

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 2020 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、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日



信用等级公告

联合〔2020〕2749号

联合资信评估有限公司通过对“欣荣 2020 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 2020 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为 AAA_{sf}。

特此公告



欣荣 2020 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（%）	信用等级
优先级	200110.00	80.04	AAA _{sf}
次级	49901.76	19.96	NR
合 计	250011.76	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。

交易概览

基础资产初始起算日：2020 年 6 月 1 日
法定到期日：2026 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 250011.76 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、超额利差
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：中国邮政储蓄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：兴业银行股份有限公司、江苏银行股份有限公司、中信证券股份有限公司

评级时间：

2020 年 7 月 28 日

分析师

马 莉 欧阳睿 姜 源

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，并结合上述要素对证券进行了现金流分析和压力测试。

本交易基础资产涉及发起机构瑞福德汽车金融有限公司（以下简称“瑞福德汽车金融”）发放的 53860 笔个人汽车抵押贷款，不但具备了一般汽车金融资产池分散性好、初始抵押率合理（加权平均贷款初始抵押率为 72.17%）、分期还款的优点，而且历史静态池信用数据表现较好（考虑了账龄的预期累计违约率¹为 3.53%，回收率为 41.47%），再加上丰厚的超额利差（加权平均利率为 10.47%），资产池整体质量良好。在此基础上，优先/次级结构设置、触发机制设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。并且，从量化测算的结果看，优先级资产支持证券满足 AAA_{sf} 等级的评级标准。

综合上述因素，联合资信评定“欣荣 2020 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为 AAA_{sf}。

上述优先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。

优势

1. **资产池整体质量良好。**本交易基础资产涉及 53860 笔个人汽车贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，单个借款人未

¹考虑账龄后的预期累计违约率（CDR₂）用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为：CDR₂=CDR₀-CDR₁。其中，CDR₀为基础资产静态池全周期预期累计违约率，CDR₁为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

偿本金余额占比很小，最大占比为0.021%，分散性很好；根据历史静态池计算的预期累计违约率为5.18%，考虑了账龄的预期累计违约率为3.53%，回收率为41.47%。基础资产整体质量良好。

2. **资产池收益率高，利差丰厚。**本交易资产池加权平均利率为10.47%，资产池收益水平很高，预计资产池收入与税费、相关参与机构服务费支出及优先级资产支持证券利息支出之间将形成丰厚的超额利差，能够为优先级资产支持证券提供有力的信用支持。
3. **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19.96%的信用支持。

关注及风险缓释

1. **未办理抵押权变更登记带来的法律风险。**

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。
 2. **模型风险。**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，通过对违约率和回收率加压、缩小利差支持等手段，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。

3. **存在一定的宏观经济系统性风险。**随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大，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因宏观经济及外部环境波动而导致的资产违约率提高和回收率下降的可能性，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，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 2020 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。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构瑞福德汽车金融有限公司（以下简称“瑞福德汽车金融”）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250011.76万元个人汽车抵押贷款以及附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过安徽国元信托有限责任公司（以下简称“国元信托”）设立“欣荣2020年第二期个人汽车抵押贷款资产证券化信托”。国元信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先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：瑞福德汽车金融有限公司
受托人/受托机构：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：中国邮政储蓄银行股份有限公司安徽省分行
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：德勤华永会计师事务所（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：国泰君安证券股份有限公司
联席主承销商：兴业银行股份有限公司、江苏银行股份有限公司、中信证券股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

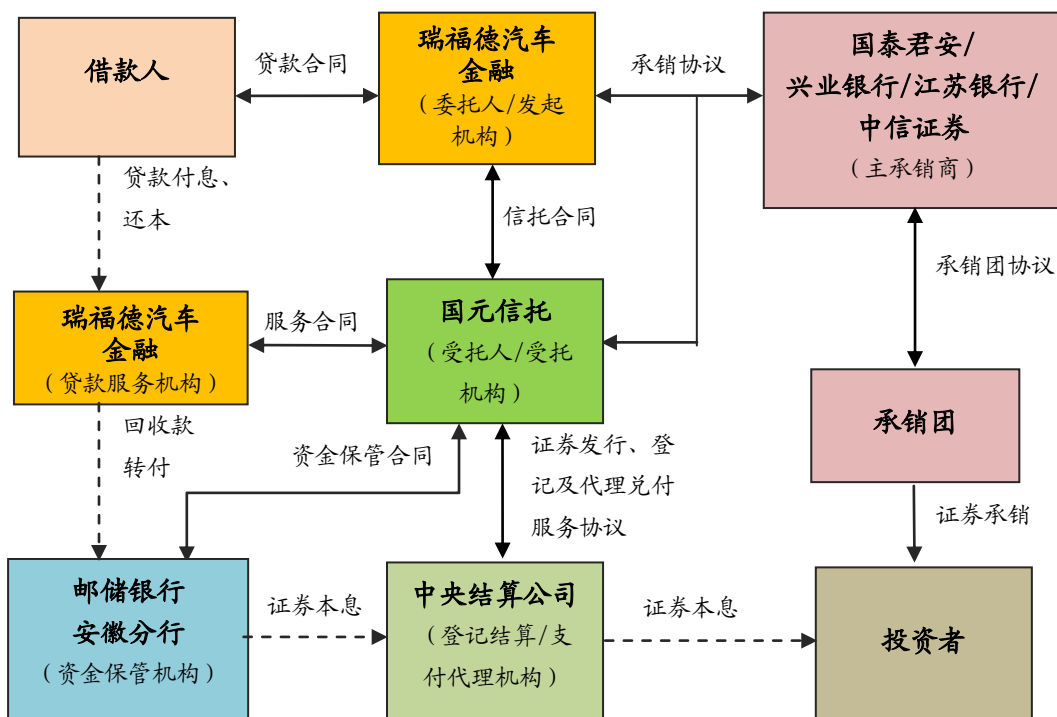


图1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易计划发行优先级和次级资产支持证

券（以下简称“优先级证券”和“次级证券”），其中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。

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，在既定条件下，次级证券可按月取得一定期间收益。优先级证券采用过手式结构按月偿付本金。

优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，发起机构自持全部次级证券。优先级证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定。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	金额	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先级	200110.00	80.04	固定利率	2021/12/26	按月支付利息，过手摊还本金
次级	49901.76	19.96	—	2023/1/26	在既定条件下获得期间收益以及最终的清算收益
合 计	250011.76	100.00	—	—	—

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 入池贷款

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易的入池贷款涉及发起机构瑞福德汽车金融发放的 53860 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 250011.76 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；如果存在共同借款人的，则共同借款人中至少有一人应当符合上述标准。

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 2023 年 12 月 31 日；(m)抵押贷款的发放日不晚于 2020 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 3000.00 元，且不超过人民币 400000.00 元或资产池贷款余额的 1.00%；(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）/抵押车辆购置成本（含抵押车辆买卖合同价格及附加费用）×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)

除借款合同、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），无论是因发生了借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借款合同；(w)借款合同、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)每笔贷款对应的借款合同、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公司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适用于汽车贷款业务的标准信贷程序、政策和实践所发放；(dd)借款合同和抵押合同均适用中国法律；(ee)中国法律和借款合同、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借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。

4. 现金流安排

本交易现金流主要来自于基础资产在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及分配做出了明确安排。

4.1 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。

4.2 现金流收付机制

(1) 现金流归集

受托人应授权并要求贷款服务机构按照《服务合同》的相关约定，于每个回收款转付日²下午两点（14:00）前将上一个收款期间扣除执行费用和根据交易文件的约定由信托财产承担的与资产池相关的增值税及其附加税费（如有）后的全部回收款转入信托账户。受托人应授权并要求资金保管机构按照《资金保管合同》的相关约定于每个服务机构报告日当日或之前根据贷款服务机构或受托人的资金汇划附言或相关通知，将信托账户收

² 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。回收款转付日按照如下规则确定：(a)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 BBB⁺级时，回收款转付日为每个支付日前第 7 个工作日（但不早于相应计算日）；(b)当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A⁺级或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 BBB⁺级，或者发生贷款服务机构解任事件的，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第 8 个工作日。(c)信托终止日后，回收款转付日为信托终止日后 10 个工作日内的任一工作日；在信托终止日后，贷款服务机构还收到回收款的，则回收款转付日为信托终止日后每个自然月结束后的第 5 个工作日，但所有回收款的转付应不晚于信托财产最后一个支付日的前 6 个工作日。

到的回收款分别记入收入分账户和本金分账户。

(2) 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³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，但未能于违约发生后 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，但未能于违约发生后 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

³ 支付日：系指每个公历月的第 26 日，但如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日。

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。

（3）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和规费、受托人为发行之目的垫付的相关费用、同顺序按比例支付除贷款服务机构服务报酬外其他所有参与机构服务报酬和优先支出上限内费用支出、贷款服务机构报酬（如果发起机构不是贷款服务机构）、优先级证券利息、各储备账户的必备储备金额补足（贷款服务机构不具备任一必备评级等级时）、本金分账户累计转移额和违约额补足、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支出、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；如未发生加速清偿事件，且优先级证券本金尚未支付完，不超过 4%/年支付次级期间收益、剩余金额记入本金分账户。本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费和规费、受托人为发行之目的垫付的相关费用、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）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）、优先级证券利息、储备账户的必备储备金额缺口后，用于优先级、次级证券本金的顺序偿付，最后剩余部分作为次级证券的收益。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和规费、受托人为发行之目的垫付的相关费用、除贷款服务机构服务报酬之外的其他所有参与机构服务报酬和全部费用支出、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）、优先级证券利息、优先级证券本金、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全部剩余收益，详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制以及条件储备账户、超额利差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级证券提

供信用损失保护。具体而言，本交易中次级证券为优先级证券提供的信用支持为 19.96%。

（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，当累计违约率超过交易文件所约定的阈值，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；当发生违约事件时，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，按照信托合同约定顺序偿付。触发机制通过改变现金流的支付顺序，在触发事件后优先支付优先档证券本息，该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) 超额利差

本交易资产池加权平均利率为 10.47%，资产池收益水平很高，预计资产池收入与税费、相关参与机构服务费支出及优先级资产支持证券利息支出之间将形成丰厚的超额利差，能够为优先级资产支持证券提供有力的信用支持。

(4) 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⁴。目前联合资信评定瑞福德汽车金融主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

2. 交易结构风险分析

⁴ 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。

(1) 混同风险

本交易存在一定的混同风险。混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息回收与贷款服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发的回收款高频划转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，贷款服务机构按月划转回收款；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，贷款相关方应直接将回收款付至信托账户；如届时贷款相关方仍将回收款划付至贷款服务机构，贷款服务机构应在收到每笔回收款后的第 8 个工作日将回收款划转至信托账户。

上述回收款的高频划转机制能有效缓释服务机构的混同风险，此外，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。

(2) 抵销风险

本交易存在一定的抵销风险。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。

(3) 流动性风险

本交易存在一定的流动性风险。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

本交易存在一定的提前偿还和拖欠风险。本交易采用过手顺序偿付结构，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) 再投资风险

本交易存在一定的再投资风险。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（含其分支机构）。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。较严格的合格标准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/贷款服务机构

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。

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。

瑞福德汽车金融成立于 2013 年 1 月，是由西班牙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，截至 2019 年末注册资本 10 亿元。成立以来，瑞福德汽车金融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 3 所示：

表 3 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%

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

成立以来，瑞福德汽车金融逐步建立由董

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 2019 年 12 月底，瑞福德汽车金融零售贷款业务覆盖全国 751 家江淮汽车经销商、47 家品牌直营店以及 181 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。2019 年，江淮汽车品牌平均渗透率达 30.80%。

截至 2019 年 12 月底，瑞福德汽车金融资产总额 190.88 亿元，其中贷款余额为 163.78 亿元，所有者权益为 24.30 亿元，2019 年度实现营业收入 14.17 亿元，净利润 3.20 亿元。截至 2019 年 12 月底，资本充足率 16.00%，核心一级资本充足率 14.96%。

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。

（2）资金保管机构

中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）公司治理规范、财务状况优良、资产质量很高、风险控制能力很强。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。

本交易的资金保管机构为邮储银行安徽省分行。邮储银行是由中国邮政集团公司全资拥有的股份制商业银行，其前身中国邮政储蓄银行有限责任公司成立于 2007 年 3 月。2012 年 1 月，中国邮政储蓄银行有限责任公司完成了股份制改革，变更为中国邮政储蓄银行股份有限公司。截至 2019 年末，邮储银行注册资本为

862.03 亿元，中国邮政集团公司持股 64.96%，为邮储银行控股股东。

截至 2019 年末，邮储银行资产总额 102167.06 亿元，其中客户贷款 48080.62 亿，负债总额 96718.27 亿元，吸收存款余额 93140.66 亿元，股东权益合计 5448.79 亿元。不良贷款率 0.86%，资本充足率 13.52%，一级资本充足率 10.87%，核心一级资本充足率 9.90%。2019 年全年，邮储银行共实现营业收入 2768.09 亿元，净利润 610.36 亿元。

邮储银行按照《公司法》《商业银行法》等相关法律法规部署，借鉴国际领先银行公司治理的成功实践，搭建和完善公司治理机制，设立了董事会、监事会，聘任了高级管理层。该行董事会下设五个专门委员会，分别在战略规划、风险管理、关联交易控制、提名与薪酬、审计方面协助董事会履行决策和监控职能；监事会下设监事会履职尽职监督委员会和财务、内控与风险监督委员会。

邮储银行奉行“适度风险、适度回报”的风险管理战略，统筹协调银行风险承担和收益回报，确保风险调整后的收益和资本充足状况达到良好的水平，加快推进全面风险管理体系建设。在风险管理架构方面，该行持续完善其风险管理组织架构，构建了由董事会及其下设的风险管理委员会、高级管理层及其下设的风险管理委员会、风险管理相关部门、审计部门和分支机构等协调统一的立体化风险管理组织体系。

（3）受托人/受托机构

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。

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，经中国银保监会批准重新登记，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 2019 年末，最大股东为安徽国元金融控股集团有限责任公司，持股比例为 49.69%。

截至 2019 年末，按照合并报表口径，国元信托资产总额 75.31 亿元，所有者权益 71.78 亿元，信托业务资产 1779.60 亿元；2019 年实现营业收入 6.84 亿元，净利润 4.39 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。

4. 法律要素及其他要素分析

北京市中伦律师事务所为本交易出具相关法律意见。根据法律意见，本项目各参与方均具备相应的法律资格；信托一经生效，基础资产的转让即发生法律效力；本项目交易文件不违反相关法律法规规定，交易结构合法有效。会计意见书表明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，因此不应当终止确认标的资产。根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）税务意见，除全部环节暂免征收印花税之外，本交易应该按照相关规定缴纳增值税和企业所得税。

联合资信收到的法律意见书表明：瑞福德公司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、服务合同和承销协议；瑞福德公司签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于瑞福德公司的中国现行法律、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公司合法的、有效的和有约束力的义务，该等交易文件的相关各方可以按照交易文件的条款向瑞福德公司主张权利，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可以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、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、民事行为能力和合法资格签署、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可以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，瑞福德公司、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：(1)中国银行保险监督管理委员会对瑞福德公司作为发起机构/委托人，根据信托合同将其合法所有信贷资产信托给作为受托机构/受托人的国元信托，由国元信托作为发行人向投资机构发行资产支持证券的事项的备案；(2)人民银行对瑞福德公司和国元信托在全国银行间债券市场注册发行欣荣系列个人汽车抵押贷款资产支持证券的许可；(3)人民银行对国元信托根据信托合同在全国银行间债券市场发行资产支持证券的备案。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和人民银行依法对本项目完成备案、注册）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。根据相关法律法规的规定，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，发起机构应按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、承销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，因此不应当终止确认标的资产。

税务意见书表明：1) 增值税方面：截至税务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，贷款服务机构取得的服务费收入、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他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：瑞福德公司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；瑞福德公司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；瑞福德公司作为发起机构与受托机构国元信托在信贷资产转让、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，贷款服务机构取得的服务收入、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他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。3) 印花税方面：全部环节暂免征收印花税。

三、基础资产分析

本交易基础资产涉及瑞福德汽车金融发放的 53860 笔个人汽车抵押贷款，最大单笔贷款未偿本金余额占比 0.02%；借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，资产池整体分散度高。加权平均利率为 10.47%，资产池收益水平很高。入池贷款已经经历了一部分账期，加权平均账龄为 0.81 年。入池汽车贷款均附带抵押担保，部分贷款附带保证担保，有助于提升贷款违约之后的回收。

联合资信对本交易入池资产信用风险的评

估主要基于发起机构瑞福德汽车金融个人汽车贷款业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池汽车贷款的账龄、历史还款记录等均会对组合信用风险概率分布的形态有一定影响。

1. 资产池分析

本交易的入池贷款涉及瑞福德汽车金融发放的 53860 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 250011.76 万元。依照银保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良好。截至初始起算日，资产池概要统计如表 4 所示。

表 4 资产池概况

未偿本金余额（万元）	250011.76
合同金额（万元）	374028.41
贷款户数（户）	53553
贷款笔数（笔）	53860
单笔最大合同金额（万元）	50.00
单笔平均合同金额（万元）	6.94
单笔最大未偿本金余额（万元）	44.07
单笔平均未偿本金余额（万元）	4.64
加权贷款执行利率（%）	10.47
加权平均合同期限（年）	2.80
加权平均账龄（年）	0.81
加权平均剩余期限（年）	1.99
最短剩余期限（年）	0.17
最长剩余期限（年）	2.67
加权平均初始贷款价值比（%）	72.17
借款人加权平均年龄（岁）	37.09

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=（初始起算日-借款人出生日）/365，下同；

3. 初始贷款价值比（LTV）=初始贷款合同金额/抵质押物初始评估价值*100%，保留 2 位小数，下同；

4. 贷款合同期限=（贷款到期日-贷款发放日）/365，下同；

5. 贷款账龄=（初始起算日-贷款发放日）/365，下同；

6. 贷款剩余期限=（贷款到期日-初始起算日）/365，下同

7. 资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 入池汽车贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池汽车贷款单笔贷款平均未偿本金余额为 4.64 万元，单笔最大未偿本金余额为 44.07 万元，占初始资产池全部未偿本金余额的 0.02%，资产池分散性很好，资产池的未偿本金余额分布如表 5 所示。

表 5 入池汽车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]	34096	106294.60	42.52

(5, 10]	18220	122825.53	49.13
(10, 15]	1240	14176.85	5.67
(15, 20]	148	2495.57	1.00
(20, 25]	76	1711.04	0.68
(25, 30]	36	965.79	0.39
(30, 35]	25	796.70	0.32
(35, 40]	12	445.06	0.18
(40, 45]	7	300.63	0.12
合 计	53860	250011.76	100.00

注：1. (,]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. 金额加总不等于合计系四舍五入所致，下同

3. 资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 入池贷款初始贷款价值比分布

入池贷款加权平均初始贷款价值比为 72.17%，初始贷款价值比介于 60%至 80%的贷款未偿本金余额占全部入池贷款余额的 93.46%。本交易入池贷款的初始贷款价值比分布如表 6 所示。

表 6 入池贷款初始贷款价值比分布

（单位：%、笔、万元）

比例区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(10, 20]	2	4.22	0.00
(20, 30]	42	95.23	0.04
(30, 40]	202	626.26	0.25
(40, 50]	1234	3805.65	1.52
(50, 60]	3672	11839.04	4.74
(60, 70]	23636	118922.35	47.57
(70, 80]	25072	114719.00	45.89
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车抵押贷款的初始贷款价值比越低，借款人违约的可能性越小。

4. 入池汽车贷款利率分布

本交易入池汽车贷款利率类型均为固定利率。入池汽车贷款加权平均利率为 10.47%，最高贷款利率为 17.90%，最低贷款利率为 9.50%，

入池贷款利率分布如表 7 所示。

表 7 入池汽车贷款利率分布
(单位: %、笔、万元)

利率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(8, 10]	40802	176679.65	70.67
(10, 11]	3411	20466.96	8.19
(11, 12]	4832	26637.43	10.65
(12, 13]	3493	18697.30	7.48
(13, 14]	452	2500.29	1.00
(14, 15]	719	4253.69	1.70
(15, 16]	67	327.86	0.13
(16, 17]	12	63.99	0.03
(17, 18]	72	384.59	0.15
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

5. 入池汽车贷款担保方式分布

本交易的入池汽车贷款均附带抵押担保, 部分贷款附带保证担保, 有助于提升贷款违约之后的回收, 入池汽车贷款担保方式分布如表 8 所示。

表 8 入池汽车贷款担保方式分布
(单位: 笔、万元、%)

担保方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
抵押	53634	248266.47	99.30
抵押+保证	226	1745.30	0.70
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

6. 入池汽车贷款账龄分布

截至初始起算日, 本交易入池汽车贷款加权平均账龄为 0.81 年, 入池汽车贷款的账龄分布如表 9 所示。

表 9 入池汽车贷款账龄分布
(单位: 期、笔、万元、%)

账龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 0.5]	17808	106188.31	42.47
(0.5, 1]	17035	86150.28	34.46
(1, 1.5]	9827	31696.40	12.68

(1.5, 2]	4511	12887.04	5.15
(2, 2.5]	4230	11310.97	4.52
(2.5, 3]	436	1742.23	0.70
(3, 3.5]	13	36.54	0.01
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

7. 入池汽车贷款剩余期限分布

截至初始起算日, 本交易入池汽车贷款的加权平均剩余期限为 1.99 年, 最长剩余期限为 2.67 年, 最短剩余期限 0.17 年, 入池汽车贷款的剩余期限分布如表 10 所示。

表 10 入池汽车贷款剩余期限分布
(单位: 期、笔、万元、%)

剩余期限区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 0.5]	2327	2977.20	1.19
(0.5, 1]	9099	20001.11	8.00
(1, 1.5]	10094	40790.12	16.32
(1.5, 2]	9620	43222.23	17.29
(2, 2.5]	18496	114485.77	45.79
(2.5, 3]	4224	28535.32	11.41
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

8. 入池汽车贷款还款方式

本交易入池汽车贷款的还款方式均为按月等额本息。

9. 借款人年龄分布

截至初始起算日, 本交易入池汽车贷款借款人的平均年龄为 37.09 岁, 未偿本金占比最大的年龄段集中在 20 岁到 40 岁之间。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]	447	2313.35	0.93
(20, 30]	11785	55732.23	22.29
(30, 40]	22368	103557.53	41.42
(40, 50]	13805	63048.82	25.22

(50, 60]	5264	24558.28	9.82
(60, 70]	191	801.56	0.32
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

10. 借款人职业分布

本交易入池汽车贷款借款人职业分布如表 12 所示。

表 12 借款人职业分布

(单位：笔、万元、%)

职业	笔数	未偿本金余额	金额占比
一般工人	11305	51832.38	20.73
企业负责人、股东	7766	40532.74	16.21
个体商店老板	6996	31552.09	12.62
操作人员	6672	28583.58	11.43
业务人员	4795	22014.66	8.81
无技术工人	2820	15607.32	6.24
企业基层主管、半专 业人员	3386	15405.16	6.16
农林渔牧	3074	13491.62	5.40
企业高、中级主管	2916	13158.79	5.26
专业人员	1958	8435.83	3.37
售货人员	1073	4475.52	1.79
文艺工作者/专业技 艺	492	2037.92	0.82
政府工作人员	274	1218.91	0.49
警察、消防员	145	684.92	0.27
政府官员	124	673.48	0.27
清洁人员	42	175.12	0.07
军官	13	74.09	0.03
现役军人	9	57.62	0.02
合 计	53860	250011.76	100.00

注：1. 表中职业为瑞福德汽车金融划分口径；

2. 资料来源：发起机构提供，联合资信整理

11. 借款人婚姻状况分布

本交易入池贷款中已婚的借款人未偿本金余额占比最高，为 74.37%。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	40559	185935.22	74.37
未婚	8885	41733.17	16.69
离异	4157	21065.89	8.43
丧偶	259	1277.48	0.51
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

12. 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。本交易入池汽车贷款分布在全国 31 个省市，地区分布较为分散。截至初始起算日，入池汽车贷款中占比最大的十个地区如表 14 所示。

表 14 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
河南	6291	29615.47	11.85
安徽	5413	21012.46	8.40
山东	4529	19228.10	7.69
四川	3236	14536.85	5.81
江苏	2624	14261.70	5.70
河北	2964	13303.91	5.32
广东	2560	12057.57	4.82
内蒙	2544	11899.61	4.76
湖南	2585	11792.91	4.72
贵州	1960	9302.01	3.72
合 计	34706	157010.60	62.80

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

13. 车辆品牌分布

本交易入池汽车贷款所购车辆均为新车，入池汽车贷款中车辆涉及 172 个品牌，车辆品牌分布较分散。截至初始起算日，入池汽车贷款中占比前十大品牌分布如表 15 所示。

表 15 入池汽车贷款车辆占比前十大品牌分布

(单位：笔、万元、%)

车辆品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
江淮汽车	32406	123230.35	49.29

福田汽车	1674	10923.81	4.37
长安汽车	2140	9196.08	3.68
吉利汽车	1275	6574.66	2.63
长城汽车	971	5780.91	2.31
中国重汽	633	4953.60	1.98
上汽通用五菱	1284	4446.48	1.78
一汽解放	494	3946.01	1.58
江铃汽车	490	3421.35	1.37
广汽乘用车	442	3162.59	1.26
合 计	41809	175635.84	70.25

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

14. 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 49.67%，少数贷款汽车购买价格高于 30 万元，最高不超过 100.50 万元。汽车的购买价格分布见表 16：

表 16 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]	1200	2757.81	1.10
(5, 10]	33949	121439.40	48.57
(10, 15]	14741	86141.99	34.46
(15, 20]	3032	25635.52	10.25
(20, 25]	531	6199.27	2.48
(25, 30]	144	2001.21	0.80
30 以上	263	5836.56	2.33
合 计	53860	250011.76	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

1. 现金流分析

本交易的入池资产涉及发起机构瑞福德汽车金融向 53553 户借款人发放的 53860 笔人民币贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 250011.76 万元。联合资信根据瑞福德汽车金融提供的标的业务历史数据，计算出累计违约率⁵、回收率和早偿率三个量化指标，用于分析本交易未来现金流情况。

瑞福德汽车金融的历史表现方面，联合资信整理了 2013 年 6 月—2020 年 5 月的 83 个静态池的数据（2013 年 3 月—2013 年 5 月数据笔数少，2019 年 12 月—2020 年 5 月观测周期短，未作参考），分别计算了逾期 30 天以上累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的累计违约率表现如下：

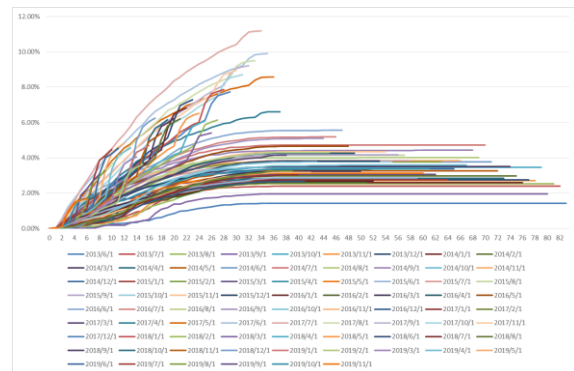


图 2 静态池在后续月份的累计违约率表现

资料来源：瑞福德汽车金融提供，联合资信整理。

累计违约率，是判断基础资产表现的指标，根据静态池中违约分布计算，用于模拟本交易成立后因违约导致的资产池本金减少。联合资信根据历史数据整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用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，从而得到资产池的预期累计违约率为 5.18%，考虑了账龄的预期累计违约率⁶为 3.53%。

⁵ 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。

⁶ 考虑账龄后的预期累计违约率（ CDR_2 ）用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为： $CDR_2 = CDR_0 - CDR_1$ 。其中， CDR_0 为基础资产静态池全周期预期累计违约率， CDR_1 为基础资产静态池已有账期预期累计违约率。

回收率，瑞福德汽车金融提供了 2013 年 3 月—2020 年 5 月投放产品的静态池历史数据。联合资信根据“资产回收率=(静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额-静态池最终被认定为核销资产的未偿本金余额)/静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额”公式计算出每个静态池逾期资产的回收率。联合资信自 2013 年 6 月起开始计算各个月资产回收率，去除几个时间太短还未体现回收能力的静态池样本，通过计算各个静态池的回收率平均值，得出各静态池如下表所示。

表 17 各静态池资产回收率（单位：%）

静态池	回收率	静态池	回收率
2013 年 6 月	67.53	2016 年 9 月	32.63
2013 年 7 月	61.71	2016 年 10 月	40.99
2013 年 8 月	57.87	2016 年 11 月	39.47
2013 年 9 月	50.91	2016 年 12 月	37.79
2013 年 10 月	57.84	2017 年 1 月	38.44
2013 年 11 月	59.22	2017 年 2 月	46.34
2013 年 12 月	59.32	2017 年 3 月	34.46
2014 年 1 月	57.87	2017 年 4 月	35.57
2014 年 2 月	50.68	2017 年 5 月	29.92
2014 年 3 月	59.09	2017 年 6 月	32.29
2014 年 4 月	42.20	2017 年 7 月	34.19
2014 年 5 月	40.99	2017 年 8 月	36.07
2014 年 6 月	50.29	2017 年 9 月	39.35
2014 年 7 月	33.59	2017 年 10 月	41.92
2014 年 8 月	34.35	2017 年 11 月	38.91
2014 年 9 月	32.54	2017 年 12 月	39.85
2014 年 10 月	35.29	2018 年 1 月	40.01
2014 年 11 月	31.68	2018 年 2 月	34.44
2014 年 12 月	33.69	2018 年 3 月	35.47
2015 年 1 月	36.08	2018 年 4 月	33.78
2015 年 2 月	32.49	2018 年 5 月	40.57
2015 年 3 月	39.04	2018 年 6 月	45.86
2015 年 4 月	32.71	2018 年 7 月	38.22
2015 年 5 月	25.04	2018 年 8 月	42.47
2015 年 6 月	25.81	2018 年 9 月	46.89
2015 年 7 月	30.23	2018 年 10 月	44.21

2015 年 8 月	26.81	2018 年 11 月	44.43
2015 年 9 月	25.57	2018 年 12 月	43.25
2015 年 10 月	28.17	2019 年 1 月	48.47
2015 年 11 月	24.27	2019 年 2 月	41.32
2015 年 12 月	31.70	2019 年 3 月	48.89
2016 年 1 月	31.60	2019 年 4 月	49.97
2016 年 2 月	31.54	2019 年 5 月	52.52
2016 年 3 月	29.72	2019 年 6 月	68.47
2016 年 4 月	30.77	2019 年 7 月	64.91
2016 年 5 月	28.97	2019 年 8 月	65.95
2016 年 6 月	26.50	2019 年 9 月	75.60
2016 年 7 月	30.79	2019 年 10 月	76.08
2016 年 8 月	28.83	平均值	41.47

资料来源：瑞福德汽车金融提供，联合资信整理

通过计算各静态池的回收率的算数平均数，联合资信确定资产池基准回收率为 41.47%。

早偿率，用于模拟资产在未来各期提前偿还的比例。本期交易优先级资产支持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资产支持证券本金的兑付，但是在一定程度上减少了入池资产产生的利息，而本期交易存在超额利差，因此将早偿率作为压力条件，根据可用静态池计算出早偿率为 5.56%。

表 18 现金流模型基准参数

参数名称	基准参数（%）
累计违约率	3.53
回收率	41.47
早偿率	5.56

资料来源：联合资信整理

2. 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。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对于预期累计违约率、回收率和早偿率三个量化指标两个量化指标按照优先级证券目标评级 AAA_{sf} 的压力倍数进行加压考量。其中，预期累计违约率存在过渡时间，即从信托成立指定月份后达到最大压力结果，回收率不设过渡时间，直接达到最大压力结果。目标评级 AAA_{sf} 的过渡时间要求设置为 4 个月。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，但同时较高的早偿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，提高早偿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早偿率加压。

在压力调整系数方面，考虑到瑞福德汽车金融从 2013 年成立至今运营稳定，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。综合考虑，联合资信确定压力调整系数取值为 1.00。最终，联合资信得到现金流流入端压力参数结果如下表 19 所示。

表 19 压力测试的加压条件

目标级别	AAA _{sf}		
参数名称	累计违约率	回收率	早偿率
基准结果(%)	3.53	41.47	5.56
目标评级下乘数/折损系数	5.50	0.45	-
过渡时间(月)	4	0	-
压力调整系数	1.00	1.00	-
加压后参数值(%)	19.42	22.81	5.56

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。

优先级证券发行利率：根据近期发行的利

率，优先级证券的预期发行利率为 3.80%，加压后得到压力情形下优先级证券加压发行利率为 4.30%。根据交易文件中规定，如果未发生加速清偿事件且优先级证券的本金尚未清偿完毕，按不超过 4.00%/年的收益率计算和支付次级证券的期间收益，出于审慎性考虑，联合资信在测算时设定次级证券的预期收益率为 4.00%。

本交易税率、费率：本交易采用 6.78%作为相关税率；同时，综合考虑本交易的登记托管费用、支付代理机构服务费、受托机构服务费、贷款服务机构报酬、资金保管费、审计师报酬、跟踪评级费等。

表 20 现金流流出压力参数设置

参数名称	压力参数设置
初始起算日	2020/6/1
预计信托设立日	2020/8/20
增值税税率	6.78%
优先级证券预期收益率	4.30% (3.80%+50bps)
次级证券预期收益率	4.00%
基准综合费率为	0.06%

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不同的压力因子，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

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到优先级证券目标评级 AAA_{sf} 情景下优先级证券的压力测试结果，具体如表 21 所示。

表 21 AAA_{sf} 压力情景优先级证券压力测试结果（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	21881.47	税费	3652.04	3652.04
		优先级证券利息	5537.66	5537.66

		次级证券利息	4643.84	366.40
回收款本金	201118.94	优先级证券本金	200110.00	200110.00
		次级证券本金	49901.76	13334.31
流入合计	223000.41	流出合计	263845.31	223000.41

从 AAA_{sf} 压力情景下的压力测试结果可以看到, 优先级证券可偿还完所有本息, 同时信托账户中尚余 13334.31 万元可用于兑付次级证券本金, 对优先级证券形成 6.66% 的安全距离 (优先级证券的安全距离=优先级证券本息支

付完毕后剩余的现金/优先级证券发行规模)。因此, 优先级证券能通过 AAA_{sf} 级别压力测试。联合资信最终确定“欣荣 2020 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能够达到 AAA_{sf}。

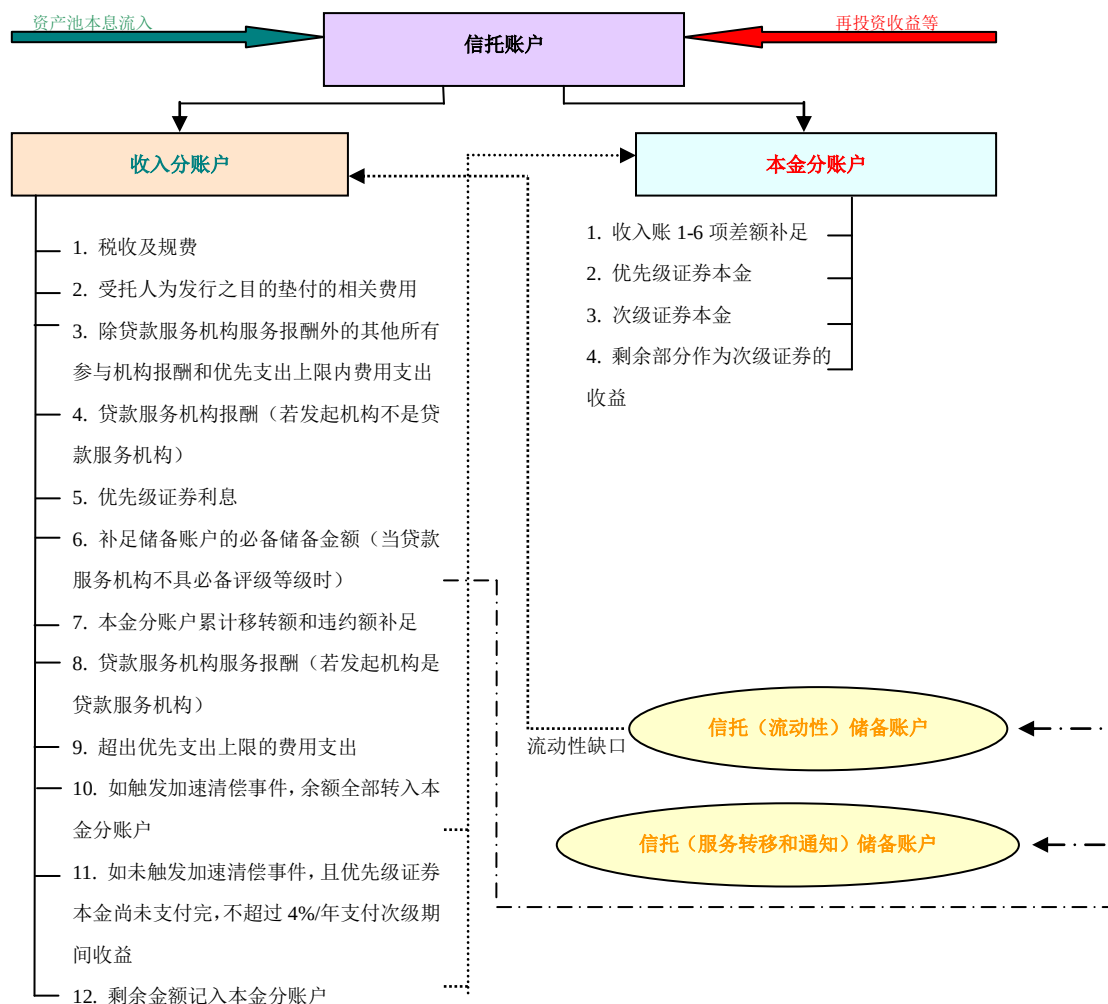
五、评级结论

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能力及操作风险等因素的综合考量, 确定“欣荣 2020 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为 AAA_{sf}, 次级资产支持证券未予评级。

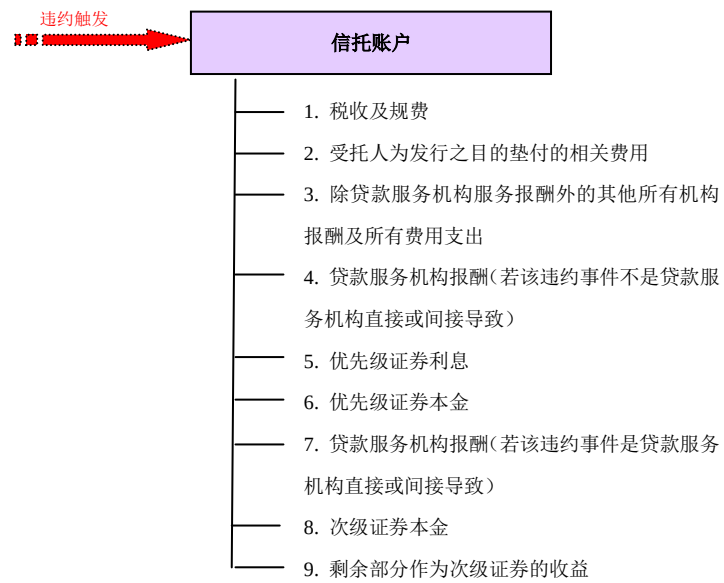
上述优先级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强, 违约风险极低。

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 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}和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：

级别设置	含义
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
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
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 欣荣 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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 2020 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。