

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《欣荣 2018 年第二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

二零一八年九月二十日



信用等级公告

联合[2018] 2617 号

联合资信评估有限公司通过对“欣荣 2018 年第二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“欣荣 2018 年第二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 AA^+_{sf} 。

特此公告。



欣荣 2018 年第二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 级别
优先 A 级资产支持证券	255000.00	86.01	AAA _{sf}
优先 B 级资产支持证券	17800.00	6.00	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持证券	23663.58	7.98	NR
合 计	296463.58	100.00	—

注：1. 金额四舍五入到小数点后两位，下同；

2. NR 为未予评级，下同；

3. 金额或占比加总不等于合计数为四舍五入所致，下同。

交易概览

基础资产初始起算日：2018 年 7 月 1 日
法定到期日：2023 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
基础资产：瑞福德汽车金融有限公司持有的 296463.58 万元个人汽车抵押贷款以及附属担保权益
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、条件储备账户
委托人/发起机构：瑞福德汽车金融有限公司
受托人/发行人：安徽国元信托有限责任公司
贷款服务机构：瑞福德汽车金融有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司安徽省分行
牵头主承销商/簿记管理人：国泰君安证券股份有限公司
联席主承销商：中国银行股份有限公司、徽商银行股份有限公司、国元证券股份有限公司

评级时间：

2018 年 9 月 20 日

分析师

赵晓丽 王 笛 杨润泽 刘 昊

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”）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能力及操作风险等因素的综合考量，确定“欣荣 2018 年第二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 AA⁺_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

上述优先 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；优先 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很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易入池贷款全部属于瑞福德汽车金融有限公司（以下简称“瑞福德汽车金融”）的正常类贷款，资产质量良好。
2. 本交易基础资产涉及瑞福德汽车金融发放的 58902 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在全国 31 个省、自治区和直辖市，单笔贷款未偿本金余额占比极小，最大占比仅为 0.0145%，借款人分散性良好。
3. 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级资产支持证券（包括优先 A 级证券、优先 B 级证券，下同）提供了较好的流动性支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。
4. 瑞福德汽车金融作为本交易的贷款服务机构，其服务报酬的支付顺序处于劣后位置，有利于优先级证券利息偿付，并督促其贷款服务机构勤勉尽职。

关注及风险缓释

1. 本交易设置了条件储备账户为交易提供内部流动性，但未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：除条件储备账户以外，本交易还安排了本金分账户对收入分账户的补偿机制，能有效地缓释流动性风险；同时，联合资信对优先级证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了外部流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。

2. 本交易中，发起机构在向受托机构转让基础资产时，相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但发起机构与受托机构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。

风险缓释：针对这一情况，本交易设置了资产赎回条款，当发生上述风险时，发起机构将按照约定赎回相应资产。本交易的发起机构瑞福德汽车金融的主体信用等级很高，履约能力很强，本交易的法律风险很小。联合资信也将持续关注发起机构、受托机构的尽职意愿和履职能力。

3. 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国开展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误差。

风险缓释：联合资信在现金流模型中，通过改变早偿率、缩小利差支持、模拟集中损失等手段，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。

4. 国内个人汽车市场经历了几年的高速增长后，逐渐进入以结构调整为主的平稳增长期，市场竞争激烈，由此可能导致汽车跌价比率提高。

风险缓释：联合资信在违约率模型中已经考虑了因行业风险而导致的汽车跌价比率提高的情况。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构瑞福德汽车金融有限公司和发行人安徽国元信托有限责任公司提供，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瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任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，未因瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任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、本期信用评级结果的有效期为“欣荣 2018 年第二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的存续期，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。

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，在既定条件下，次级证券可按月取得一定期间收益。优先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，全部次级证券向发起机构定向发行。优先A级证券和优先B级证券采用浮动利率，票面利

率等于基准利率加上基本利差，基准利率为中国人民银行公布的1-5年期贷款基准利率，基本利差根据簿记建档结果确定；如遇基准利率调整，证券利率将在人民银行调整一年期贷款基准利率生效日后第3个自然月的对应日进行调整；次级证券不设票面利率，取得一定期间收益以及最终的清算收益。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A 级证券	AAA _{sf}	过手	255000.00	86.01	浮动利率	2020 年 8 月 26 日	2023 年 1 月 26 日
优先 B 级证券	AA ⁺ _{sf}	过手	17800.00	6.00	浮动利率	2020 年 10 月 26 日	2023 年 1 月 26 日
次级证券	NR	过手	23663.58	7.98	—	2021 年 1 月 26 日	2023 年 1 月 26 日

3. 入池贷款

本交易的入池贷款涉及发起机构瑞福德汽车金融发放的 58902 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 296463.58 万元。

根据交易文件约定，本交易入池贷款的合格标准包括以下四个方面：

一是关于借款人、保证人的标准，包括(a)借款人为中国公民，且在贷款发放日时至少为年满 18 周岁的自然人；(b)保证人（如有）为年满 18 周岁的中国公民，或依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或其他组织；(c)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；(d)截至初始起算日，借款人不存在违反其在贷款合同、抵押合同或其他相关文件下的偿付义务或其他主要义务的且尚未补救的行为；(e)抵押贷款发放时，借款人的年龄与该抵押贷款的剩余期限之和小于 65 年；(f)抵押贷款发放时，借款人有正当职业。

二是关于抵押贷款的标准，包括(g)抵押贷款在信托生效日不存在借款人延迟支付超过 30 天的情形，且在初始起算日全部为正常类贷款；(h)抵押贷款已经全部发放完毕，并由发起机构提供服务；(i)抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；(j)贷款合同、抵押合同和抵押权

合法有效，并构成相关借款人、抵押人合法、有效和有约束力的义务，发起机构有权根据该等合同向借款人、抵押人主张权利；(k)在初始起算日，借款人在贷款合同项下不存在到期应偿还但未偿还的款项；(l)抵押贷款的到期日不晚于 2020 年 12 月 31 日；(m)抵押贷款的发放日不晚于 2018 年 2 月 28 日；(n)在初始起算日，抵押贷款的贷款余额不低于人民币 5000 元，且不超过人民币 500000 元或资产池贷款余额的 0.05%；(o)抵押贷款发放时，初始抵押率不超过 80%，初始抵押率=贷款合同项下贷款金额（含针对购车附加费用发放的贷款金额，如有）/抵押车辆价格（抵押车辆买卖合同价格）×100%；(p)抵押贷款的初始贷款期限为 1 年（含）至 5 年（含）之间，于初始起算日 0:00 时的剩余期限不超过 48 个月；(q)抵押贷款为有息贷款；(r)抵押贷款需每月还本付息，且还款方式应为等额本息或等额本金；(s)贷款合同项下的贷款金额均为一次性发放，不存在分次发放的情形；(t)借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的所有成本和费用，且发起机构无需向借款人退还；(u)除贷款合同、抵押合同以外，发起机构和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）；(v)除非借款人全部提前偿还了所有的应付款项

(包括现时的和将来的), 无论是因发生了贷款合同项下的违约还是其他原因, 任何借款人均无权选择终止该贷款合同; (w) 贷款合同、抵押合同中均不存在对债权转让的限制性条款, 发起机构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, 且不需要获得借款人、抵押人、保证人或任何其他主体的同意; (x) 针对每笔抵押贷款而言, 发起机构和相关的借款人之间均无尚未解决的争议; 抵押贷款均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序; (y) 除法定抵销权外, 借款人对抵押贷款不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利; (z) 每笔贷款对应的贷款合同、抵押合同的文本在所有重要方面与《信托合同》附件十所列的合同范本相同。

三是关于抵押车辆的标准, 包括(aa)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, 且登记的第一顺位抵押权人为发起机构; (bb) 抵押贷款发放时, 相关抵押车辆已经根据合同约定和瑞福德汽车金融实际要求的险种投保以发起机构为受益人或保险赔偿金领受人的机动车辆商业保险。

四是关于发放和筛选抵押贷款的标准, 包括(cc)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汽车贷款或消费贷款业务相关的政策、实践和程序所发放; (dd) 贷款合同和抵押合同均适用中国法律; (ee) 中国法律和贷款合同、抵押合同均禁止或限制相关借款人、抵押人在未经发起机构同意时转让其在该贷款合同或抵押合同中的义务或相关抵押

车辆; (ff) 抵押合同均禁止或限制相关抵押人在抵押车辆上为任何第三方(除发起机构外)之利益设置抵押权或其他任何形式的权利负担, 或抵押人已作出类似的陈述、保证或承诺; (gg) 发起机构、借款人和/或抵押人为签署、交付或履行相关贷款合同、抵押合同所需的政府机构的重要同意、许可、批准、授权或登记, 均已经依法办理并完成。

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)	296463.58
合同金额(万元)	381940.86
贷款户数(户)	58874
贷款笔数(笔)	58902
单笔最大合同金额(万元)	50.00
单笔平均合同金额(万元)	6.48
单笔最大未偿本金余额(万元)	43.04
单笔平均未偿本金余额(万元)	5.03
加权贷款执行利率(%)	12.94
加权平均合同期限(月)	34.86
加权平均账龄(月)	8.58
加权平均剩余期限(月)	26.31
最短剩余期限(月)	4.04
最长剩余期限(月)	29.98
加权平均首付比例(%)	25.31
借款人加权平均年龄(岁)	34.84

注: 1. 表中加权平均指标以资产池初始起算日贷款未偿本金余额占比为权重计算;

2. 借款人年龄为瑞福德汽车金融提供, 下同;

3. 首付比例=首付金额/汽车购买价格, 下同;

4. 贷款账龄=(初始起算日-贷款发放日)*12/365, 下同;

5. 贷款剩余期限=(贷款到期日-初始起算日)*12/365, 下同。

二、基础资产分析

1. 资产池概况

本交易的入池贷款涉及瑞福德汽车金融发放的 58902 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日, 入池贷款的未偿本金余额为人民币 296463.58 万元。

依照银监会贷款五级分类标准, 本交易入池贷款全部为瑞福德汽车金融的正常类贷款, 入池贷款的资产质量较好。

2. 入池贷款特征分析

一般情况下，入池贷款的违约概率和回收率与贷款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

(1) 入池贷款合同金额分布

入池贷款合同金额总计 381940.86 万元，具体分布见表 4：

表 4 入池贷款合同金额分布 单位：万元/笔/%

合同金额区间	笔数	未偿本金金额	金额占比
(0, 5]	21038	55817.26	18.83
(5, 10]	32883	182194.04	61.46
(10, 15]	3812	36912.32	12.45
(15, 20]	587	8112.35	2.74
(20, 25]	229	4164.60	1.40
(25, 30]	170	3754.49	1.27
30 以上	183	5508.53	1.86
合 计	58902	296463.58	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) 资产池未偿本金余额分布

本交易资产池单笔最大贷款占比为 0.0145%，单笔平均未偿本金余额 5.03 万元，户均未偿本金余额 5.04 万元，借款人分散性良好，具体分布见表 5：

表 5 资产池未偿本金余额分布 单位：万元/笔/%

未偿本金余额区间	笔数	未偿本金金额	金额占比
(0, 5]	33083	106624.68	35.97
(5, 10]	23233	152453.88	51.42
(10, 15]	1860	21627.50	7.30
(15, 20]	369	6364.84	2.15
(20, 25]	197	4372.47	1.47
(25, 30]	83	2256.84	0.76
30 以上	77	2763.37	0.93
合 计	58902	296463.58	100.00

(3) 入池贷款首付比例分布

入池贷款加权平均首付比例为 25.31%，首

付比例介于 20%至 30%的贷款未偿本金余额占全部入池贷款余额的 70.88%。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

比例区间	笔数	未偿本金金额	金额占比
[20, 30]	38070	210147.74	70.88%
(30, 40]	17663	73500.73	24.79%
(40, 50]	2290	9857.27	3.32%
(50, 60]	633	2264.04	0.76%
(60, 70]	211	626.77	0.21%
(70, 80]	31	61.13	0.02%
(80, 90]	4	5.90	0.00%
合 计	58902	296463.58	100.00%

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车抵押贷款的首付比例越高，借款人违约的可能性越小。

(4) 入池贷款还款方式

本交易的入池贷款还款方式均为等额本息型还款。

(5) 入池贷款合同期限分布

本交易资产池贷款合同期限大于 30 小于等于 36 个月的贷款笔数为 48804 笔，占总贷款额的 90.77%。贷款合同期限分布见表 7：

表 7 入池贷款合同期限分布 单位：月/笔/万元/%

合同期限区间	笔数	未偿本金金额	金额占比
(6, 12]	377	831.40	0.28
(12, 18]	38	89.82	0.03
(18, 24]	9659	26359.74	8.89
(24, 30]	22	85.62	0.03
(30, 36]	48804	269088.01	90.77
(42, 48]	2	8.99	0.00
合 计	58902	296463.58	100.00

(6) 入池贷款账龄分布

本交易入池贷款加权平均贷款账龄为 8.58 个月，入池贷款的账龄分布见表 8：

表 8 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, 6]	49	240.92	0.08
(6, 12]	45236	255878.63	86.31
(12, 18]	11639	36341.49	12.26
(18, 24]	1978	4002.54	1.35
合 计	58902	296463.58	100.00

针对本期基础资产，联合资信在测算信用增级量时考虑了账龄因素，对部分资产的违约概率进行了适当上调。

(7) 入池贷款剩余期限分布

本交易入池贷款的加权平均剩余期限 26.31 个月，入池贷款的剩余期限分布见表 9：

表 9 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, 6]	1178	1775.04	0.60
(6, 12]	3379	5797.63	1.96
(12, 18]	6657	22545.66	7.60
(18, 24]	8341	30903.42	10.42
(24, 30]	39347	235441.82	79.42
合 计	58902	296463.58	100.00

(8) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款的利率均为浮动利率。

(9) 入池贷款利率分布

本交易入池贷款的利率总体水平较高。利率超过 12% 的贷款未偿本金余额占比较高，达到 65.35%。入池贷款的利率分布如表 10 所示：

表 10 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
(8, 9]	5	13.60	0.00
(9, 10]	10	27.70	0.01
(10, 11]	581	3974.85	1.34
(11, 12]	17928	98712.71	33.30
(12, 13]	24015	130707.70	44.09
(13, 14]	5151	24427.76	8.24
(14, 15]	6785	29130.73	9.83

(15, 16]	635	1529.09	0.52
(16, 17]	2526	5332.04	1.80
(17, 18]	727	1668.55	0.56
(18, 19]	284	548.34	0.18
(19, 20]	244	375.65	0.13
(20, 21]	7	9.32	0.00
(22, 23]	4	5.52	0.00
合 计	58902	296463.58	100.00

3. 借款人特征分析

(1) 借款人年龄分布

本交易入池贷款借款人的加权平均年龄为 34.84 岁，借款人年龄主要集中在 20 岁到 40 岁之间，基本处于个人职业发展的上升阶段，预期收入将稳定上升。借款人年龄分布如表 11 所示：

表 11 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]	176	1069.87	0.36
(20, 30]	21360	105527.02	35.60
(30, 40]	22842	115128.89	38.83
(40, 50]	12017	62018.27	20.92
(50, 60]	2506	12714.89	4.29
(60, 65]	1	4.64	0.00
合 计	58902	296463.58	100.00

(2) 借款人职业类别

本交易入池贷款借款人职业类别较为分散，具体分布如表 12 所示：

表 12 借款人职业类别 单位：笔/万元/%

职业	笔数	未偿本金余额	金额占比
一般工人	12023	56652.00	19.11
企业负责人、股东	9111	48138.97	16.24
个体商店老板	8073	40069.96	13.52
操作人员	6980	33515.10	11.30
企业基层主管、半专 业人员	4307	22733.42	7.67
业务人员	4155	21562.11	7.27
企业高、中级主管	3246	21255.56	7.17

农林渔牧	3946	17363.96	5.86
专业人员	2155	11260.86	3.80
无技术工人	2073	9732.75	3.28
售货人员	1373	6289.38	2.12
文艺工作者/专业技 艺	717	3372.60	1.14
政府官员	223	1691.99	0.57
政府工作人员	257	1384.34	0.47
警察、消防员	201	1140.55	0.38
清洁人员	38	147.68	0.05
军官	15	97.52	0.03
现役军人	9	54.83	0.02
合 计	58902	296463.58	100.00

注：表中职业统计口径为瑞福德汽车金融职业分类口径。

(3) 借款人婚姻状况

本交易入池贷款中已婚的借款人未偿本金余额占比近 69.42%，已婚借款人家庭稳定性高，有利于借款人正常还款。具体分布如表 13 所示：

表 13 借款人婚姻状况 单位：笔/万元/%

婚姻状况	笔数	未偿本金余额	金额占比
已婚	40923	205818.17	69.42
未婚	11997	59751.64	20.15
离异	5778	29920.89	10.09
丧偶	204	972.87	0.33
合 计	58902	296463.58	100.00

(4) 借款人所在地区分布

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 31 个地区，分布较为分散，其中河南、广东地区的借款人未偿本金余额占比最大，分别达到 10.32%、8.82%。按未偿本金余额统计，占比前十的借款人所在地区见表 14：

表 14 未偿本金余额占比前十的借款人所在地区

单位：笔/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
河南	7120	30588.94	10.32
广东	4693	26141.69	8.82

云南	4534	24070.66	8.12
内蒙	4168	21500.61	7.25
山西	4341	18432.20	6.22
四川	3175	16451.48	5.55
甘肃	2776	13388.90	4.52
新疆	2567	12915.24	4.36
陕西	2606	12720.70	4.29
山东	2612	12474.04	4.21
合 计	38592	188684.45	63.65

4. 抵押物特征分析

(1) 抵押车辆类型及品牌

本交易入池贷款所购车辆为新车和二手车，以新车为主，具体车辆类型分布见表 15：

表 15 抵押车辆类型 单位：笔/万元/%

汽车类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
新车	58861	296355.70	99.96
二手车	41	107.88	0.04
合计	58902	296463.58	100.00

车辆品牌包括长安汽车、吉利汽车等上百种，其中长安汽车占比最高，未偿本金余额占资产池总额 6.83%。未偿本金余额占比前五的抵押车辆品牌分布见表 16：

表 16 未偿本金余额占比前五的抵押车辆品牌

单位：笔/万元/%

车辆品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
长安汽车	5098	20,250.41	6.83%
吉利汽车	3904	19,986.92	6.74%
上汽通用五菱 宝骏	3830	16,223.37	5.47%
长城汽车	2556	15,296.82	5.16%
江淮汽车	2336	12,122.61	4.09%
合 计	17724	83880.13	28.29%

(2) 汽车购买价格分布

入池贷款汽车初始购买价格在 10 万及以下的贷款的未偿本金余额占 57.34%，少数贷款汽车购买价格高于 30 万元，最高为 90 万元。汽车的购买价格分布见表 17：

表 17 汽车购买价格分布 单位: 万元/笔/ %

汽车购买价格区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	9333	19776.33	6.67
(5, 10]	34387	150217.47	50.67
(10, 15]	11490	80130.32	27.03
(15, 20]	2305	22730.78	7.67
(20, 25]	598	7456.97	2.52
(25, 30]	302	4647.25	1.57
30 以上	487	11504.46	3.88
合 计	58902	296463.58	100.00

5. 宏观经济和汽车行业

2017 年我国汽车产销再创历史新高，全年汽车产销分别完成 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，同比增长 3.19% 和 3.04%。

2017 年乘用车产销分别完成 2480.67 辆和 2471.83 万辆，比上年同期分别增长 1.58% 和 1.40%，增速高于汽车产业总体增速 1.61 和 1.64

个百分点。目前，乘用车是我国汽车产品的主体，2017 年乘用车产量在汽车总产量中的占比已达到 85.49%。

总体来看，我国近几年汽车市场增速放缓，行业集中度进一步提升，节能减排政策使汽车市场的产品结构发生调整，钢材和燃油价格的波动对企业的市场需求和成本水平影响较大，新定价机制的运行情况有待进一步关注。未来一段时间，在我国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级等因素的拉动下，我国汽车行业仍将具有较大的市场空间和产品结构调整空间。

从宏观经济环境来看，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。联合资信在确定模型参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约概率提高和回收率下降，以及与汽车市场相关的汽车跌价、借款人还款意愿等因素。

三、交易结构分析

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受偿的分档证券提供信用增级。此外，本交易还安排了相关触发机制和条件储备账户，一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1. 信托账户

在信托生效日当日或之前，受托人将在资金保管机构开立独立的人民币信托账户，记录货币类信托财产的收支情况，信托账户下设收入分账户、本金分账户、信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户。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，各分账户及储备账户资金均来源于信托财产。

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”区分为自动生效的违约事件和需经宣布生效的违约事件，自动生效的违约事件列示如下：(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。

需经宣布生效的违约事件列示如下：(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送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规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，在做出时或经证实在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送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规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。

“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)贷款服务机构在相关交易文件规定的宽限期内，未能依据交易文件的规定按时付款或划转资金；(d)(i)根据《信托合同》的约定，需要更换受托人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或后备贷款服务机构，或(ii)在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据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 2.5%；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 6%；(f)就某一时点而言，前三

个连续收款期间（如指信托的第一个和第二个收款期间，则分别指第一个或连续两个收款期间）的平均严重拖欠率超过 2.5%；(g)发生违约事件中所列的(d)或(e)项，且资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件。

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下：(h)委托人或贷款服务机构未能履行或遵守其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送要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(i)委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；(j)发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者抵押贷款或其附属担保权益有重大不利影响的事件；(k)交易文件（《承销协议》和《承销团协议》除外）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，信托账户项下的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，在未发生加速清偿事件时，收入分账户项下资金按顺序偿付税费规费、受托人垫付的相关费用、除贷款服务机构外的所有参与机构服务报酬和优先支出上限内费用、贷款服务机构报酬（如果发起机构不是贷款服务机构）、优先 A 级证券利息、优先 B 级证券利息、各储备账户的必备储备金额、累计未补足违约的本金、贷款服务机构报酬（如果发起机构为贷款服务机构）、超出优先支出上限的费用、剩余资金全部分配给次级作为期间收益。本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费规费、信托垫付的相关费用、所有参与机构服务报酬（发起机构为贷款服务机构时应支付的服务报酬除外）、优先支出上限内费用、优先级证券利息、储备账户的必备储备金额缺口后，用于优先 A 级、优先 B 级以及次级证券本金的顺序偿付，最后剩

余部分用于支付次级证券的超额收益；在触发加速清偿事件的情况下，收入分账户项下资金不再分配次级证券期间收益，而是在支付完超出优先支出上限费用后直接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，信托账项下资金不再区分为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，并用于顺序偿付税费规费、受托人垫付的相关费用、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）、优先 A 级证券利息、优先 A 级证券本金、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（若该违约事件是由贷款服务机构直接或间接造成）、次级证券本金，次级证券于最后取得清算收益，详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制以及条件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，劣后受偿的分级证券为优先档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 13.99%，次级证券为优先 B 级证券提供的信用支持为 7.98%。

(2) 触发机制

本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。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

(3) 条件储备账户

本交易设置了条件储备账户，包括信托（流动性）储备账户、信托（服务转移和通知）储备账户。当联合资信给予瑞福德汽车金融的主体长期信用等级高于或等于 A⁻且中债资信评估有限公司（以下简称“中债资信”）给予瑞福德汽车金融的主体长期信用等级高于或等于 BBB 时，上述储备账户的必备储备金额为 0，当联合资信给予瑞福德汽车金融的主体长期信用等级低于 A⁻或中债资信给予瑞福德汽车金融的主体长期信用等级低于 BBB 时，资金保管机构将从信托收款账户中提取资金补充到信托（流动性）储备账户和信托（服务转移和通知）储备账户，直至上述两个账户余额分别不少于必备（流动性）储备金额和必备（服务转移和通知）储备金额¹。

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。

作为汽车金融公司，瑞福德汽车金融的负债来源有限，对借款人产生负债的可能性较小。且针对抵销风险，本交易合同约定，如果借款人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于委托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，并同时通知受托人。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为瑞福德汽车金融的违约风险。

瑞福德汽车金融业务经营稳健，盈利能力较强，具有很高的信用等级。我们认为即使借

¹ 必备（流动性）储备金额：当贷款服务机构具备必备评级等级时，为 0；当贷款服务机构不具备任一必备评级等级时，为该信托分配日后第二个支付日应付的税费规费、各机构报酬和费用（费用以优先支出上限数额为限）和优先级证券利息之总和的 2 倍。必备（服务转移和通知）储备金额：当贷款服务机构具备必备评级等级时，为 0；当贷款服务机构不具备任一必备评级等级时，为预计转移费用（60 万元）与预计通知费用（200 万元）之和。

款人行使抵销权，瑞福德汽车金融也能够履行补足义务。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它资金混同，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均高于或等于 A 且中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级均高于或等于 BBB 时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日；当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 BBB，或者发生贷款服务机构解任事件时，委托人和/或受托人将通知相关主体直接将回收款付至信托账户；如届时借款人、保证人或保险人仍将回收款划付至贷款服务机构的，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的次一个工作日。

作为贷款服务机构，瑞福德汽车金融良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级较好地缓释了混同风险。

(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，但设立了内部流动性储备账户以及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

本交易采用过手式顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先级证券本金的兑付。

但由于入池贷款平均贷款利率较高，预计存在一定的超额利差，提前偿还一定程度上会导致利差缩小。

入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。对此，本交易安排了本金分账户对收入分账户的补偿机制以缓释这一风险。

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，测试结果已反映该风险。

(5) 利率风险

本交易入池贷款均采用浮动利率，贷款利率以央行贷款基准利率为基准上下浮动，浮动幅度不尽相同。若央行基准利率发生调整，则所有贷款均在中国人民银行基准利率变动生效之月后第 2 个月进行调整。本交易优先 A 级证券和优先 B 级证券均采用浮动利率，基准利率为人民银行公布的 1-5 年期贷款基准利率，若央行调整相关贷款利率，证券利率将在人民银行调整贷款基准利率生效日后第 3 个自然月的对应日进行调整。可以看到，本交易入池贷款利率和优先 A 级证券、优先 B 级证券利率在利率基准、利率调整时间等方面有所不同，存在因利率波动而导致利率风险的可能。联合资信通过压力测试测算了在不同的利率情景下的信用支持情况，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。清仓回购安排是发起机构瑞福德汽车金融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。

在满足以下两个条件时，发起机构可以选

择清仓回购：(a)资产池的未偿本金余额总和在回购起算日二十四时（24:00）降至初始起算日资产池余额的 10%或以下；并且(b)截至回购起算日二十四时（24:00）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（1）和（2）两者之间数值较高者，其中（1）的数值为 0；（2）的数值为截至回购起算日二十四时（24:00）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。合格投资系指受托人将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以银行存款、同业定期存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的且联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AAA 级、中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的商业银行。如资金保管机构满足前述评级标准的，则以银行存款方式进行的合格投资仅与资金保管机构进行。本交易的资金保管机构为中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）安徽省分行，中国银行为我国四大国有银行之一，在同业市场中地位显著，信用水平极高，这将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信基于瑞福德汽车金融提供的个人汽车抵押贷款历史数据，在不同压力情景下确定了本交易适用的评级基准违约概率参数；同时，参照国内汽车市场的实际情况并参照亚太区可比新兴市场的评级实践确定基准汽车跌价比率参数。结合本交易结构特点，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

瑞福德汽车提供了 2013 年 3 月至 2017 年 11 月间发放的贷款在其全周期的回款数据，联合资信以各月发放的贷款总量为样本，通过对瑞福德汽车提供的历史数据的违约率进行分析，得出各月发放的贷款违约表现如图 2 所示。

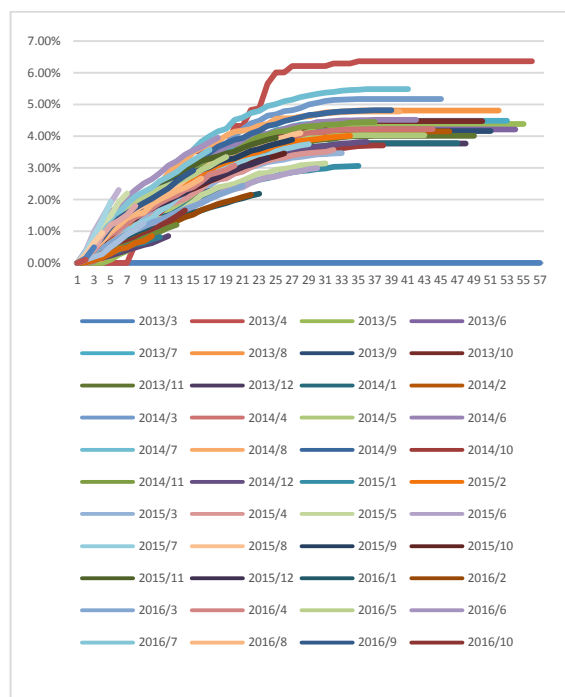


图 2 各月发放贷款累计违约率

注：1. “2013/3” 指在 2013 年 3 月 1 日至 2013 年 3 月 31 日期间发放的贷款，以此类推；

2. 本图截取了 57 个月的回款观测周期，即在 2013 年 3 月 1 日至 2013 年 3 月 31 日期间发放的贷款，观测时间为 2013 年 3 月 1 日至 2017 年 11 月 30 日，逾期 3 期以上（即 90 天以上）定义为违约。

通过对瑞福德汽车金融提供的历史样本数据进行分析，联合资信估算出瑞福德汽车金融所发放贷款的违约概率，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，但由于资产池数据的局限性，此参数难以准确反映借款人债务支出的总体负担，因此，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

联合资信根据瑞福德汽车金融提供的静态贷款组合历史数据，估算出了基准违约概率。

考虑到上述违约概率是在汽车市场景气上升期中计算得到的，联合资信对上述违约概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：根据瑞福德汽车金融存量贷款历史统计数据，汽车贷款违约主要发生在贷款发放后的 24 个月内。若债务人的前期偿付记录良好，例如前 24 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降低。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。

借款人年龄：如果借款人年龄处于非事业上升期或稳定期，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相应调整。

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大。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，对于借款人未偿本金余额占比较高的地区以及不良率较高的地区，联合资信将对其违约概率进行上调。

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，它考虑了贷款的本金余额、债权顺序、抵押车辆价值、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。

(1) 处置成本和处置期间的利息成本

当贷款发生违约后，由于各笔贷款回收能力和意愿的不同以及其他多种不确定因素，不同贷款的违约处置时间和成本差异较大。联合资信根据历史经验，确定了本交易的基准处置时间和成本。

(2) 抵押物

抵押作为一种有效的担保方式，能够很好的缓释信用风险，本交易入池贷款全部办理了抵押登记手续，联合资信在计算损失率时考虑了抵押车辆的回收价值。

3. 必要信用增级水平的确定及现金流分析

基于贷款违约概率与损失率分析，联合资信测算出了本交易目标评级的必要增级水平。不同信用级别下的目标评级损失率如表 18 所示：

表 18 目标评级损失率

目标级别	目标评级损失率
AAA _{sf}	12.44%
AA ⁺ _{sf}	8.87%

基于静态池数据，并且结合资产池特征，联合资信计算出匹配资产池的损失时间分布，详见表 19。

表 19 损失时间分布

时间（期）	损失时间分布
1	15.86%
2	3.97%
3	3.95%
4	3.88%
5	3.82%
6	3.80%
7	3.77%
8	3.73%
9	3.71%
10	3.68%

11	3.67%
12	3.64%
13	3.61%
14	3.55%
15	3.47%
16	3.26%
17	3.13%
18	3.10%
19	3.06%
20	2.94%
21	2.86%
22	2.78%
23	2.73%
24	2.60%
25	2.41%
26	1.86%
27	1.17%
合计	100.00%

在假定借款人完全按照贷款合同偿付本金和利息、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。按照瑞福德汽车金融提供的现金流数据，资产池未来各期的现金流入结果如图 3 所示：

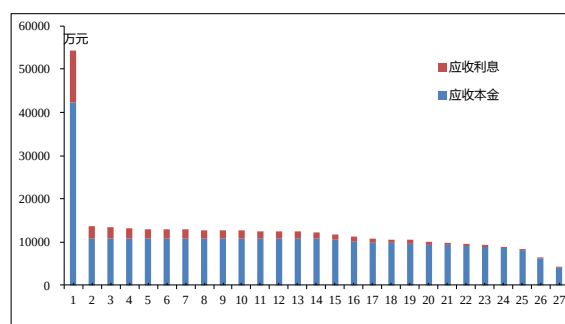


图 3 正常情况下资产池本息流入

注：第一期现金流入为第一个归集日及之前的现金流入，其他为按月归集现金流入，下同。

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交易信用评级的现金流模型以模拟交易过程。该现金流模型基于基础资产的提前还款、违约时间分布和证券发行成本等情景假设，评估了不同压力情景下优先级证券的兑付状况，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目标评级的需要。从现金流分析的结果来看，在既定的交易结构下，优先级证券在各压力情境下所获得信用增级水平均大于对应的必要信用增级水平，即优先级证券均能够通过相应评级压力情景的测试，详见表 20。

表 20 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况	优先 A 级证券临界损失率	优先 B 级证券临界损失率
模拟集中违约损失	见表 21 损失时间分布	损失集中在第 1 至 12 个月	20.94%	15.87%
		损失集中在第 7 至 18 个月	17.51%	12.23%
		损失集中在第 13 至 24 个月	15.73%	10.24%
利差	优先 A 级证券预期发行利率 5.2%	预期发行利率上升 100 个 BP	21.40%	15.20%
	优先 B 级证券预期发行利率 5.7%			
提前还款比例	10%/年	0%	22.57%	17.26%
		5%	22.36%	16.96%
		20%	21.89%	16.12%
		30%	21.88%	14.83%
组合压力情景 1	—	优先级证券预期发行利率	20.32%	15.27%
		损失时间分布		

		提前还款比例	15%/年		
组合压力情景 2	——	优先级证券预期发行利率	上升 100BP	14.86%	9.39%
		损失时间分布	损失集中在第 13 至 24 个月		
		提前还款比例	30%/年		

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为瑞福德汽车金融。作为发起机构，瑞福德汽车金融的运营管理能力、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。

瑞福德汽车金融有限公司成立于 2013 年 4 月，是由桑坦德消费金融有限公司（以下简称“桑坦德消费金融”）和安徽江淮汽车集团股份有限公司（以下简称“江淮汽车”）各出资 50% 组建的专业化汽车金融公司。成立以来，公司搭建了适合公司发展阶段的治理架构，依靠外方股东支持不断完善内控体系，并依据业务发展情况制定了较为详细的管理制度。瑞福德汽车金融股东及其持股情况如表 21 所示：

表 21 瑞福德汽车金融股东及持股比例

股东名称	持股比例
安徽江淮汽车集团股份有限公司	50.00%
桑坦德消费金融有限公司	50.00%

成立以来，公司逐步建立由董事会、监事会、高级管理层和全体员工实施的内部控制体系，并从内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等五方面构建公司内部控制体系，由公司内控与 MIS 部负责内控管理的日常工作；根据业务发展需求与监管建议，制

定并梳理更新内控管理制度，通过对各个部门实际业务操作的规范化、制度化管理，使各部门各司其职，防范和化解风险，以实现内部控制的有效性。截至 2017 年末，公司零售贷款业务覆盖全国 933 家江淮汽车经销商、1560 多家品牌直营店以及 261 家区域代理商；汽车贷款业务遍及全国 31 个省、自治区、直辖市。2017 年，江淮汽车品牌平均渗透率达 26%，在行业内处于较高水平。

截至 2017 年末，公司资产总额 158.78 亿元，其中贷款净额 146.30 亿元；负债总额 141.50 亿元，其中股东存款 5.00 亿元，同业拆入 117.20 亿元；所有者权益 17.27 亿元；公司资本充足率为 13.99%，一级资本充足率及核心一级资本充足率均为 12.91%。2017 年，公司实现营业收入 11.80 亿元，净利润 3.86 亿元。

在资产证券化方面，瑞福德汽车金融作为发起机构成功在银行间市场发起了多单资产证券化项目，并担任交易的贷款服务机构。瑞福德汽车金融具备一定的证券化交易与贷款服务经验。

总体来看，瑞福德汽车金融公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，同时，在汽车抵押贷款业务与证券化方面均具有丰富的经验。瑞福德汽车金融作为本交易的发起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为中国银行股份有限公司安徽省分行。中国银行成立于 1912 年 2

月,2004年8月完成股份制改造。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成功挂牌上市,成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。

截至2017年末,中国银行资产总额194674.24亿元,所有者权益15766.79亿元。2017年,中国银行实现营业收入4832.78亿元,净利润1849.86亿元。截至2017年末,中国银行不良贷款率1.45%,不良资产拨备覆盖率159.18%,资本充足率14.19%,核心一级资本充足率11.15%。2017年末,中国银行托管资产规模约9.53万亿元。

中国银行建立了由各级机构、业务经营部门组成的第一道防线、由风险管理总部和业务管理部门组成的第二道防线和由稽核部门组成的第三道防线等共同组成的风险控制体系,并持续推进《企业内部控制基本规范》,进一步提高内部控制的自动化、精细化、专业化水平。

面对中国经济和金融环境的新常态,中国银行坚持稳健、理性、审慎的风险偏好,主动应对形势变化,努力建设专业、高效和差异化的全面风险管理体系。中国银行通过持续优化风险量化模型、启动整合风险管理平台建设、持续调整优化信贷结构、强化信贷资产质量管理、防范化解产能严重过剩行业风险、加强国别风险管理,强化海外信贷资产质量管理、并且加大不良资产清收力度,严格把控信用风险。

中国银行是国内首批五家从事基金托管业务的银行之一,托管业务涵盖证券投资基金、社保基金、企业年金、保险资金、QFII境内投资资金、券商理财计划、资产证券化资金、QDII(合格境内机构投资者)境外投资等领域。

总体来看,中国银行是我国大型的国有控股商业银行,公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强,托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3. 受托人/受托机构

本交易的受托人/受托机构是国元信托。国元信托成立于2001年,由安徽国元控股(集团)有限责任公司作为主发起人,联合其他有资格的法人单位共同发起设立。2003年12月,经中国银监会批准重新登记,换发金融许可证,注册资本金人民币16亿元。2016年10月8日,经安徽银监局核准公司注册资本变更为30亿元人民币。截至2017年末,最大股东为安徽国元控股(集团)有限责任公司,持股49.68%。

截至2017年末,按照合并报表口径,国元信托资产总额71.88亿元,所有者权益65.34亿元,信托业务资产2634.30亿元,实现营业总收入6.93亿元,净利润4.72亿元。

国元信托按照《公司法》、《信托法》、《信托公司管理办法》等法律法规的框架建立信托业务的法人治理结构和运行模式,形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的机制,风险管理坚持合规优先、全程监控、细化流程三个原则,内部控制环境良好;建立了权责分明、分工明确的内部控制体系,实现了对公司决策层、管理层和操作层的全面监督和控制;在合规优先、全程监控、细化流程三个原则下,完善了事前评估、事中控制、事后检查的风险控制流程,应对公司经营活动中可能遇到的:信用风险、市场风险、操作风险、其他风险。

国元信托作为受托人,在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品,业务经验丰富。

总体来看,国元信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及丰富的信托业务经验,本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

六、法律及其他要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：瑞福德汽车金融系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》和《主承销协议》；瑞福德汽车金融签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于瑞福德汽车金融的中国现行法律、行政法规和部门规章，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成瑞福德汽车金融合法的、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向瑞福德汽车金融主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；国元信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的《主定义表》、《信托合同》、《服务合同》、《资金保管合同》和《主承销协议》；国元信托签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于国元信托的中国现行法律、行政法规和部门规章，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成国元信托合法的、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向国元信托主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制；拟签署《资金保管合同》、《主承销协议》的其他各方均合法存续，具有完全的民事权利能力、民事行为能力 and 合法资格签署、交付和履行其作为一方的该等交易文件；拟签署该等交易文件的其他各方签署、交付和履行其作为一方的该等交易文件不违反适用其他各方的中国现行法律、行政法规和部门规章，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务，该等交易文件的其他相关各方按照交易文件的条款向各方主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产、

重整、和解或其他类似法律的限制；除法律意见书之假设所述的有关事项及以下事项外，瑞福德汽车金融、国元信托就签署、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、授权或同意；在《信托合同》约定的信托设立的前提条件全部满足（包括中国银行保险监督管理委员会依法完成备案和人民银行依法批准本项目）且委托人将信贷资产交付给受托人后，信托设立并生效；对于委托人设立信托的抵押贷款而言，信托一经生效，委托人对抵押贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力。如果发生权利完善事件或《信托合同》约定的其他事由，在委托人或受托人根据《信托合同》以权利完善通知的形式将该等债权转让的事实通知借款人后，该等债权的转让即对该等借款人发生法律效力；委托人根据《信托合同》转让抵押贷款债权时，同时转让与该债权有关的车辆抵押权。以车辆抵押的，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，在信托生效后，抵押权随主债权转移至受托机构，即使没有办理抵押权变更登记，受托机构对抵押车辆仍享有抵押权，但不能对抗善意第三人。为控制上述风险，发起机构和受托机构在《主定义表》和《信托合同》中约定，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，而受托人所享有的抵押权无法对抗善意第三人的，则该等信贷资产将被认定为不合格资产，发起机构应依照《信托合同》的规定向受托机构赎回该等信贷资产；对于委托人设立信托的信托财产而言，信托一经生效且信托财产实际交付或转让给受托人后，该等信托财产即与委托人未设立信托的其他财产相区别。在信托生效后，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有

的信托受益权（包含以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产。信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别。受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产；在中国银行保险监督管理委员会和人民银行分别依法对本项目备案、注册后，如果各方均依据《信托合同》、《主承销协议》、《承销团协议》发行和销售资产支持证券，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》规定的权利、权益和利益；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。该等资产支持证券不是委托人的负债，委托人不对资产支持证券的收益做出任何保证或担保，除了《信托合同》明确规定的职责外，委托人不承担任何默示的承诺或者义务，并不做出任何进一步的陈述与保证。资产支持证券也不是受托人的负债，除因受托人故意、欺诈或重大过失致使信托财产遭受损失外，受托人按照《信托合同》规定以信托财产为限向资产支持证券持有人承担支付信托利益的义务，对信托利益不作任何保证或担保。

会计意见书表明：瑞福德应该在其合并的财务报表中对特定目的信托进行合并；瑞福德在拟实施交易中保留了标的资产所有权上几乎所有的风险和报酬，不应当终止确认标的资产。

税务意见书表明：1）增值税方面：截至本意见出具时，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）尚未在现行增值税法规及规范性文件中查见明确要求对转让方征收增值税的规定；转入信托项目的贷款利息收入，应全额征收增值税；资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税，资管产品管理人运营资管产品提供的贷款服务以2018年1月1日起产生的利息及利息性质的收入为销售额；在信贷资产证券化的过程中，为证券化交易提供增值税应税服务取得的服务报酬收入等，应按增值税相关规定缴纳增值税；金融机构（包括

银行和非银行金融机构）投资者和非金融机构投资者持有资产支持证券期间（含到期）的收入可能会被视为利息收入征收增值税；金融机构（包括银行和非银行金融机构）投资者和非金融机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的以卖出价减去买入价差价收入应缴纳增值税；个人买卖信贷资产支持证券取得的差价收入免征增值税。2）企业所得税方面：在设立信托的过程中，瑞福德转让信贷资产取得的收益应按企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，转让信贷资产所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；瑞福德赎回或置换已转让的信贷资产，应按现行企业所得税有关转让、受让资产的政策规定处理；瑞福德作为发起机构与受托机构国元信托在上述的信贷资产转让、赎回或置换过程中应当按照独立企业之间的业务往来支付价款和费用，未按照独立企业之间的业务往来支付价款和费用的，税务机关将按照《税收征收管理法》的有关规定进行调整。信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者（以下简称机构投资者）分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；机构投资者取得信托项目分配的收益后，应当按照权责发生制的原则确认应税收入，按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税。信托项目收益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按企业所得税的政策规定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，对机构投资者按照现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理；机构投资者买卖资产支持证券获得的差价收入，应当按照企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税，买卖资产支持证券所发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入，应按企业所得税的政策规定缴纳企业所得税，清算发生的损失可按企业所得税的政策规定扣除；在信贷资产证券化的过程中，为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入

等，均应并入其应纳税所得额按其适用税率计算缴纳企业所得税；受托机构和证券登记托管机构应向其信托项目主管税务机关和机构投资

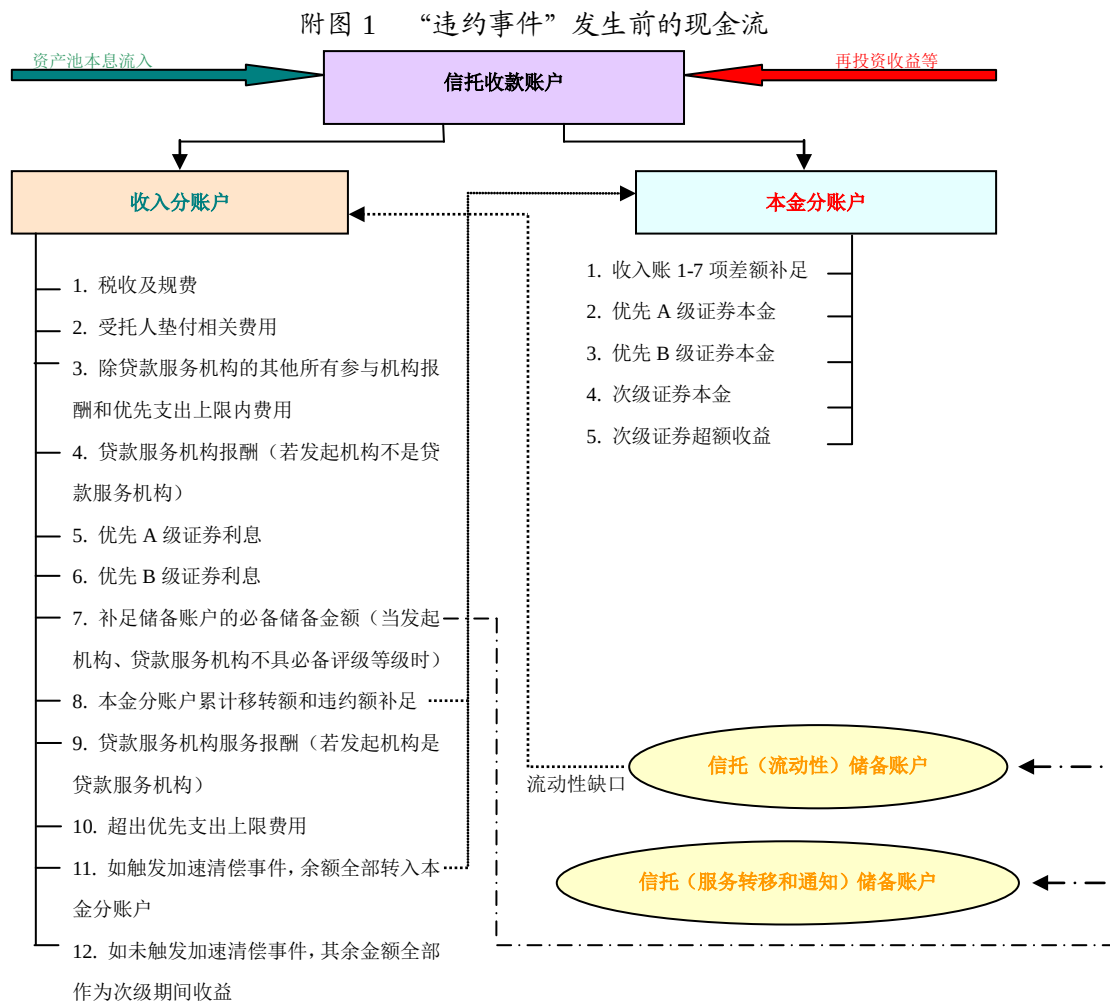
者所在地税务机关提供有关信托项目的全部财务信息以及向机构投资者分配收益的详细信息。
3) 印花税方面：全部环节暂免征收印花税。

七、评级结论

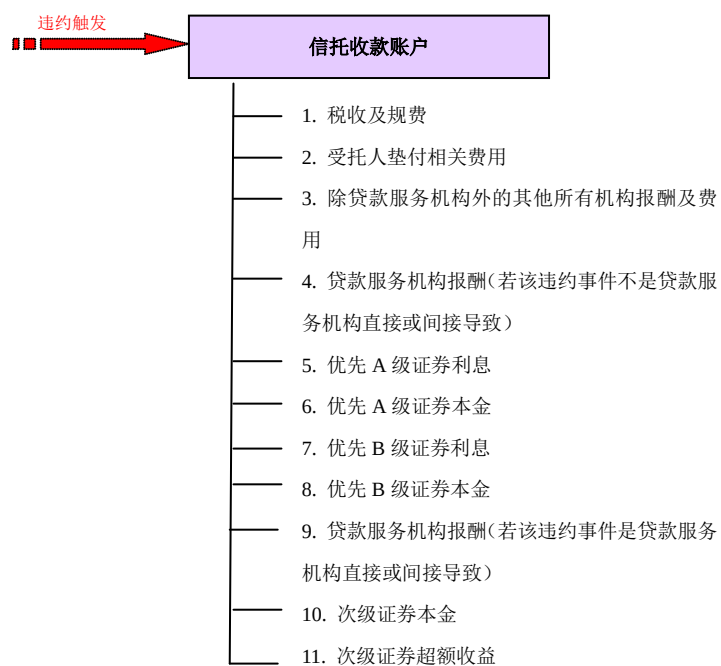
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素的综合考量，确定“欣荣 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁺_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

上述优先 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；优先 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很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信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}	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 欣荣 2018 年第二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“欣荣 2018 年第二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。

瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任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“欣荣 2018 年第二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“欣荣 2018 年第二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“欣荣 2018 年第二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，发行人/发起机构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“欣荣 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“欣荣 2018 年第二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“欣荣 2018 年第二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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“欣荣 2018 年第二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瑞福德汽车金融有限公司/安徽国元信托有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。