因素, 联合资信最终确定“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}, 优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}, 优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

五、评级结论

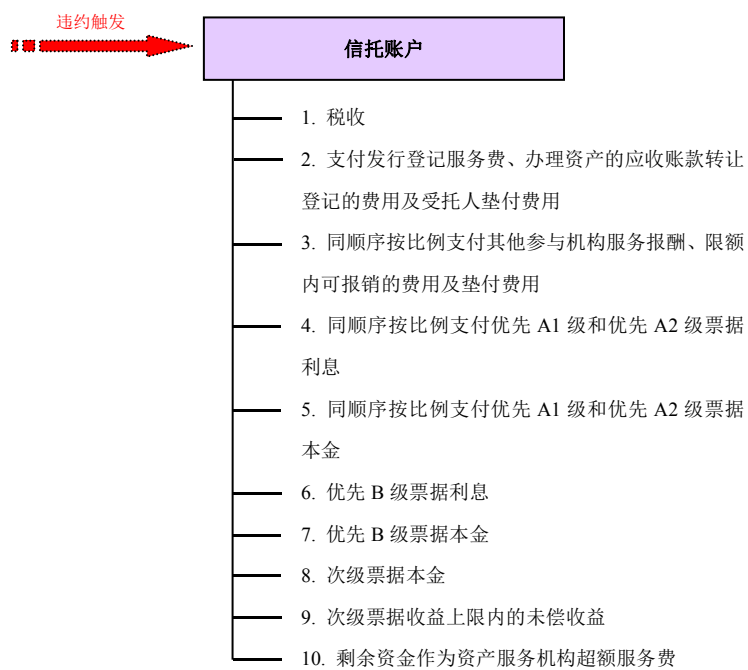
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量, 确定“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”项下优先 A1 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}, 优先 A2 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}, 优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}, 次级资产支持票据未予评级。

附图 回收款分配

附图 1 “违约事件”发生前的回收款分配



附图 2 “违约事件”发生后的回收款分配



附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据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}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	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 平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融 资产支持票据跟踪评级安排

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“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”优先级票据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。

平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际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“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”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“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际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“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”相关信息，如发现“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际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“平安国际融资租赁有限公司 2019 年度第一期汽融资产支持票据”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平安国际融资租赁有限公司/陆家嘴国际信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。