

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《招元 2015 年第二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

二零一五年五月二十八日



信用等级公告

联合[2015] 286 号

联合资信评估有限公司通过对“招元 2015 年第二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

招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券

优先 A1 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 A2 档资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 A3 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 AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十八日



招元 2015 年第二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	总量占比	利率类型	信用等级
优先 A1 档资产支持证券	50000.00	4.74	固定利率	AAA
优先 A2 档资产支持证券	450000.00	42.67	固定利率	AAA
优先 A3 档资产支持证券	366500.00	34.75	固定利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	108000.00	10.24	固定利率	AA
高收益档资产支持证券	80195.52	7.60	-	NR
合 计	1054695.52	100.00	-	-

注：NR 表示无评级。

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 1 月 1 日
 证券法定到期日：2021 年 1 月 26 日
 交易类型：静态现金流型 ABS
 载体形式：特殊目的信托
 入池资产：招商银行股份有限公司未偿本金余额为 1054695.52 万元的汽车分期以及附属担保权益
 信用提升机制：优先/次级结构和触发机制
 流动性提升机制：本金分账户和收入分账户交叉互补
 委托人/发起机构/贷款服务机构：招商银行股份有限公司
 受托人/受托机构/发行人：华润深国投信托有限公司
 资金保管机构：中国银行股份有限公司深圳分行
 主承销商：招商证券股份有限公司

报告出具日

2015 年 5 月 28 日

分析师

田兵 黄颖 王一帆

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：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信对本期交易所涉及的入池资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析、交易结构分析与现金流分析的基础上确定“招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A1 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 A2 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 A3 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 AA；高收益档资产支持证券未予评级。

上述优先 A1 档资产支持证券、优先 A2 档资产支持证券和优先 A3 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

- 1、截止 2014 年末，招商银行信用卡汽车分期独立账户的不良率较低，且资产质量良好。本期交易入池资产均为正常类汽车分期付款，资产信用质量良好。
- 2、本期交易入池资产分布超过 38 个城市，最大地区汽车分期本金余额占比为 10.63%；单个借款人未偿本金余额占比很小，最大占比仅为 0.0091%。入池资产分散性很好。
- 3、本期交易汽车分期贷款手续费费率水平很高，预计存在较高的超额利差，能够对优先档资产支持证券提供有力的信用支持。
- 4、根据招商银行汽车分期合同规定，若因招商银行以外原因导致客户提前还款，则客

户仍需支付包括剩余手续费等在内的全部款项。因此，本期交易入池贷款的提前偿还对超额利差的影响很小，早偿风险很小。

- 5、 本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先档资产支持证券提供了很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。
- 6、 本期交易的发起机构招商银行股份有限公司开展信用卡汽车分期贷款业务的流程、风险控制和信息系统比较完善，且曾成功发起招元 2008 年第一期信贷资产证券化项目、招商银行 2014 年第一期、第二期和第三期信贷资产证券化项目，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，具有很丰富的信贷资产证券化交易经验。本期交易设有贷款服务机构的浮动报酬，对招商银行提供优秀的贷款服务将有一定的激励作用。

关注及风险缓释

- 1、 本期交易基础资产的加权平均账龄为 5.61 个月，与其他汽车贷款项目相比较短，尚未度过违约率的高发期。
风险缓释：联合资信在违约率测算时考虑了账龄因素对违约概率的影响，评级结果已经反映了该风险。
- 2、 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：本期交易设计了本金分账户对收入分账户的补偿机制，能很好的缓解流动性风险；同时，基础资产的分散性较好，单户借款人的拖欠或违约对现金流的影响不大。联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，压力测试表明流动性支持缺失所导致的流动性风险较小。
- 3、 高收益档资产支持证券设有一定的期间收益，可能会在一定程度上减弱超额利差为

优先档资产支持证券提供的信用支持。

风险缓释：联合资信对优先档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经考虑了由于超额利差的信用支持水平降低而可能引发的优先档证券违约风险。

- 4、 本期交易入池资产中，78.93%的汽车分期贷款为信用类免抵押贷款，所购汽车未进行抵押登记，可能在一定程度上影响违约贷款的回收。

风险缓释：招商银行信用卡中心制定了较为完善的汽车分期贷款业务申请审核流程与管理办法，对于汽车分期免抵押资格的审核较为严格，信用类贷款客户信用质量较高，违约风险较小。且联合资信在违约率及现金流测算时考虑了免抵押对入池资产的影响，评级结果已经反映了该风险。

- 5、 本期交易部分汽车分期债权附带抵押类担保，但在信托设立时未办理抵押登记，存在不能对抗善意第三人的风险。

风险缓释：根据信托合同，对于涉及的抵押汽车分期债权，当发生权利完善事件时，如未能在约定期限内办理完毕变更登记，发起机构应将该等贷款按不合格资产予以赎回，有效缓释了法律风险。

- 6、 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国汽车贷款的历史不长，数据基础不充分，定量分析时采用的相关假设或参数估计可能存在偏差。

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、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险。

声 明

- 一、本报告中所引用的资料主要源于发起机构招商银行股份有限公司，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些信息的真实性、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、本信用评级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、本报告中的观点、结论仅供参考，并不构成对投资者的买卖或持有的建议，投资者据此做出的任何投资决策与联合资信无关。
- 六、本次信用评级结果的有效期为发行人本期发行的招元 2015 年第二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，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先档证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

1、交易结构

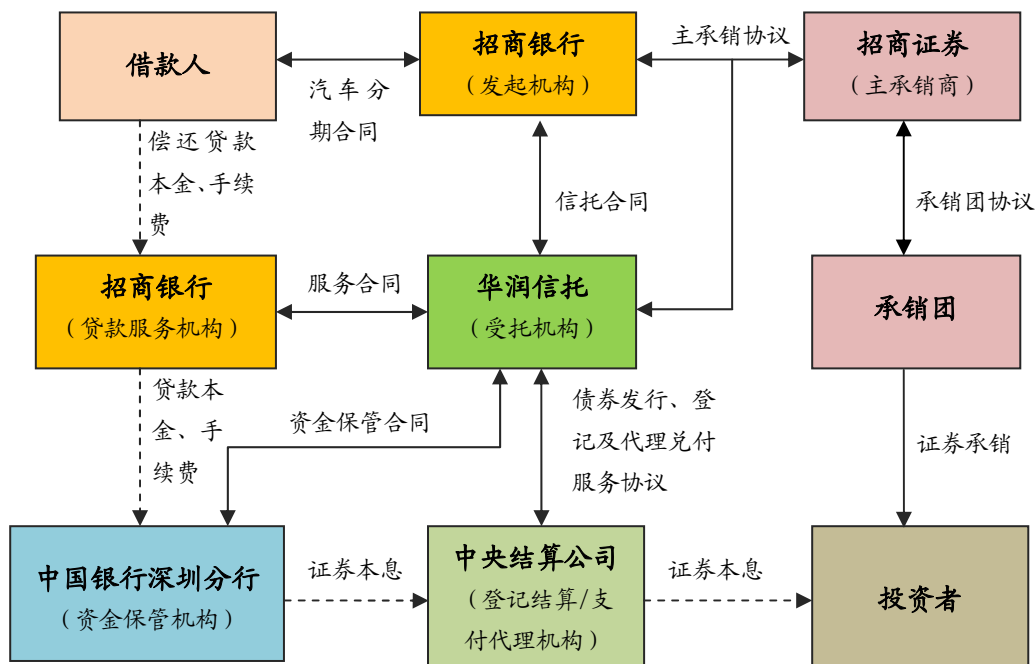
本期交易的发起机构招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期交易文件约定的合格标准的1054695.52万元个人信用卡汽车分期贷款及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）设立“招元2015年第二期信贷资产证券化信托”。华润信托以受托资产为支持在全国银行间债券市场发行优先A1档、优先A2档、优先A3档、优先B档和高收益档资产支持证券。投资者通过购买并持有该等资产支持证券取

得本信托项下相应的信托受益权。

表1 参与机构

发起机构/委托人：招商银行股份有限公司
发行人/受托人/受托机构：华润深国投信托有限公司
贷款服务机构：招商银行股份有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司深圳分行
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问/税务顾问：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（特殊普通合伙）
主承销商：招商证券股份有限公司
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A1档、优先A2档、优先A3档、优先B档和高收益档资产支持证券（以下简称“证券”），其中优先A1档、优先A2档、

优先A3档和优先B档证券属于优先档证券，享有优先级受益权；高收益档证券属于次级证券，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。

优先A1档、优先A2档、优先A3档和优先B档证券均在每月固定日期支付利息，在优先档证券全部偿付完毕之前，高收益档证券可按月取得期间收益。优先A档证券本金的偿付根据是否发生加速清偿事件有所区别，正常来说，优先A1档证券在预期到期日一次性还本，优先A2档证券在分期摊还日还本，具体日期和金额见附件1，优先A3档证券采用过手结构偿还本金。具体而言，1) 在加速清偿事件发生前，如果该信托分配日后第一个支付日尚未到优先A1档证券的预期到期日，则将下一个支付日优先A2档证券按照信托合同约定的摊还计划待摊还的本金转入信托分配（证券）账户，用以摊还优先A2档证券的本金，然后转入信托储备账户一定金额，直到信托储备账户的余额达到相应的必备储备金金额¹；如果在信托分配日后的第一个支付日，是优先A1档证券的预期到期日，则将等额于优先A1档证券的未偿本金余额的资金转入信托分配（证券）账户，用以支付优先A1档证券的本金；之后，将下一个支付日优先A2档证券按照信托合同约定的摊还计划待摊还的本金转入信托分配（证券）账户，用以摊还优先A2档证券的本金，然后转入信托储备账户一定金额，直到信托储备账户的余额达到相应的必备储备金金额；如果优先A1档证券的本金已经全部偿付完毕，则将下一个支付日优先A2档证券按照信托合同约定的摊还计划待摊还的本金转入信托分配（证券）账户，用以摊还优先A2档证券的本金，然后转入信托储备账户一定金额，直到信托储备账户的余额达

到相应的必备储备金金额；在完成上述分配之后如有剩余，再转入信托分配（证券）账户一定金额，用以偿还优先A3档证券的本金，直至所有优先A3档证券的未偿本金余额为零；在完成上述分配之后如有剩余，全部转入信托储备账户，除非必备储备金金额为零；2) 如果发生加速清偿事件，则同顺序按未偿本金余额比例支付优先A1档证券、优先A2档证券和优先A3档证券的本金，直至优先A档证券的本金全部清偿完毕。优先B档证券本金采用过手方式进行偿付。

优先档证券采用公开招标方式发行，高收益档证券采用招标方式发行，发起机构将持有5%的各档证券。优先A1档、优先A2档、优先A3档以及优先B档证券均采用固定利率，票面利率根据公开招标结果确定；高收益档证券不设票面利率，在既定条件下取得不高于2%/年的期间收益以及绝大部分的清算收益。

¹ **必备储备金金额：**系指信托储备账户中存放的储备金的必备金额。具体而言，在发生加速清偿事件或违约事件或信托终止之前，(a) 如信托分配日后的第一个支付日优先A1档资产支持证券未到期，为人民币5亿元；(b) 如信托分配日后的第一个支付日优先A1档资产支持证券已到期且优先A2档资产支持证券预计未摊还完毕，则根据累计早偿率的数值确定必备储备金金额：如累计早偿率低于7%，为人民币5000万元；如累计早偿率达到或高于7%但低于9%时，为人民币2亿元；如累计早偿率达到或高于9%，为人民币3亿元；(c) 如信托分配日后的第一个支付日优先A2档资产支持证券预计将摊还完毕，为0。发生加速清偿事件或违约事件或信托终止后，必备储备金金额为0。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A1 档	AAA	到期一次摊还	50000.00	4.74	固定利率	2015 年 9 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
优先 A2 档	AAA	计划摊还	450000.00	42.67	固定利率	2016 年 9 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
优先 A3 档	AAA	过手摊还	366500.00	34.75	固定利率	2016 年 11 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
优先 B 档	AA	过手摊还	108000.00	10.24	固定利率	2017 年 4 月 26 日	2021 年 1 月 26 日
高收益档	NR	—	80195.52	7.60	—	2019 年 1 月 26 日	2021 年 1 月 26 日

3、入池资产

本期交易的入池资产涉及发起机构招商银行向 131603 户借款人发放的 131603 笔人民币汽车分期以及附属担保权益。截至初始起算日（2015 年 1 月 1 日 0:00），入池贷款的未偿本金余额为人民币 1054695.52 万元。

根据信托合同约定，本期交易入池贷款的合格标准分为四个方面：

一是关于借款人的标准，包括（1）借款人为中国公民或永久居民，且在汽车分期合同或抵押合同（如有）签署时年满 18 周岁；（2）汽车分期发放时，借款人的年龄与该汽车分期的剩余期限之和小于 65 年；（3）在初始起算日，借款人在招商银行只有一笔汽车分期贷款。

二是关于个人汽车分期的标准，包括（4）根据贷款五级分类结果，汽车分期全部为正常类贷款；（5）招商银行已根据汽车分期合同为借款人垫付分期总金额，且同一汽车分期合同项下借款人的全部未偿债务（包括但不限于未偿本金余额、剩余手续费总额及其他一切相关利息、费用）全部入池；（6）就每一份汽车分期合同，借款人已按照约定支付购车首付款；

（7）在借款人和招商银行之间有委托扣款的授权或在汽车分期合同中有委托扣款条款；（8）汽车分期的所有应付金额均以人民币为单位；

（9）汽车分期未基于任何理由（包括但不限于借款人向经销商退车、汽车分期被认定为损失类贷款）而根据招商银行的标准程序予以核销；

（10）汽车分期合同和抵押合同（如有）合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人和抵押权人可根据其条款向借款人主张权利；（11）借款人不存在汽车分期合同项下正在进行的逾期；（12）汽车分期的到

期日均不晚于资产支持证券的法定到期日前 24 个月；（13）汽车分期项下分期总金额的发放日不晚于 2014 年 12 月 31 日，最后一笔还款的到期日不晚于 2018 年 12 月 31 日；（14）根据汽车分期合同，借款人需每月等额偿还本金和支付手续费（因四舍五入或去尾而导致的差异除外）；（15）汽车分期的初始贷款期限为 12 期（含）至 48 期（含）之间，于初始起算日 00:00 时的剩余期限不超过 48 期（含）；（16）汽车分期合同项下的分期总金额均为一次性发放，不存在分次发放的情形；（17）针对该汽车分期而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，招商银行和相关的借款人之间均无尚未解决的争议；汽车分期均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；（18）除非借款人（包括代为清偿的第三方）全部提前偿还了所有的应付款项（包括现时的和将来的），任何借款人均无权选择终止该汽车分期合同；（19）除汽车分期合同以外，招商银行和相关借款人之间关于该汽车分期不存在其他协议（关于该汽车分期的委托扣款协议除外）；（20）招商银行将全部或部分汽车分期及其附属担保权益设立信托或转让该等汽车分期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，不需要获得借款人、抵押人（如有）的同意；（21）招商银行未曾放弃其在汽车分期合同或抵押合同（如有）项下的重要权利，但放弃就提前还款收取违约金或对延迟支付收取违约金、利息、罚息、滞纳金的权利除外；（22）汽车分期没有因为避免逾期、违约而进行重组、重新确定还款计划或展期；（23）招商银行已经履行并遵守了相关的汽车分期合同和相关抵押合同（如有）的条款；（24）除法定抵销权以外，

相关借款人不对该汽车分期享有任何主张扣减或减免应付款项的权利；(25) 每份汽车分期合同的文本在所有重要方面与信托合同所列的合同范本之一相同；(26) 抵押权（如有）的初始抵押率不超过 80%。初始抵押率=分期总金额/抵押车辆价值（抵押车辆购买价格）。

三是关于抵押车辆（如有）的标准，包括（27）分期总金额发放时，抵押车辆应为借款人从汽车经销商处购买的尚未申请号牌或由借款人初次申请号牌的车辆；（28）于信托生效日，该抵押车辆已在中国相关的登记机关办理完抵押登记手续，登记的第一顺位抵押权人为招商银行；（29）在发放分期总金额时，相关抵押车辆已经根据国家或行业通用标准投保交强险或商业保险；（30）抵押车辆依据招商银行的标准评估程序和政策进行评价或估值。

四是关于发放汽车分期的标准，包括（31）该汽车分期为招商银行在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与汽车分期业务相关的政策、实践和程序所发放；（32）该汽车分期和附

属担保权益（如适用）均为遵照法律的规定而创设。

本期交易法律顾问及会计顾问对本期交易入池资产进行了抽样审查。经审查的抽样资产符合交易文件规定的合格标准。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表 3 资产池概况

未偿本金余额（万元）	1054695.52
贷款笔数（笔）	131603
单户最大未偿本金余额（万元）	95.67
借款人加权平均年龄（岁）	34.05
加权合同手续费率（%）	8.13
加权首付比率（%）	37.02
加权平均账龄（月）	5.61
最长账龄（月）	33.20
最短账龄（月）	0.20
加权平均剩余期限（月）	24.31
最长剩余期限（月）	48.07
最短剩余期限（月）	3.00

注：1、表中加权平均指标以资产池初始起算日贷款本金余额占比为权重计算。

2、首付比率由招商银行提供。

3、账龄=初始起算日-贷款发放日

4、剩余期限=借款到期日-初始起算日。

二、入池资产分析

1、资产池概况

招商银行信用卡汽车分期为消费信用卡的一项独立增值业务，满足条件的已持卡客户需要向招商银行另行申请方可办理该项业务。

本期交易的入池资产涉及发起机构招商银行 131603 笔人民币个人汽车分期贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 1054695.52 万元，依照银监会贷款五级分类标准，入池资产均为正常类贷款，资产池信用质量良好。

2、入池资产质量分析

一般情况下，入池资产的违约率和回收率与资产本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

（1）入池贷款

截至资产池初始起算日，本期交易入池贷款的单笔最大未偿本金余额为 956666.67 元，占比为 0.0091%，借款人分散性很好。

入池贷款加权平均首付比例为 37.02%，最小首付比例为 20%，最大首付比例为 86%。本期交易入池贷款的首付比例分布见表 4：

表 4 首付比例分布 单位：%/笔/万元/%

首付比率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	7913	82134.75	7.79
(30, 40]	77146	660759.22	62.65
(40, 50]	20495	154684.44	14.67
(50, 60]	19875	126814.96	12.02
(60, 70]	5395	26952.07	2.56
大于 70	779	3350.07	0.32
合 计	131603	1054695.52	100.00

注：1、[,] 为左闭右开区间，例如 [20, 30] 表示大于等于 20%

且小于等于 30%；(,]为左开右闭区间，例如(30, 40]表示大于 30%且小于等于 40%，下同。

2、由于四舍五入原因，未偿本金余额和金额占比合计可能存在微小误差。下同

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车分期的首付比例越高，借款人违约的可能性越小。本期交易入池贷款的首付比例集中分布在 30%至 40%之间，处于正常水平。

本期交易入池贷款的合同手续费费率均为固定费率，费率总体水平较高，其中手续费费率处于 10%到 15%之间的贷款未偿本金余额占比最大，达到了 60.42%，极少数贷款手续费率超过 15%。入池贷款的手续费率分布如表 5 所示。

表 5 入池贷款手续费费率分布 单位：%/笔/万元/%

手续费费率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 5]	63032	415953.17	39.44
(5, 10]	225	1138.85	0.11
(10, 15]	68335	637233.23	60.42
(15, 20]	7	215.23	0.02
(20, 25]	4	155.04	0.01
合 计	131603	1054695.52	100.00

本期交易入池贷款担保性质见表 6：

表 6 担保性质分布 单位：笔/万元/%

担保性质	笔数	未偿本金余额	金额占比
信用类	109700	832453.03	78.93
抵押类	21903	222242.49	21.07
合 计	131603	1054695.52	100.00

可以看出，与汽车金融公司汽车贷款不同，本期交易入池资产多数为信用类免抵押贷款，若借款人发生违约，可能会在一定程度上影响违约贷款的回收。

招商银行信用卡中心定了较为完善的汽车分期业务申请审核流程与管理办法，对于汽车分期免抵押资格的审核较为严格，信用类贷款客户信用质量较高，违约风险较小。联合资信在违约率及现金流测算时考虑了免抵押对入池资产的影响，评级结果已经反映了该风险。

本期交易入池贷款的加权平均剩余期限为

24.31 个月，加权平均账龄为 5.61 个月。入池贷款的账龄结构见表 7：

表 7 入池贷款账龄结构 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	71359	655706.68	62.17
(6, 12]	48337	351474.09	33.32
(12, 18]	10825	45119.28	4.28
(18, 24]	1026	1866.64	0.18
大于 24	56	528.83	0.05
合 计	131603	1054695.52	100.00

本期交易入池贷款账龄较短，根据招商银行存量汽车分期历史统计数据，汽车贷款违约集中发生在其发放后的 7~21 个月内。本期交易入池资产账龄极少超过 21 个月，因此尚未度过违约高发期。

招商银行信用卡汽车分期拖欠统计口径类似于信用卡常态业务——即一般消费业务，若持卡客户在当期账单日后的下一账单日未足额偿还当期应付款项，则从下一账单日开始计算拖欠天数。

截至初始起算日，本期交易入池贷款的历史最大拖欠天数见表 8：

表 8 入池贷款最大拖欠天数分布 单位：天/笔/万元/%

拖欠天数	笔数	未偿本金余额	金额占比
无拖欠	128820	1032875.06	97.93
(0, 30]	2732	21407.42	2.03
(30, 60]	50	411.60	0.04
(60, 90]	1	1.43	0.0001
合 计	131603	1054695.52	100.00

可以看出，初始起算日入池贷款中有过拖欠行为的借款人未偿本金余额占比为 2.07%，且拖欠时间主要集中在 1 个月以内，拖欠时间处于 60 天到 90 天之间的入池贷款占比很小，仅为 0.0001%，入池贷款的历史信用表现良好。

(2) 借款人

招商银行信用卡汽车分期客户分为信用卡常态业务存量客户与新开发信用卡客户。对于存量客户，招商银行信用卡中心根据持卡客户历史消费信用表现建立了一套完善的客户评分

系统，将持卡客户分为了信用质量不同的 3 个组，并进一步细分为 20 个等级，其中划分为第 1 组的客户信用水平最高。本期入池贷款中，已拥有该评分的客户贷款未偿本金余额占比达到 73.68%。无评分客户主要包括新开发客户与白金卡客户，其中新开发客户跟踪时间短，暂未评分；白金卡客户发卡资质要求较高，未纳入目前评分系统，其违约风险也相对较小。依照该评分标准，本期资产池的评分分布如表 9 所示：

表 9 借款人信用评分分组分布 单位：户/万元/%

信用评分分组	户数	未偿本金余额	金额占比
第 1 组	96656	777070.88	73.68
第 2 组	8473	72489.76	6.87
第 3 组	389	3003.32	0.28
无评分	26085	202131.56	19.16
合 计	131603	1054695.52	100.00

可以看出本期交易入池贷款借款人主要集中在第 1 组，入池贷款借款人的信用评分总体较高。

截至初始起算日，本期交易入池贷款借款人的加权平均年龄为 34.05 岁，基本处于个人职业发展的上升阶段，预计收入将稳定上升。借款人年龄分布如下表 10 所示：

表 10 初始起算日借款人年龄分布 单位：岁/户/万元/%

年龄	户数	未偿本金余额	金额占比
(10, 20]	136	904.98	0.09
(20, 30]	57614	404415.89	38.34
(30, 40]	52613	440423.39	41.76
(40, 50]	17045	167868.57	15.92
(50, 60]	4184	40959.46	3.88
大于 60	11	123.23	0.01
合 计	131603	1054695.52	100.00

根据招商银行信用卡系统导出信息，本期交易入池资产中，没有明确职业划分的借款人贷款余额仅占 0.20%，个体经营者占 7.27%。总体来看，入池贷款借款人职业较为分散，其分布如表 11 所示：

表 11 借款人职业分布 单位：户/万元/%

职业	户数	未偿本金余额	金额占比
建筑、制造业	53192	412835.68	39.14
贸易、商业、事务所	29686	241580.84	22.91
国家党政机关、事业单位	14832	115822.44	10.98
个体经营	7542	76687.76	7.27
教育机构	8334	63078.81	5.98
金融业	6965	57724.33	5.47
酒店、餐饮、娱乐	6944	56353.95	5.34
医疗机构	3857	28501.42	2.70
其他	251	2110.30	0.20
合 计	131603	1054695.52	100.00

注：表中职业为按招商银行职业划分口径。

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。本期交易入池贷款分布在超过 38 个城市，分布较为分散。按未偿本金余额统计，借款人所在城市占比最大的十个如表 12：

表 12 借款人所在城市占比最大的十个 单位：户/万元/%

城市	户数	未偿本金余额	金额占比
上海	13441	112103.52	10.63
北京	7171	68269.00	6.47
深圳	7818	60741.68	5.76
成都	6480	57802.14	5.48
广州	7075	55085.00	5.22
武汉	7677	54885.07	5.20
合肥	5514	42776.30	4.06
沈阳	5038	41809.88	3.96
杭州	5107	41645.62	3.95
西安	5265	40061.80	3.80
合 计	70586	575180.02	54.54

从表 12 可以看出，本期交易入池资产借款入大部分处于经济较发达的省会城市，地区经济发展水平高。

(3) 所购车辆

本期交易入池贷款所购车辆均为新车，汽车的购买价格见表 13。

表 13 汽车购买价格分布 单位：万元/笔/万元/%

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 20]	98561	765595.87	72.59
(20, 40]	27684	236001.15	22.38
(40, 60]	4146	38336.43	3.63

(60, 80]	819	8147.73	0.77
(80, 100]	299	4975.37	0.47
大于 100	94	1638.96	0.16
合 计	131603	1054695.52	100.00

从表 13 可以看出，20 万以内的汽车占据了 72.59% 的份额。考虑到该类型车辆多以家庭自用为主，借款人的违约意愿较低。

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，受托人将设立信托专用账户，记录信托财产的收支情况。本期信托账户下设立信托收款账户、信托付款账户、信托储备账户。其中信托收款账户下设收入分账户与本金分账户两个子账户，收入分账户用来接收收入回收款，本金分账户用来接收本金回收款，各子账户资金均来源于信托财产。信托付款账户下设信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户、信托分配（证券）账户子账户。税收账户用于支付信托财产应承担的税收，费用和开支账户用于支付信托的费用和开支，证券账户用于支付证券的到期本息额。在信托分配日，资金保管机构依照分配指令将信托收款账户中的回收款划入信托付款账户。

2、现金流支付机制

（1）触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：（a）回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；（b）信托财产在支付日后 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）不能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高收益档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）；（c）信托财产在法定到期日后 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）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券本金的；（d）交易文件的相关方（委托人、受托人、贷款服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券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 个自然日内未能得到补正或改善，资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。

“加速清偿事件”区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：（a）委托人发生任何丧失清偿能力事件；（b）发生任何贷款服务机构解任事件；（c）贷款服务机构未能按照交易文件的规定按时、足额付款或划转资金；（d）①根据《信托合同》、《服务合同》的约定，需要更换受托人、贷款服务机构或必须任命后备贷款服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的受托人、替代贷款服务机构或后备贷款服务机构，或②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③后备贷款服务机构被解任时，未能根据交易文件的规定任命继任者；（e）自信托生效日起一年内（含一年），某一收款期间结束时的累计

违约率超过 0.8%；或自信托生效日起满一年后（不含一年），某一收款期间结束时的累计违约率超过 1.8%；（f）在优先 A1 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日不能足额分配；（g）在优先 A2 档资产支持证券任意一个分期摊还日前第一个信托分配日不能足额分配；（h）在优先 A3 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日不能足额分配；（i）在优先 B 档资产支持证券预期到期日前第一个信托分配日不能足额分配。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：

（j）委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其在交易文件项下的任何主要义务（上述（c）项规定的义务除外），并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；（k）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；（l）发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者汽车分期、《抵押合同》项下的抵押权有重大不利影响的事件；（m）《信托合同》、《主定义表》、《服务合同》或《资金保管合同》全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

（2）信托利益分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托收款账项下资金区分为收入分账户项下资金、本金分账户项下资金，本金分账户资金和收入分账户资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，收入分账户项下资金顺序分配税费、参与机构（评级机构、法律顾问和会计/税务顾问）初始服务报酬、其他参与机构后续服务报酬（除贷款服务机构外）以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构固定报酬、优先 A 档证券利息、优先 B 档证券利息、弥补累计未补足违约的本金、参与机构超出优先支付上限的费用、高收益档证券期间收益后，余额转入本金分账户；本金分账户项下资金首先用于弥

补收入分账户税费、参与机构（评级机构、法律顾问和会计/税务顾问）初始服务报酬、其他参与机构后续服务报酬（除贷款服务机构外）以及不超过优先支出上限的费用、贷款服务机构固定报酬以及优先档证券利息缺口、优先 B 档证券利息，然后用于优先 A 档、优先 B 档以及高收益档证券本金的顺序分配，最后剩余部分用于按照约定的比例支付高收益档证券的超额收益与贷款服务机构的浮动报酬²；在发生加速清偿事件的情况下，收入分账户项下资金不再支付累计未补足违约本金及其后续支出，而是将余额转入本金分账户并用于本金分账户项下的支付。详见附图 1“违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后，信托收款账项下资金不再区分收入分账户项下资金和本金分账户项下资金，而是将二者归并，并用于顺序分配税费、参与机构（评级机构、法律顾问和会计/税务顾问）初始服务报酬、其他参与机构后续服务报酬（除贷款服务机构外）和费用、贷款服务机构固定报酬、优先 A 档证券利息和本金、优先 B 档证券利息和本金、高收益档证券本金，剩余部分用于支付高收益档证券的超额收益与贷款服务机构的浮动报酬。如果违约事件是贷款服务机构直接或间接引起的，则贷款服务机构的固定报酬劣后于优先档证券本息偿付。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 A1 档、优先 A2 档、优先 A3 档、优先 B 档和高收益档证券。资产池回收的资金以及再

² 浮动报酬指全部高收益档资产支持证券的累计收益超过 2.1 亿元至 2.2 亿元的部分的 20%；全部高收益档资产支持证券的累计收益超过 2.2 亿元部分的 30%。其余资金作为高收益档资产支持证券的收益，记入信托分配（证券）账户。

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受偿的分档证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中高收益档证券和优先 B 档证券为优先 A 档证券提供的信用支持为 17.84%，高收益档证券为优先 B 档证券提供的信用支持为 7.60%。

（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支付机制的重新安排。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加权平均手续费率为 8.13%，收益水平较高，预计手续费收入与相关参与机构服务费支出以及优先级证券利息支出之间存在较多的利差。

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高收益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（收入分账户项下资金在完成税费、发行公告及登记托管费、除贷款服务机构外其他参与机构服务报酬以及不超出优先支出上限的费用、贷款服务机构固定报酬、优先档证券利息的分配后全部转入本金分账户）。“违约事件”发生后，信托收款账户不再区分收入分账户和本金分账户，二者将合并，在顺序偿付税费、发行公告及登记托管费、参与机构费用和贷款服务机构报酬后，直接用于证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先级证券的信用支持。

（4）清仓回购安排

本期交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）资产池的未偿本金余额总和在回购起算日零时（00:00）降至初始起算日资产池余额的 5% 或以下；并且（b）截至回购起算日零时（00:00）剩余资产的公允价值不少于信托税收、费用、

固定服务报酬以及优先档资产支持证券的本金及利息与高收益档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，从而使贷款组合的本金回收和手续费收入出现风险。

针对抵销风险，本期交易合同约定，如果借款人依法行使抵销权且被抵销的债权属于委托人（即发起人）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招商银行的违约风险。

招商银行作为全国性股份制商业银行，业务发展稳健，盈利能力很强，具有 AAA 的信用等级。我们认为即使借款人行使抵销权，招商银行也能够履行义务，本期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，贷款组合的本金回收和手续费收入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 A 级，并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，回收款转付日为每个计算日后的第 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 A 级，或者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，借款人或抵押人依据通知直接将其应支付的款项

支付至信托账户。

作为贷款服务机构，招商银行拥有良好的经营能力、稳健的财务状况以及 AAA 的信用等级。我们认为本期交易的混同风险很低。

（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。

本次交易收入回收款主要为汽车分期手续费。招商银行汽车分期贷款每期手续费等于合同手续费总额除以合同总期数，因此各期应还手续费为固定金额，由此造成在交易初期，手续费收入相较于证券未偿本金余额而言偏低，收入回收款可能不能覆盖证券利息，具有一定的流动性风险。

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，而只设计了本金分账户对收入分账户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，本金分账户资金对收入分账户有关支出的差额补足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

按照招商银行汽车分期业务合约规定，若因招商银行以外原因导致客户提前还款，则招商银行有权不退还客户已支付的手续费，且客户仍需支付全部剩余款项，包含分期总金额中尚未支付部分、手续费总额中尚未支付部分及其他一切相关利息、费用。因此，本期交易入池贷款的提前偿还对超额利差的影响较小，早偿风险较小。

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分账户对收入分账户的补偿机制以缓解这一风险。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，拖欠风险对本期优先档证券的信用影响较小。

（5）尾端风险

随着贷款的逐步清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性进一步增加，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招商银行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。

（6）再投资风险

在本期证券的各个偿付期内，信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准，并任用了信用等级为联合资信 AAApi 的资金保管机构。合格投资仅限于以人民币计价和结算的与交易文件中规定的合格实体进行的金融机构存款和银行保本理财产品，本期交易合格实体是指联合资信或中债资信给予的主体长期信用等级均高于或等于 AA 的金融机构。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信基于招商银行提供的汽车分期历史数据，在不同压力下确定了本期交易适用的评级基准违约概率参数以及基准回收率参数。结合本期交易结构特点，联合资信对本次评级

各档证券所需的信用增级水平进行估计。

1、违约概率分析

通过对招商银行提供的历史样本数据进行

分析，联合资信认为招商银行所发放的贷款违约概率与借款人常态业务评分具有较高的相关度，因此选择了常态业务客户信用评分作为确定评级基准违约概率的基础参考变量，并在此基础上根据贷款的账龄、拖欠情况、五级分类结果、首付比例、地区、年龄等因素对违约概率进行调整。

需要指出的是，虽然借款人的收入和每月债务支出的比例是影响个人汽车贷款信用风险的主要参数之一，但由于此参数未考虑到借款人其它债务支出的负担，而且鉴于相关数据的可获得性与准确性，我们没有把借款人债务收入比作为调整评级基准违约概率的参考变量。

（1）基准违约概率

联合资信根据招商银行提供的各评分组下的静态贷款组合历史数据，估算出了每组的基础违约概率。

考虑到上述违约率是在汽车市场景气上升期中计算得到的，以及五级分类管理下违约贷款的回迁因素，且招商银行独立核算此项业务的时间尚短，联合资信对上述违约率做了向上调整以确定评级基准违约概率。

（2）基准违约概率调整因素

贷款账龄：根据招商银行提供的静态贷款组合历史数据，个人汽车分期贷款的违约主要发生在贷款发放后的第7至第21个月；若债务人的前期偿付记录良好，例如前21个月表现良好，则其在后续偿付期内发生违约的可能性将会减少。根据贷款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对该类借款人的违约概率分别进行了不同程度的调整。

贷款拖欠：一般情况下，发生过拖欠的贷款的违约可能性会高于其他正常类贷款。联合资信根据累计拖欠期数以及最大拖欠天数的不同对各笔贷款的违约概率进行了调整。

五级分类：一般情况下，非正常类贷款的违约可能性会高于正常类贷款。

首付比例：一般情况下，首付比例越低，借款人的违约成本越低，发生违约的可能性越

高。联合资信对首付比例低于一定标准的贷款调增了违约概率。

地区：不同的地区由于经济环境、司法环境及行为习惯有所差异，造成各地区的违约表现有所差异，因此我们对处于某些不良率较高地区借款人的违约概率作了一定幅度的上调。

年龄：如果借款人年龄小于30岁，联合资信认为其经济来源不甚稳定，在计算信用增级水平时对其违约概率做出了向上调整。

2、违约贷款损失率

违约贷款损失的计量主要着眼于违约贷款可能产生的损失。联合资信根据招商银行提供的各评分组下的静态贷款组合近四年的数据，估算出了每组的基准回收率。

3、必要信用增级水平的确定及现金流分析

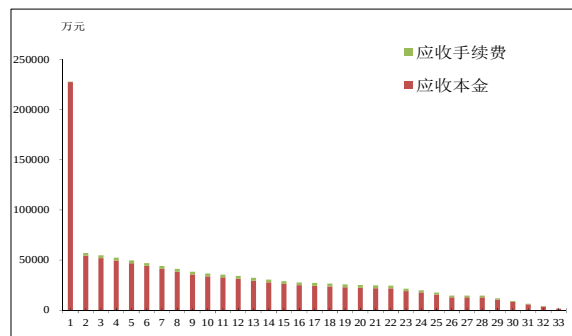
目标评级必要信用增级水平主要用于目标评级违约损失抵补。基于贷款违约概率与损失率分析，联合资信测算出了本期交易目标评级的必要增级水平。不同预定评级的目标评级损失率如表14所示。

表14 目标评级必要增级水平 单位：%

目标评级	目标增级量
AAA	11.23
AA	9.09

在假定借款人完全按照汽车分期合同偿付本金和手续费、无违约、无拖欠的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算，资产池各期的现金流入结果如图2所示。

图2 正常情况下资产池现金流



根据具体的交易结构及证券偿付安排，联合资信构建了用于本期交易信用评级的现金流模型。该现金流模型基于贷款违约时间分布和证券发行成本等情景假设，评估了各种压力情景下优先档证券的兑付状况，并检验了既定压

力情景下交易结构所提供的信用增级水平能否满足预定评级的需要。从本期交易现金流分析的结果来看，优先 A 档证券和优先 B 档证券能够通过相应评级压力情景的测试。

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/贷款服务机构为招商银行。作为发起机构，招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。

招商银行是经中国人民银行批准，于 1987 年 3 月组建成立的全国性股份制商业银行。2002 年，招商银行 A 股在上海证券交易所上市；2006 年，招商银行 H 股在香港联交所上市。经过历次的增资扩股，截至 2014 年 9 月 30 日，招商银行股本总额 252.20 亿股，其中第一大股东为招商局轮船股份有限公司。

截至 2013 年末，招商银行资产总额 40163.99 亿元，其中贷款和垫款净额 21970.94 亿元；负债总额 37504.43 亿元，其中客户存款余额 27752.76 亿元；股东权益 2659.56 亿元；不良贷款率 0.83%；拨备覆盖率 266.00%；资本充足率 11.14%，一级资本充足率 9.27%。2013 年全年，招商银行实现营业收入 1326.04 亿元，净利润 517.42 亿元。截至 2014 年 9 月 30 日，未经审计的财务报表显示招商银行资产总额 47226.16 亿元，其中贷款和垫款净额 23841.21 亿元；负债总额 44202.50 亿元，其中客户存款 32655.20 亿元；股东权益 3023.98 亿元；不良贷款率 1.10%；拨备覆盖率 227.99%；资本充足率 11.64%，一级资本充足率 9.48%。2014 年 1

至 9 月，招商银行实现营业收入 1250.27 亿元，净利润 459.19 亿元。

信用风险管理方面，招商银行从业务发起、尽职调查、授信审批、放款执行、贷后管理五大环节，构建流程化的信用风险管理体系，综合运用信贷政策制定、准入核准、分级审批、信贷检查、风险预警、集团客户管理、不良资产清收与问责、分类拨备、内部评级等多种管理措施，并开发引进先进的风险量化模型工具及风险管理系统，确保对信用风险进行有效管理。

招商银行信用卡汽车分期业务开始于 2006 年，是国内第一家采用信用卡模式开展汽车分期贷款业务的金融机构。在商业银行与汽车金融公司车贷业务的竞争压力下，招商银行通过各种途径不断拓宽汽车分期贷款业务的客户渠道。2013 年 3 月份，招商银行正式启动“集客平台快赢计划”，通过网站宣传导流，扩展汽车分期申请量，摆脱了单一依靠经销商获客的局面，目前已实现行内多渠道布局，信用卡主网站实现日均获客 150 户以上。同时，未来可能启动的 IPAD 等项目，也将有效提升内部审批效率，进一步扩充业务申请数量。2011 年 8 月，招商银行信用卡汽车分期业务实现了账户独立核算，与常态信用卡业务进行了区分，为更好地进行汽车分期业务信贷管理、建立独立评价机制等打下了良好的基础。

对于汽车分期贷款业务，招商银行采取了较为严格的风险管理措施。在经销商选择方面，招商银行仅与 4S 店进行合作，并通过业务员现场办理、确认购车发票与保险中购车信息等手

段防止骗贷情况的发生；在汽车分期业务申请阶段，招商银行制定了详细的审核、放款流程与尽职调查办法，对客户需提交的材料与办理抵押、保险等事项做了明确说明，对于提出免抵押申请的客户指定了更为严格的审核要求；在资产保全方面，除了一般的短信、电邮、信函、电话等催收方式，对于严重逾期贷款，招商银行主要依赖民事诉讼来追偿贷款，对于拖欠超过 60 天的汽车分期贷款，招商银行一般要求贷款一次偿清，并暂停相应客户的常态业务消费。目前招商银行汽车分期存量客户信用表现良好，由发起机构提供的资料显示，截至 2014 年末，信用卡汽车分期独立账户可统计的贷款不良率仅为 0.28%。

资产证券化方面，招商银行曾分别于 2008 年及 2014 年作为发起机构及贷款服务机构发起“招元 2008 年第一期信贷资产证券化”项目、“招商银行 2014 年第一期信贷资产证券化”、“招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化”和“招商银行 2014 年第三期信贷资产证券化”项目，积累了丰富的项目经验。前期积累的经验将对此次招商银行顺利开展资产证券化项目提供良好的保障。本次交易中，招商银行将获得一定的浮动报酬，这对于其提供较好的服务给予了一定的激励。

总体来看，招商银行公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，同时在信用卡汽车分期贷款业务与证券化方面均具有较为丰富的经验。联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。招商银行作为本期交易的发起机构和贷款服务机构，尽职能力很强，将有效保障入池贷款组合的信用表现并为本期交易提供良好的相关服务。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国银行股份有限公司深圳分行。中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）成立于 1912 年 2 月，2004

年 8 月，中国银行改为股份有限公司。2006 年 6 月、7 月，中国银行先后在香港联交所和上海证券交易所挂牌上市。截至 2014 年 9 月 30 日，中国银行股本总额 2795.35 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 67.68%。

截至 2013 年末，中国银行资产总额 138742.99 亿元，其中发放贷款和垫款净额 74397.42 亿元；负债总额 129128.22 亿元，其中客户存款余额 100977.86 亿元；股东权益 9614.77 亿元；不良贷款率 0.96%；资本充足率 12.46%，一级资本充足率 9.70%，核心一级资本充足率 9.69%。2013 年，中国银行实现营业收入 4075.08 亿元，净利润 1637.41 亿元。截至 2014 年 9 月 30 日，未经审计的财务报告显示中国银行资产总额 154279.57 亿元，其中发放贷款和垫款净额 82560.32 亿元；负债总额 143817.00 亿元，其中吸收存款余额 110472.85 亿元；股东权益 10462.57 亿元；不良贷款率 1.07%，拨备覆盖率 207.70%，资本充足率 13.07%，一级资本充足率 10.52%，核心一级资本充足率 10.51%。截至 2014 年 9 月 30 日，中国银行实现营业收入 3463.34 亿元，净利润 1367.98 亿元。

中国银行积极完善全面风险管理体系，持续提升风险管理能力与质效，优化风险管理架构，强化风险管理与内部控制，推动量化风险管理在业务实践中的应用，加快全面风险管理数据集市建设，通过深度分析风险数据推动风险监测、分析与预警的全面开展。完善并表风险管理，从全球范围内识别、评估和管理风险。

截至 2014 年 6 月末，中国银行托管资产规模约 5.50 万亿元，居业内领先地位。考虑到中国银行发展稳健，规范化程度高，且作为全球系统重要性银行之一，中国银行在金融体系中地位显著，所以联合资信给予 AAAPi。联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3、受托机构/发行人

本期交易的受托机构/发行人是华润深国投信托有限公司（华润信托）。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。截至 2013 年末，华润信托注册资本金 26.30 亿元，其中华润股份有限公司持有公司 51% 的股权，深圳市国有资产监督管理委员会持有 49% 的股权。

截至 2013 年末，按照合并报表口径，华润信托资产总额 132.86 亿元，所有者权益 122.34 亿元，信托业务资产 3643.04 亿元。2013 年，华润信托实现营业收入 27.82 亿元，净利润 17.63 亿元。2009 年到 2012 年，华润信托实现兑付的产品规模年均超过 1000 亿元。

针对资产证券化业务，华润信托的风险控制具体采用事前预防、事中监控、事后稽核三种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可

能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，华润信托通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

2014 年，华润信托作为受托人，在银行间市场成功发行了招商银行 2014 年第一、第二及第三期、洪元 2014 年第一期信贷资产支持证券。

总体来看，华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的信托业务经验，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

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、将信贷资产由发起人处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本期交易文件不违反中国现行法律、行政法规和部门规章，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向其他各方主张权利；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；信托一经生效，委托人对汽车分期债权的转让即发生法律效力，且附属于该等汽车分期债权的抵押权（如有）随汽车分期债权的转让而同时转让，抵押权自抵押合同生效之日起设立，未经登记，不得对抗善意第三人，因此在抵押权变更登记至受托人名下之前，受托人持有的抵押权可能不能对抗善意第三人；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；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：招商银行不应将特殊目的信托纳入合并范围，并于不合并基础上进行

资产终止确认分析，决定终止确认有关金融资产。

税务意见书表明：1）营业税方面，本次交易信托财产取得的全部利息收入、相关服务机构取得的服务报酬、机构投资者在二级市场上买卖资产支持证券取得的差价收入全额征收营业税；2）企业所得税方面，发起机构转让信贷资产取得的收益应缴纳企业所得税；对信托财产收益在取得当年向机构投资者分配的部分，暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，按现行相关政策规定处理；在对信托财产收益暂不征收企业所得税期间，境内机构投资者分得的信托财产收益应按照权责发生制确

认应税收入，按现行政策规定缴纳企业所得税；机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入应缴纳企业所得税；为证券化交易提供服务的各机构取得服务费收入均应缴纳企业所得税；3）印花税方面，本期交易全部环节暂免征收印花税。

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。

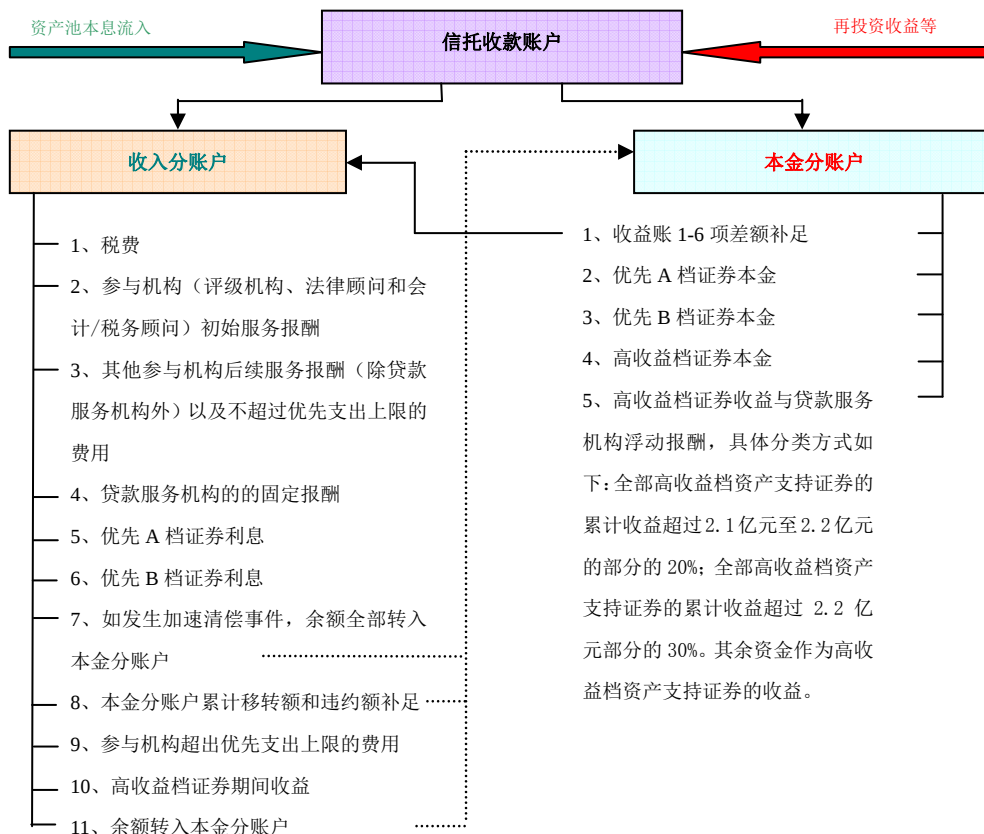
七、评级结论

联合资信对本期交易所涉及的入池资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了考量，并在进行资产池信用分析与现金流分析的基础上确定“招元2015年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先 A1 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 A2 档资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 A3 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 AA；高收益档资产支持证券未予评级。

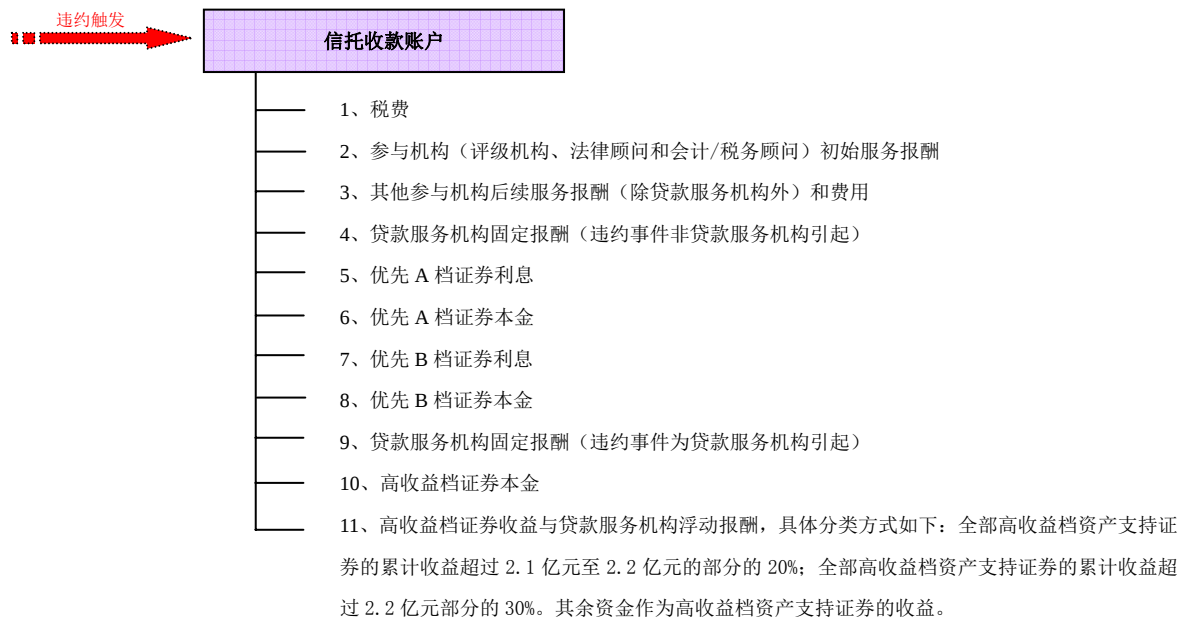
上述优先 A1 档、优先 A2 档和优先 A3 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

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 优先 A2 档资产支持证券计划还款方式

在优先 A2 档资产支持证券的分期摊还日按照下述方式支付优先 A2 档资产支持证券的本金（如果下表中列示的日期不是工作日，则为相关摊还日后的第一个工作日）

“优先 A2 档资产支持证券”本金摊还计划表		
第 1 个摊还日	2015 年 7 月 26 日	400,000,000.00 元
第 2 个摊还日	2015 年 8 月 26 日	400,000,000.00 元
第 3 个摊还日	2015 年 9 月 26 日	400,000,000.00 元
第 4 个摊还日	2015 年 10 月 26 日	350,000,000.00 元
第 5 个摊还日	2015 年 11 月 26 日	350,000,000.00 元
第 6 个摊还日	2015 年 12 月 26 日	350,000,000.00 元
第 7 个摊还日	2016 年 1 月 26 日	300,000,000.00 元
第 8 个摊还日	2016 年 2 月 26 日	300,000,000.00 元
第 9 个摊还日	2016 年 3 月 26 日	300,000,000.00 元
第 10 个摊还日	2016 年 4 月 26 日	250,000,000.00 元
第 11 个摊还日	2016 年 5 月 26 日	250,000,000.00 元
第 12 个摊还日	2016 年 6 月 26 日	250,000,000.00 元
第 13 个摊还日	2016 年 7 月 26 日	200,000,000.00 元
第 14 个摊还日	2016 年 8 月 26 日	200,000,000.00 元
第 15 个摊还日	2016 年 9 月 26 日	200,000,000.00 元

附件 2 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 招元 2015 年第二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招元 2015 年第二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招元 2015 年第二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，或发生可能对招元 2015 年第二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，或发生可能对招元 2015 年第二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招元 2015 年第二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招元 2015 年第二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
二零一五年五月二十八日