

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款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。

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月十七日



信用评级公告

联合〔2020〕4333号

联合资信评估股份有限公司通过对“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估,确定“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”项下优先 A 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均为 AA^+_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月十七日



和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚 应收账款资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先 A 级	24800.00	75.39	AAA _{sf}
优先 B 级	3200.00	9.73	AA ⁺ _{sf}
次级	4894.86	14.88	NR
合计	32894.86	100.00	—

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. NR 表示未予评级

交易概览

基础资产基准日: 2020 年 10 月 17 日零时
发起机构/委托人: 和赢商业保理(深圳)有限公司
受托机构/发行人: 交银国际信托有限公司
差额支付承诺人/融资人: 汇通信诚租赁有限公司
远期收购支持人/赎回保证人: 广汇汽车服务集团股份有限公司
资产服务机构一: 汇通信诚租赁有限公司
资产服务机构二/后备资产服务机构: 和赢商业保理(深圳)有限公司 ¹
资金保管机构: 交通银行股份有限公司
监管银行: 交通银行股份有限公司新疆维吾尔自治区分行
技术支持及咨询顾问: 新分享科技服务(深圳)有限公司
牵头主承销商: 交通银行股份有限公司
联席主承销商/簿记管理人: 中国国际金融股份有限公司
信用提升机制: 优先/次级结构、超额利差、触发机制、差额支付机制和远期收购
基础资产: 指委托人向受托人转让的 32894.86 万元应收账款债权及其附属担保权益
底层资产: 指融资人依据基础合同项下现有或未来的债权债务关系以及在真实、合法的交易的的基础上所享有的融资租赁债权及其附属担保权益
票据法定到期日: 2026 年 11 月 27 日

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

¹ 本信托项下资产服务机构一的初始后备资产服务机构为和赢商业保理(深圳)有限公司。

评级观点

联合资信评估股份有限公司(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, 并对资产支持票据进行了现金流分析和压力测试。

本交易基础资产为委托人和赢商业保理(深圳)有限公司(以下简称“和赢保理”)向受托人交银国际信托有限公司(以下简称“交银国际信托”)转让的 32894.86 万元应收账款债权及其附属担保权益。底层资产为汇通信诚租赁有限公司(以下简称“汇通信诚”)对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益。入池资产具备了一般汽车金融资产分散度高(单户承租人最大未偿本金余额占比 0.09%)、首付合理(加权平均首付比例 21.80%)、分期付款等优点。虽然同类资产的历史静态池信用数据表现并不出色(预期累计违约率为 7.59%, 回收率为 59.62%), 但考虑到入池资产较高的收益水平(加权平均现行年利率为 11.42%)及一定的封包期利息(约 1 个月的封包期利息, 占资产池未偿本金的 0.93%), 资产池整体质量仍然较好。在此基础上, 优先/次级安排、触发事件等机制为优先级资产支持票据提供了充足的信用支持。此外, 远期收购支持人/赎回保证人广汇汽车服务集团股份有限公司(以下简称“广汇汽车”, 主体信用等级为 AA⁺)提供的远期收购支持和赎回保证为本交易提供了额外的信用支持。

综合考虑上述因素, 联合资信评定“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”项下优先 A 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}。

评级时间

2020年11月17日

分析师

王放 杨润泽 高维蔚

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

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反映了该票据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 级资产支持票据的评级结果反映了该票据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。

优势:

1. **本期交易入池资产整体质量较好。**本期入池资产作为汽车金融资产, 具有分散度高、首付合理(加权平均首付比例 21.80%)、收益率高(加权平均现行年利率为 11.42%)及分期付款等优势。此外, 本期交易入池资产是由汇通信诚转让给和赢保理资产; 和赢保理作为受让方, 依托股东新分享科技服务(深圳)有限公司提供的技术支持及咨询服务, 对每笔新增投放的资产进行承租人适格性校验、债权真实性校验、影像资料及资金流水校验, 以及与承租人逐一签署债权转让协议进行确权等穿透管理。入池资产整体质量良好。
2. **优先/次级的顺序偿付安排及触发机制的设置**为优先级资产支持票据提供了相应的信用支持。具体而言, 优先 A 级资产支持票据获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据 24.61% 的信用支持, 优先 B 级资产支持票据获得次级资产支持票据 14.88% 的信用支持。
3. **本期交易由广汇汽车提供了外部信用支持。**本交易的远期收购支持人/赎回保证人为广汇汽车, 联合资信给予广汇汽车的主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。广汇汽车提供的远期收购支持/赎回保证对本交易具有一定的额外信用支持。
4. **本交易混同风险低。**本交易承租人偿付的款项将由资产服务机构一向第三方支付机构发起扣款指令后直接进入监管账户, 混同风险低。

关注及缓释：

1. **本期交易入池资产地区集中度较高。**入池资产占比最大地区为广东省，占 28.81%。入池资产地区集中度较高，存在一定的地区性风险。
2. **汽车跌价比率可能提高。**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，竞争激烈，由此可能导致汽车跌价比率提高，降低回收率水平。
3. **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。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构和发行人提供，联合资信评估股份有限公司（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，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，未因发起机构/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、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

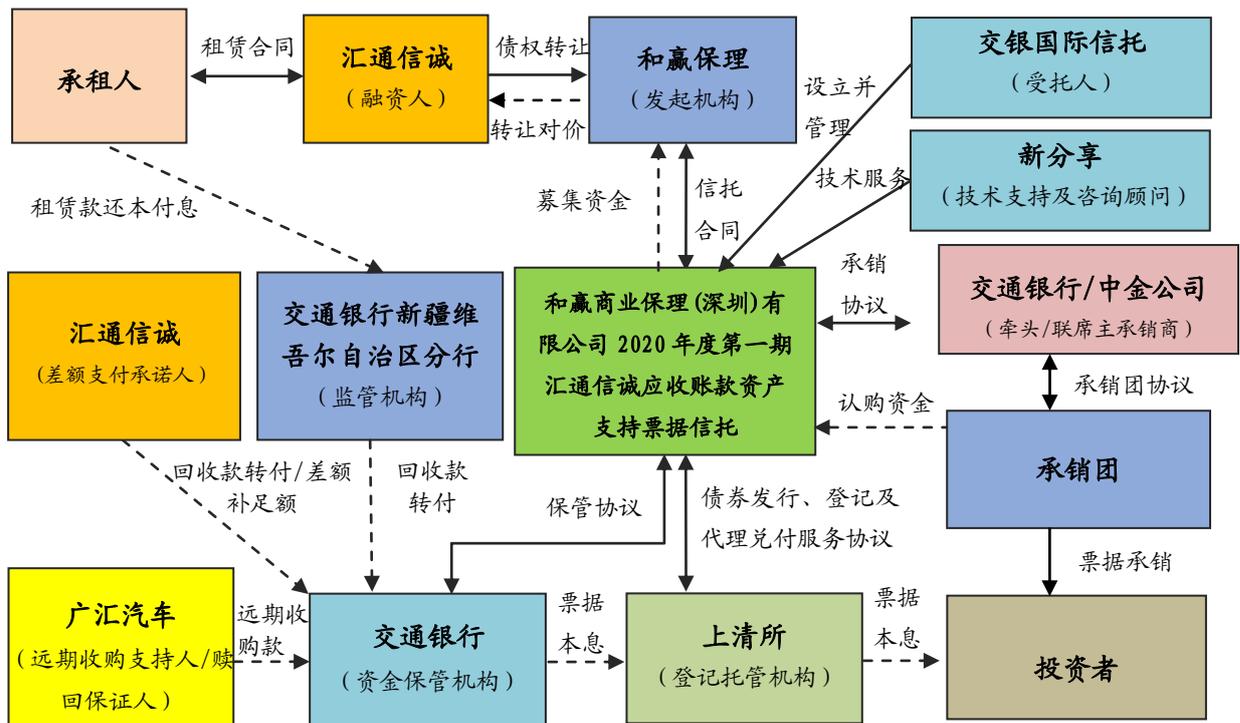
1. 交易结构

本交易的发起机构和赢商业保理(深圳)有限公司(以下简称“和赢保理”)按照国内现行的有关法律及规章,将其合法所有本交易信托合同约定的符合合格标准的应收账款债权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,通过交银国际信托有限公司(以下简称“交银国际信托”)设立“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票

据信托”。交银国际信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据,投资者通过购买并持有该资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益,按约定向本期票据持有人还本付息。本交易结构图如下所示:

图 1 交易安排



资料来源:发起机构提供,联合资信整理

2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级和次级资产支持票据(以下简称“票据”),优先级票据包括优先A级票据和优先B级票据。优先级票据享有优先级信托受益权,次级票据享有次级信托受益权。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构,次

级票据为优先级票据提供信用增级。优先级票据采用固定利率,票面利率根据簿记建档结果确定,按月支付利息。次级票据不设票面利率,在优先级票据本金偿付完毕之后取得最终的剩余收益。融资人将持有全部次级票据。本次资产支持票据募集资金用途以募集说明书披露为

准，募集资金主要用于保理业务投放及支付从法定到期日为2026年11月27日。
汇通信诚处受让的底层资产的对价。本交易的

表1 资产支持票据概况(单位:万元、%)

资产支持票据	发行规模	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付方式
优先 A 级	24800.00	75.39	固定利率	2022/10/27	按月支付利息，过手摊还本金
优先 B 级	3200.00	9.73	固定利率	2023/1/27	
次级	4894.86	14.88	—	2023/11/27	优先级兑付完毕后，享有剩余收益
合计	32894.86	100.00	—	—	—

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产为委托人和赢保理向受托人交银国际信托转让的 32894.86 万元应收账款债权及其附属担保权益。底层资产为汇通信诚对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益。此外，本期交易入池资产是由汇通信诚转让给和赢保理的资产；和赢保理作为受让方，依托股东新分享科技提供的技术支持及咨询服务，对每笔新增投放的资产进行承租人适格性校验、债权真实性校验、影像资料及资金流水校验，以及与承租人逐一签署债权转让协议进行确权等穿透管理。根据交易文件约定，合格资产标准就每一笔基础资产而言，系指在基准日²和信托财产交付日(除非具体条款中另有明确约定)：(a)资产所对应的全部保理合同及基础合同适用法律均为中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(b)除附带权利限制资产(如有)以外，资产项下各笔应收账款债权均可以进行合法有效的转让，且无需其他融资人或其他第三方的同意；针对附带权利限制资产(如有)，委托人承诺于信托设立前取得远期转让资产(如有)的所有权，使该等资产归属于委托人，并于信托设立前完成附带质押资产(如有)上设立的质押的解除；(c)承租人为自然人时，其为中国公民或永久居民，且在起租日为年龄 18 (含)

到 60 (含) 周岁之间的自然人；承租人为非自然人时，系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人、事业单位法人或其他组织，且在出租人签已知或应知的范围内均未发生对其财务状况或营运成果产生重大不利影响的事件或情况，包括但不限于如下情形：资产转让、申请停业整顿、申请解散、申请破产、停产、歇业、注销登记、被吊销营业执照、涉及重大诉讼或仲裁、生产经营出现严重困难、财务状况恶化等；(d)承租人为自然人时，不是与出租人签订劳动合同的雇员；承租人为非自然人时，不是出租人及其关联企业，且存在自然人作为其连带责任保证人，为承租人在租赁合同或其他相关协议下的偿付义务提供担保；(e)承租人不违反其在租赁合同或其他相关协议下的偿付义务（以下第(j)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；(f)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；(g)底层资产已经全部起租且同一租赁合同项下的融资租赁未偿款项（包括但不限于租金、违约金及其他款项将全部转让给受托人；(h)底层资产项下所有应付款项均以人民币为单位；(i)底层资产未根据出租人的标准程序予以核销；(j)在基准日，底层资产均为正常类，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；(k)租赁合同的到期日均不晚于法定到期日前 36 个月；(l)底层资产起租时，其首付比率不低于 20%(首付比率=首付款金额/租赁车辆购车款总额×100%)；(m)底层资产的还款方式均有确定的还

² 基准日：系指资产池的封池日，即 2020 年 10 月 17 日，从该日起（含该日）资产池产生的回收款应归入信托财产。

款计划；(n)租赁合同的执行利率不高于 24%；(o)承租人已经支付了其应付的与底层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)除非相关承租人提前偿还完毕相关租赁合同项下全部应付款项(包括现时的和将来的，已有的和或有的)，承租人均无权单方终止该租赁合同；(q)租赁合同中对融资租赁未偿款项(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禁止性规定条款；(r)针对底层资产而言，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；(s)针对底层资产而言，出租人已经按照约定支付了租赁物件购买价款，承租人不存在转让租赁物件所有权给出租人的抗辩事由；(t)资产及底层资产均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；(u)出租人已经按照基础合同的约定向承租人履行了合同项下的义务，相关租赁车辆已经交付给承租人，租金支付条件已满足，除以租赁保证金冲抵租赁合同项下应付租金外，承租人履行其租金支付义务不存在抗辩事由和约定的抵销情形；(v)在基准日，为防止承租人擅自处分租赁车辆，承租人已与出租人或出租人指定第三方签订抵押合同，该租赁车辆已在或正在中国相关的登记机关办理抵押登记手续，且唯一登记的抵押权人为出租人或出租人指定第三方，或根据出租人的内部业务制度免于办理抵押登记，或由于内外部制度和政策等原因无法办理抵押登记；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；(w)在支付该融资租赁款时，相关租赁车辆已经根据行业通用标准投保，所投保险包括但不限于以承租人或出租人名义取得的但标明出租人为第一受益人的财产险(第三人责任险除外)；(x)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；(y)该融资租赁款为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业务相关的政策、实践和程序所支付；(z)租赁合同、保证合同(如有)、抵押合同均适用中国法

律；(aa)中国法律、租赁合同禁止或限制相关承租人在未经出租人同意时转让其在该租赁合同中的义务或相关租赁车辆；(bb)中国法律、租赁合同或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。

同时，委托人于基准日和信托生效日(除非具体条款中对时间另有明确约定)就其向受托人交付的每一笔资产的状况，作出陈述和保证如下：(a)除附带权利限制资产(如有)外，委托人是每一笔资产的唯一债权人，对相关的资产拥有合法的请求权，委托人未向任何第三方转让该等权利或利益，且委托人未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押或任何其他财产负担。为避免疑义，委托人承诺于信托设立前取得远期转让资产(如有)的所有权，使该等资产归属于委托人，并于信托设立前解除附带质押资产(如有)上设立的质押；(b)在基准日和信托生效日(合格标准对时间另有说明的除外)，每一笔资产均符合合格标准；(c)据委托人所知，委托人向受托人提供的关于委托人转让的资产的必要的资料和信息，在所有可能对债权回收的实现有重大影响的方面均真实、准确和完整；(d)从信托财产交付后，受托人将成为信托财产中各应收账款债权的唯一债权人；该等权利将依法完善以具有对抗第三人的效力，并且受托人将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据，拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权；委托人作为一方的交易文件项下的任何交易(包括但不限于信托财产的转移)均不构成欺诈性的让与；(e)每位债务人履行基础合同项下义务的所有先决条件均已得到满足；(f)除交易文件规定的以外，委托人未就其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益，给予或同意给予任何第三方对资产的回收产生重大不利影响的选择权(出租人已在租赁合同中约定的提前还款或提前退租的选择权除外)；也未处置或同意任何第三方处置其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益；(g)委托人对每笔资产享有的所有权并非是无效的或已

被撤销、宣布无效或被废止，亦不能被撤销、宣布无效或被废止；(h)任何资产(或其任何部分)均不是其他证券化交易的对象，且不曾被委托人出售、转让、质押、转移或以任何方式处置，以致使委托人出售、转让和转移其对资产的所有权和其他有关权益的权利受到任何限制；(i)除已取得或作出现行有效的政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续以外，不需要其他政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续，以确保与资产相关的任何文件的有效性、可执行性或作为证据的可接受性；(j)应收账款债权的形成均符合相关中国法律的各项要求；(k)每笔底层资产将在任何时候都是相关债务人合法、有效和有约束力的支付义务，并且可按照基础合同的条款对承租人、担保人主张权利；(l)委托人在将资产信托予受托人时，除交易文件另有约定的以外(包括但不限于发送应收账款债权转让通知、权利完善通知，办理抵押权转移登记手续)，委托人已经完成交易文件项下交易应适用的中国法律所要求其履行的所有程序和规定；(m)信托生效日之前，就每一笔资产而言，委托人或其指定第三方持有与该笔资产有关的、为资产提供适当有效的服务和执行所必需的各项文件；(n)委托人将(或已经)自行或指定第三方把其在每笔资产和相关收入中的所有和相关权益有效地信托予受托人，并且委托人将自行或指定第三方把与上述权益有关的记录和信息有效地转让给受托人；(o)将任何资产设立信托时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该资产所享有的合法权利；(p)每笔资产都能够并将始终能够为确认所有权的目的是与委托人的其他资产相区别；(q)据委托人所知，在信托生效日，融资人、债务人、担保人没有涉及任何司法或者仲裁程序，也未被任何司法机关、监管机关、行政机关调查，以致于对信托财产造成重大不利影响；(r)没有任何一笔资产因要避免拖欠或违约而重新制定还款计划、减少债权额、重组、重新融资或变更；(s)除保理合同

和基础合同以外，委托人和相关融资人、债务人、担保人之间关于该资产不存在其他可能对信托财产造成不利影响的协议。

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、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置

在信托生效后，受托人将在保管机构设立信托账，用以记录信托账户的收支情况，并在信托账下设立回收款账和保证金账。回收款账用来核算回收款，保证金账用来核算租赁保证金。在信托生效日当日或之前，受托人应根据《监管协议》的约定在监管银行开立独立的人民币信托专用账户(监管账户)。

汇通信诚收款账户：系指汇通信诚开立的用于归集融资租赁业务相关日常经营租金的银行账户。

保理回款专户：系指以和赢保理或其指定第三方的名义开立的，在《保理业务合作协议》项下确定的用于接收保理业务回收款的银行账户。

监管账户：系指受托人专门在监管银行为信托而开立的独立人民币银行结算账户。

(2) 现金流收付机制

现金流归集

资产服务机构一需配合受托人、委托人及融资人及第三方支付公司(包括但不限于通联支付网络服务股份有限公司、宝付网络科技(上海)有限公司等)签署相关协议来保证向第三方支付机构发起扣款指令的所扣款项直接进入监管账户，达到资金闭环以缓释资金混同风险及主体破产风险。未经受托人同意，资产服务机构一不得更改债务人汇款的收款账户。

受托人应授权并要求资产服务机构一按照《服务合同》的相关约定管理汇通信诚收款账户、资产服务机构二按照《服务合同》的相关约定管理保理回款专户，回收款未能根据约定直接进入监管账户且债务人或其他方将应归属

于信托的回收款误划至汇通信诚收款账户或保理回款专户，或资产服务机构因履行服务职责而收到应归属于信托的回收款的，资产服务机构应于每个服务机构转付日³下午四点(16:00)前将前一收款期间收到的回收款扣除本次划款产生的执行费用后的款项划转至监管账户。监管银行应于每个监管银行核算日进行核算并根据资产服务机构一所出具《资产服务机构报告》对每个收款期间监管账户收取的回收款金额进行核对，受托人于监管银行转付日下午四点(16:00)前将前一收款期间收到的回收款划转至信托账户回收款账。

若发生“差额支付启动事件”，受托人应于差额支付启动日⁴向差额支付承诺人发出《差额支付通知书》。差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日⁵下午四点(16:00)前将《差额支付通知书》载明的资金附言汇付至信托账户，并在资金汇付附言中说明所划款项的性质，资金保管机构应根据差额支付承诺人的资金汇划附言将汇入信托账户中的差额支付资金记入回收款账中。

若发生“远期收购启动事件”，受托人应于远期收购通知日⁶向远期收购支持者发出《远期收购履约通知书》同时抄送资金保管机构，并公告启动远期收购事宜。远期收购支持者应于远期收购划款日下午四点(16:00)前将《远期收购履约通知书》载明的资金附言汇付至信托账户，并在资金汇付附言中说明所划款项的性质，资金保管机构应根据远期收购支持人的资金汇划附言将汇入信托账户中的远期收购价格记入

回收款账中。

如发生“赎回保证启动事件⁷”，赎回保证人应根据《信托合同》及《资产增信安排协议》的约定履行对融资人赎回义务的保证责任，并在不晚于远期收购划款日 16:00 时将融资人应支付的赎回价格与融资人已支付的赎回价格之间的差额一次性划付到信托账户。

(如发生“清仓回购⁸”)融资人应于受托人发出的书面要约载明的期限内(但最晚不得晚于发出《清仓回购通知书》所在收款期间结束后的第一个监管银行转付日，除非各方同意的更晚日期)将相当于清仓回购价格的资金扣除融资人可扣除的款项后的资金一次性支付至信托账户，并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。

在“权利完善事件”发生之前，受托人将委托汇通信诚代为管理相应的租赁保证金，汇通信诚无需将承租人或第三方交付的全部租赁保证金转付至监管账户，但应按照基础合同和《服务合同》的约定对租赁保证金进行管理和运用。当汇通信诚或承租人以租赁保证金抵扣基础合同项下债务人的应付款项时，汇通信诚作为资产服务机构一应于服务机构转付日将该抵扣的款项作为回收款转付至监管账户，且在该期《资产服务机构报告》中予以说明。

如果发生“权利完善事件”，汇通信诚作为资产服务机构一应在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租赁保证金划付至信托账户，并向受托人出具一份《租赁保证金明细表》，就每一笔资产对应的租赁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。即使在此之后权利完善事件的情形消失的，租赁保证金也不再划回汇

³ 系指资产服务机构将其汇通信诚收款账户和/或保理回款专户收到的应归属于信托的回收款转付到监管账户之日，为每个计算日后的第 7 个工作日。如遇国家法定节假日时，服务机构转付日系指每个计算日后第 7 个工作日与支付日前第 10 个工作日两者孰早之日。

⁴ 差额支付启动日：(a)在信托终止日之前，发生“差额支付启动事件”的情况下，系指当期支付日前的第 8 个工作日；(b)在信托终止日之后，系指受托人向差额支付承诺人发出《差额支付通知书》之日。

⁵ 差额支付承诺人划款日：(a)在信托终止日之前，发生“差额支付启动事件”的情况下，系指当期支付日前的第 7 个工作日；(b)在信托终止日之后，系指受托人向差额支付承诺人发出《差额支付通知书》之日后的第 1 个工作日。

⁶ 远期收购通知日：(a)在信托终止日之前，系指受托人按照《资产增信安排协议》约定向远期收购支持者发出《远期收购履约通知书》的日期，为当期支付日前的第 7 个工作日；(b)在信托终止日之后，系指受托人向远期收购支持者发出《远期收购履约通知书》之日。

⁷ 系指受托人或融资人提出赎回相应的不合格资产的书面要求或融资人提出赎回相应的不合格资产的书面要求且经受托人同意的，融资人未根据交易文件的约定在受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求所在的收款期间后的第一个服务机构转付日 16:00 前将等同于待赎回全部不合格资产的赎回价格的款项划入信托账户。

⁸ 系指融资人根据交易文件的约定回购届时的资产池，是融资人的选择权。

通信诚的账户。且在此之后，如资产服务机构一按基础合同的约定要求承租人或第三方补充租赁保证金的，应要求承租人或第三方直接将补充的租赁保证金划入信托账户，且通知资金保管机构查询入账情况，以便资金保管机构复核。如汇通信诚仍收到承租人或第三方补充的租赁保证金的，应于收到补充的租赁保证金后5个工作日内将补充的租赁保证金划入信托账户并通知受托人，且在该期《资产服务机构报告》中予以说明，由受托人指令资金保管机构将补充的租赁保证金记入保证金账。

触发事件定义

现金流支付机制根据“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”指以下任一事件：(a)截至“远期收购启动事件”发生后的任何一个远期收购划款日，远期收购支持人未按照《资产增信安排协议》的条款与条件承担远期收购义务，导致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预期收益和/或于该支付日到期的优先级资产支持票据的剩余全部或部分本金；(b)截至“赎回保证启动事件”发生后的任何一个远期收购划款日，赎回保证人未按照《资产增信安排协议》的条款与条件承担保证责任，导致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预期收益和/或于该支付日到期的优先级资产支持票据的剩余全部或部分本金。

回收款分配

“违约事件”发生前，受托人指令资金保管机构于每个信托利益核算日对应的支付日将前一个收款期间内收到的回收款（已扣除执行费用）以及差额支付资金、远期收购价格、赎回保证人支付的赎回价格、清仓回购价格总金额按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付，下同）：支付相关税费、受托人以固有财产垫付的费用、同顺序按比例支付各参与机构服务报酬以及相关费用、支付优先 A 级票据利息、支付优先 B 级票据利息、支付优先 A 级票据本金至清偿完毕、支付优先 B 级票据本金至清偿完毕、支付次级票据本金至清偿完毕、剩余资金作为次级票据持有人收益。详见附图 1 违约事件发生前的现金流。

“违约事件”发生后，受托人指令资金保管机构于每个信托利益核算日对应的支付日将前一个收款期间内收到的全部回收款（已扣除执行费用）以及差额支付资金、远期收购价格、赎回保证人支付的赎回价格、清仓回购价格的总金额按以下顺序进行分配：支付相关税费、受托人以固有财产垫付的费用、同顺序按比例支付各参与机构累计应付未付的费用和报酬、支付优先 A 级票据利息、支付优先 A 级票据本金至清偿完毕、支付优先 B 级票据利息、支付优先 B 级票据本金至清偿完毕、支付次级票据本金至清偿完毕、剩余资金支付给次级票据持有人。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、超额利差、差额支付机制、远期收购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

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 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信托利益分配顺序进行支付，劣后受偿的分级票据为优先受偿的分级票据提供信用支持。具体而言，优先 A 级票据获得 24.61% 的信用支持，优先 B 级票据获得 14.88% 的信用支持。

(2) 超额利差

本交易资产池租赁款组合的加权平均现行

年利率为 11.42%，收益率水平较高，预计资产池收益同相关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，能够为优先级票据提供一定的信用支持。

(3) 触发机制

本交易设置了“违约事件”和“权利完善事件”。“违约事件”一旦触发，信托利益分配顺序将重新安排。

任一“权利完善事件”发生后，就附有抵押担保的融资租赁债权，融资人或其指定第三方应根据中国法律的规定，于任一权利完善事件发生后 30 个工作日内将该等办理抵押担保转移登记所必需的资料提交给中国有管辖权的登记部门办理相关底层资产的抵押担保的转移登记手续(如依据届时中国法律的规定能够办理相关登记手续)，以确保受托人成为经登记的相关租赁车辆的抵押权人且受托人取得的抵押担保的顺位与委托人在信托财产交付日前已享有的抵押担保顺位一致。办理前述相关登记发生的相关费用由融资人承担。就附有抵押担保的底层资产，如果在前述限定期限内未能办理完毕相关底层资产项下抵押权的转移登记手续(包括依据届时中国法律的规定，不存在相关登记机关或不能够办理相关登记手续的)，则融资人汇通信诚应按照信托合同的约定将相应的资产作为不合格资产予以赎回。“权利完善事件”触发机制的安排在一定程度上保障了资产的回收。

(4) 不合格资产的赎回

本交易设置了不合格资产的赎回，较为有效的保证了资产池的资产质量，有利于优先级资产支持票据的偿付。

不合格资产系指发生以下任一情形的资产：
(a)在基准日、信托生效日不符合合格标准和资产保证的资产(包括自基准日(含)至信托生效日(不含)期间债务人主张法定抵销权的资产)；
(b)风险资产，指以下任何一种情况的资产：受托人、资产服务机构或融资人发现在信托期限内质量发生潜在恶化风险的资产；累计违约率达

到 8%时所有的违约资产；早偿资产，系指早偿事件对应的资产；为避免异议，早偿资产项下债务人已偿付完毕租赁合同项下全部应付款的，该笔早偿资产不视为不合格资产。

在信托期限内，如委托人、融资人、受托人或者资产服务机构发现不合格资产，则发现不合格资产的一方应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知前述其他方。受托人有权依据本合同及《资产增信安排协议》的约定通知融资人履行不合格资产的赎回义务，融资人有义务对前述不合格资产予以赎回。如受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求或融资人提出赎回相应的不合格资产的书面要求且经受托人同意的，融资人应于受托人发出该书面通知或书面同意所在的收款期间后的第一个服务机构转付日，将等同于待赎回全部不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到监管账户。

如发生“赎回保证启动事件”，赎回保证人应根据《信托合同》及《资产增信安排协议》的约定履行对融资人赎回义务的保证责任，并在不晚于远期收购划款日 16:00 时将融资人应支付的赎回价格与融资人已支付的赎回价格之间的差额一次性划付到信托账户。

在融资人承担费用的前提下，受托人应：
(1)在受托人收到融资人和/或赎回保证人赎回不合格资产所支付的相当于赎回价格的资金后，受托人自回购起算日二十四时(24:00)起对该不合格资产和相关资产文件的(现时的和未来的、实际的和或有的)权利、权益、利益和收益全部转让给融资人；
(2)相关资产文件应由或被视为由作为受托人代理人的资产服务机构交付给融资人；
(3)按照融资人的合理意见，协助融资人办理必要的所有变更登记、还款账户切换和通知手续(如有)。赎回保证人履行保证责任而对前述不合格资产提出主张的，由融资人与赎回保证人自行协商确定。

在融资人从受托人处赎回相关不合格资产并自行或由赎回保证人支付相当于赎回价格的资金后，受托人不应就赎回的不合格资产要求

委托人或融资人、赎回保证人再承担任何责任。资产服务机构一应于相应的回购起算日日终确定每笔不合格资产的赎回价格。在融资人对不合格资产进行赎回后，该不合格资产不再属于信托财产。

(5) 差额支付和远期收购机制

本交易设置了差额支付和远期收购机制。差额支付启动事件系指：(a)在信托终止日之前，系指以下任一事件：(i)(若该支付日非预期到期日)截至任何一个支付日的前一个资金保管机构报告日信托账户内可供分配的资金不足以支付该支付日应付的信托财产承担的各项税费及报酬、优先级票据的当期预期收益；(ii)截至任何一个预期到期日的前一个资金保管机构报告日信托账户内可供分配的资金不足以支付该支付日应付的信托财产承担的各项税费及报酬、预期到期日届至的优先级票据的当期预期收益和未偿本金余额以及预期到期日未届至的优先级票据的当期预期收益；(b)在信托终止日之后，指受托人根据清算方案确认信托财产仍不足以支付所有信托财产承担的各项税费及报酬、优先级票据届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。汇通信诚作为本交易的差额支付承诺人，在《差额支付承诺函》中不可撤销及无条件地向受托人承诺对等值于《信托合同》规定的应付款项与该期信托账户中的可分配金额的差额承担差额支付义务。汇通信诚提供的差额支付承诺对优先级票据的兑付一定的积极影响。

远期收购系指信托设立后，远期收购支持人根据《资产增信安排协议》的约定回购违约资产。“远期收购启动事件”系指“差额支付启动事件”发生后，差额支付承诺人未在当期差额支付承诺人划款日 16:00 前将相应的差额资金划入信托账户。在“远期收购启动事件”发生时，远期收购支持人应根据《信托合同》及《资产增信安排协议》的约定在远期收购划款日 16:00 时前履行对截止远期收购通知日二十四时(24:00)所有的违约资产进行远期收购的义务。本交易远期收购支持人为广汇汽车。广汇

汽车（主体信用等级为 AA⁺）为全国最大的乘用车经销与综合服务集团，在经销网络布局、品牌树立等方面具有显著优势，其提供的远期收购义务为优先级票据的本息偿付提供了进一步的保障。

2. 交易结构风险分析

(1) 混同风险

基础资产现金流由承租人直接划转至监管账户，混同风险极低。

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款与资产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。

本交易资产服务机构一需配合受托人、委托人及融资人及第三方支付公司(包括但不限于通联支付网络服务股份有限公司、宝付网络科技有限公司(上海)有限公司等)签署相关协议来保证向第三方支付机构发起扣款指令的所扣款项直接进入监管账户，达到资金闭环以缓释资金混同风险及主体破产风险。特别地，在“权利完善事件”发生之后，相应的租赁保证金将由汇通信诚直接划转至监管账户。

(2) 抵销风险

本交易安排将承租人行使抵销权的风险转化为委托人的违约风险。

抵销风险是指基础资产的承租人行使可抵销债务权利，从而使融资租赁款本息回收出现风险。

本交易合同约定，如果承租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资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。如果委托人对承租人有多笔债权，且承租人依据中国法律行使抵销权，则委托人、受托人应共同与承租人确认被抵销债权是否属于信托财产。如果被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产；或如无法确

定被抵销债权是属于委托人已交付设立信托的信托财产还是委托人对承租人的租赁债权，则推定为被抵销债权是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资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。

(3) 流动性风险

交易结构有较好的流动性支持安排将有助于缓释证券流动性风险。

在本交易中，当期回收款可能不足以支付优先级票据预期收益及相关各项税费，从而引发流动性风险。

本交易基础资产现金流由承租人直接划转至监管账户，优先级票据按月支付利息，过手摊还本金，流动性风险较小。此外，本交易通过广汇汽车提供远期收购支持，对本交易的流动性风险起到了一定的缓冲作用。同时，联合资信通过现金流压力测试进行测算，评级结果也已反映了流动性风险带来的不确定性。

(4) 早偿和拖欠风险

联合资信针对拖欠和提前还款设定了不同的压力情景并进行了现金流分析压力测试，结果表明本期优先级票据能够通过相应的压力测试情景。

如果基础资产所对应的承租人延迟支付相应租金，有可能产生流动性风险。承租人提前还款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基础资产的收益。联合资信针对拖欠和提前还款设定了不同的压力情景并进行了现金流分析压力测试，结果表明本期优先级票据能够通过相应的压力测试情景。

(5) 再投资风险

本交易制定了严格的合格投资标准，能够有效降低再投资风险。

信托存续期间内，若信托账户有闲置资金，受托人可将闲置资金用于再投资，这将使信托财产面临再投资风险。根据交易文件约定，信

托存续期间内，受托人将信托账户内的资金在闲置期间以银行存款的方式存放于评级机构予以其主体长期信用等级为 AAA 级的金融机构。此约定有效降低了再投资风险。

3. 主要参与方履约能力

(1) 发起机构/资产服务机构二

本交易的发起机构/资产服务机构二为和赢保理。和赢保理成立时间较短，业务规模尚小，作为本交易的发起机构和资产服务机构二，联合资信将对其履职能力保持持续关注。

和赢保理成立于 2018 年 7 月，注册于深圳前海，为新分享科技服务（深圳）有限公司（以下简称“新分享”）全资子公司，是新分享在中国境内的保理业务平台。

截至 2019 年末，和赢保理（未审计）资产规模为 1.41 亿元，负债总额为 0.41 亿元，所有者权益为 1.00 亿元。2019 年全年，和赢保理实现营业收入 52.64 万元，净利润 9.14 万元。

风险管理方面，和赢保理建立了完整的风险管理体系，对和赢保理运营面临的各类风险进行管理，包括信用、市场、流动性、操作、法律、合规、声誉风险等。和赢保理建立了合作主体以及资产两个层面的风险监控机制，通过数据风控等手段对风险情况进行及时监控及预警。

总体来看，和赢保理成立时间较短，业务规模尚小，作为本交易的发起机构和资产服务机构二，联合资信将对其履职能力保持持续关注。

(2) 资产服务机构一/差额支付承诺人

汇通信诚业务稳步拓展，风险管理规范，整体运营情况及财务状况良好，其作为资产服务机构一以及基础资产的差额补足人，能较好地为本交易完成应尽义务。

本交易的资产服务机构一/差额支付承诺人为汇通信诚。汇通信诚成立于 2011 年 12 月，由新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司（以下简称“龙泽汽车”）发起设立，初始注册资本

3.00 亿元。2017 年，汇通信诚进行了增资，注册资本增至 35.60 亿元。截至 2020 年 6 月末，汇通信诚注册资本为 35.60 亿元人民币，其股东为广汇汽车、上海德新汽车服务有限公司分别持股 49.44% 和 50.56%。

汇通信诚是国内首家以汽车经销商集团为背景的大型汽车租赁公司，依托广汇汽车的雄厚实力和便捷的网点优势，截至 2020 年 6 月末，汇通信诚业务网络遍布我国 30 个省、直辖市和自治区，展业城市超 200 个，合作经销商超 700 家，合作代理商超 300 家，大型二手车商户超 300 家。

值得注意的是，2019 年 10 月，惠誉维持广汇汽车的长期外币发行人违约评级为“BB-”，展望从稳定下调至负面；2020 年 4 月，惠誉下调广汇汽车的长期外币发行人违约评级至“B+”，展望为负面；2020 年 10 月，惠誉确认广汇汽车的长期外币发行人违约评级为“B+”，展望为稳定。展望调整为“稳定”反映了在今年早些时候爆发 COVID-19 后，广汇汽车的业务运营和现金流正逐步恢复。评级确认反映了广汇汽车在中国竞争激烈的汽车经销商市场的领先地位，其杠杆率高企和财务灵活性降低。

截至 2020 年 6 月末，汇通信诚注册资本为 35.60 亿元人民币，其股东为广汇汽车、上海德新汽车服务有限公司分别持股 49.44% 和 50.56%。上海德新汽车服务有限公司为广汇汽车全资子公司，广汇汽车为新疆广汇集团旗下子公司广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“广汇服务集团”）全资控股，新疆广汇集团为汇通信诚最终控制方，实际控制人为孙广信。

广汇服务集团 100% 持有广汇汽车股权，总部设在上海。广汇服务集团拥有行业领先的业务规模、突出的创新能力，是全球乘用车经销与服务行业中的领先企业。2015 年 6 月，广汇服务集团成功在 A 股上市；2016 年 6 月，广汇服务集团通过控股子公司成功收购香港上市公

司宝信汽车集团有限公司（现更名“广汇宝信汽车集团有限公司”，以下简称“宝信汽车”）74.99% 的股份，其中宝信汽车是以经营豪华品牌及超豪华品牌为主的汽车销售服务集团，是宝马在中国最大的经销商。截至 2020 年 6 月末，广汇服务集团建立了覆盖 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，共运营近 800 个营业网点，中高端品牌 500 余家，经销 50 多个乘用车品牌。2017 年，广汇服务集团非公开发行股份 9.94 亿股，共募集资金净额 79.41 亿元，增资完成后广汇服务集团实收资本增至 81.44 亿元，资本实力得到进一步提升。

汇通信诚与广汇汽车签订的流动性支持承诺函中规定，当汇通信诚出现支付困难时，广汇汽车无条件给予全额流动性支持，当经营损失侵蚀股本时，广汇汽车将及时补足资本金。

得益于丰富的自有 4S 店销售平台、经销商合作网点的广泛分布以及股东较为雄厚的资金实力和技术支持，汇通信诚积累了较为广泛的客户基础、业务经验和管理经验，各项业务近年来整体上保持良好的发展态势。近年来，汇通信诚应收融资租赁款余额逐年增长。按业务模块划分，汇通信诚的主营业务以融资租赁业务为主，占营业收入的 90% 以上，辅以少量经营租赁业务，经营性租赁业务自 2017 年起不再开展。但近年来，汽车行业景气度下行，汽车经销行业面临较大经营压力，行业风险需保持关注。

汇通信诚融资租赁业务主要是以购车客户信用和所购车辆抵押作为风险缓释手段的融资租赁业务，该业务还包括向企业用户提供融资租赁业务。汇通信诚采取的融资租赁是客户在支付一定比例首付车款后，通过每月支付租金，即可在租赁期内拥有车辆的使用权。目前汇通信诚汽车租赁主要通过两种方式进行采购，一是与客户签订相关租赁合同后进行采购，二是向厂商一次性购入相应数量车辆，汇通信诚租赁车辆的供应商主要为非关联的外部店面和广汇汽车旗下店面。近年来，得益于汇通信诚业

务渠道的不断延伸以及汇通信诚自身融资和服务能力的提升，汇通信诚融资租赁业务规模整体呈现稳步增长的态势。2019年，在宏观经济增速放缓的背景下，汇通信诚收紧授信标准，适度控制租赁资产扩张规模。截至2019年末，汇通信诚应收融资租赁资产总额为167.99亿元，当年实现租赁业务收入21.32亿元。2020年以来，受新冠疫情爆发影响，汇通信诚项目投放规模显著下滑，融资租赁资产规模下降。截至2020年6月末，汇通信诚融资租赁总额156.56亿元，较上年末下降6.80%。

汇通信诚租赁资金主要来源于自有资金和借款。近年来，汇通信诚的借款规模持续增长，借款类别包括质押借款、保证借款和资产证券化。截至2020年6月末，汇通信诚获得银行授信总额947亿，未使用授信余额397亿，其中87.5亿满足提款条件。

2017—2019年，汇通信诚资产规模持续增长，但增速有所放缓。截至2019年末，汇通信诚资产总额186.38亿元；应收融资租赁款是汇通信诚最重要的资产组成部分。近年来，汇通信诚融资租赁资产规模有所波动。2019年，汇通信诚提高授信标准，租赁资产投放规模减少，租赁资产规模有所下滑。截至2019年末，汇通信诚应收融资租赁款净额163.24亿元，占资产总额的87.58%，占比较高。融资租赁资产质量方面，汇通信诚租赁业务主要面向个人客户，客户集中度较低。近年来，汇通信诚融资租赁资产质量有所下滑。截至2019年末，汇通信诚不良融资租赁资产率为2.22%。截至2019年末，汇通信诚长期应收款中，处于第三阶段资产的账面价值为17.63亿元，占融资租赁资产总额的10.49%。未来租赁资产质量仍面临较大下行压力，考虑到不良融资租赁资产处置难度较大，且汽车类资产减值速度相对较快，汇通信诚拨备水平将持续承压。

截至2019年末，汇通信诚其他应收款余额10.01亿元，其中应收关联方款项9.69亿元，为对股东方借款。

2020年以来，汇通信诚资产规模持续增长，但受新冠疫情爆发影响，汇通信诚租赁资产投放规模下滑，租赁资产规模较上年度有所减少。截至2020年6月末，汇通信诚资产总额196.52亿元，其中应收融资租赁款净额153.11亿元，较上年末下降6.21%；得益于有力的清收措施，不良融资租赁资产规模和不良融资租赁资产率均有所减少。其他应收款余额25.88亿元，其中应收关联方款项25.30亿元，较上年末明显增加，加之受限资产占比较高，汇通信诚整体流动性水平承压。

汇通信诚负债以银行借款为主，近年来，负债总额小幅下降。截至2019年末，汇通信诚负债总额117.39亿元。从借款期限来看，汇通信诚银行借款以长期借款为主。截至2019年末，汇通信诚借款余额为100.28亿元，占负债总额的85.42%。其中，短期借款余额2.22亿元，长期借款余额98.06亿元。汇通信诚借款主要是质押借款，质押借款占长期借款的比重为86.37%，质押物为租赁资产，汇通信诚受限资产占资产总额的比重为61.48%；汇通信诚长期借款利率区间为4.28%至9.80%。

2020年以来，随着借款规模增加，汇通信诚负债总额较上年末有所增长。截至2020年6月末，汇通信诚负债总额125.74亿元，较上年末增长7.11%，以长期借款为主。

近年来，汇通信诚主要通过股东注资及利润留存补充资本，所有者权益持续增长。截至2020年6月末，汇通信诚所有者权益合计70.78亿元，其中实收资本35.60亿元，资本公积16.40亿元，未分配利润14.75亿元。

总体看，汇通信诚所有者权益规模持续增长，实收资本及未分配利润占比较高，所有者权益稳定性尚可。

近年来，汇通信诚营业收入有所波动，2019年由于租赁资产投放量减少，营业收入较之前年度有所下滑。2019年，汇通信诚实现营业收入22.92亿元。近年来，随着汇通信诚融资成本上升，加之减值计提力度增加，汇通信诚盈

利水平整体呈下降态势。2019年，汇通信诚实现净利润3.21亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为1.56%和4.81%。

2020年以来，受疫情影响，汇通信诚业务开展受限，营业收入较上年同期有所下滑，净利润基本保持稳定。2020年1—6月，汇通信诚实现营业收入9.61亿元，较上年同期下降15.99%；实现净利润1.79亿元，较上年同期增长3.00%。考虑到汇通信诚未来租赁资产面临较大下行压力，拨备计提将对利润水平产生较大不利影响，未来盈利情况需持续关注。

(3) 远期收购支持者/赎回保证人

本交易的远期收购支持者/赎回保证人为广汇汽车。联合资信给予广汇汽车主体长期信用等级为AA⁺，评级展望稳定，广汇汽车主体长期信用风险很低。联合资信认为，广汇汽车能够较好地履行其作为远期收购支持者/赎回保证人应尽的义务。

广汇汽车设立于2006年6月，由新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司(以下简称“广汇集团”)、广西物资集团总公司、新疆机电设备有限责任公司工会委员会、上海汇能投资管理有限公司、新疆专用汽车有限责任公司、新疆滚动轴承制造有限责任公司、河南物产有限公司、朱玉喜、沈国明和龙汉维共同发起设立，初始注册资本6.51亿元。

2015年6月，广汇汽车通过与上市公司美罗药业股份有限公司(以下简称“美罗药业”，股票代码“600297.SH”)资产重组实现借壳上市；原广汇汽车由于股权全部过户至美罗药业名下，不再具备股份有限公司组织形式，其名称变更为广汇汽车服务有限责任公司；美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司，股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变。后历经非公开发行股份、资本公积转增股本、股份回购注销及更名(2019年5月更为现名)，截至2020年6月底，广汇汽车股本为81.10亿元，控股股东广汇集团持股比例为32.93%，质押股份占其所持有股票的68.78%，实际控制人为孙广信

先生。

截至2019年底，广汇汽车(合并)资产总额为1420.80亿元，所有者权益合计447.65亿元(含少数股东权益66.75亿元)；2019年，广汇汽车实现营业收入1704.56亿元，利润总额为45.47亿元。

截至2020年6月底，广汇汽车(合并)资产总额为1359.15亿元，所有者权益合计452.79亿元(含少数股东权益67.01亿元)。2020年1—6月，广汇汽车实现营业收入660.77亿元，利润总额为9.50亿元。

(A) 企业概况

广汇汽车是中国乘用车经销行业龙头企业，借壳上市以来通过外延并购和新建方式不断拓展经销网络，强化并巩固在经营规模、网点布局及品牌覆盖等方面竞争优势，同时依托现有门店及客户资源布局汽车增值服务体系。

广汇汽车是中国最大的乘用车经销与服务集团、中国最具规模的豪华乘用车经销与服务集团、汽车经销商中最大的乘用车融资租赁提供商及汽车经销商中最大的二手车交易代理服务实体集团，主要从事乘用车经销、乘用车售后服务、乘用车衍生服务等覆盖汽车服务全生命周期的业务。完成借壳上市后，广汇汽车于2016年6月完成对广汇宝信汽车集团有限公司(原名“宝信汽车集团有限公司”，2017年4月更为现名，股票代码为1293.HK)75%股权的要约收购，后相继完成对多个项目的并购，营业规模不断攀升。2019年，广汇汽车以1704.56亿元的营业收入和122.51万辆的年度销量(含二手车)位列中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商集团百强排行榜”第1位。

截至2020年6月底，广汇汽车经销品牌涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的50多个乘用车品牌，在国内28个省、自治区及直辖市拥有1294万基盘用户及824家经销网点(其中包括767家4S店)。2020年6月底，广汇汽车加强了超豪华、豪华车辆的综合服务能力，已布局超豪华、豪华品牌4S店近229家，较2019年底无

变化，目前已位居包括宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、玛莎拉蒂等众多豪华及超豪华品牌的第一销售阵营。

与此同时，广汇汽车基于庞大的经销网络和客户基础建立了售后及增值服务体系，能够提供包括售后维修保养、汽车装饰美容、汽车信贷及保险代理、汽车延保、汽车救援、二手车交易等在内的多项服务；近三年，维修服务和佣金代理业务收入稳步增长，汽车租赁业务波动上升，2020年1—6月上述三项业务毛利率分别为35.68%、81.32%和57.54%，售后服务增值业务盈利能力强。

(B) 经营概况

2018年以来，中国汽车市场持续下滑，汽车经销行业经营压力增大。广汇汽车作为汽车经销行业龙头企业，通过品牌优化、加强汽车后市场业务拓展等方式，维持了收入规模的增

长，但毛利率有所下滑。2020年上半年，新冠肺炎病毒疫情对线下零售业务带来明显冲击，叠加汽车行业景气度尚未恢复，广汇汽车营业收入及利润下滑较多。

广汇汽车业务主要包括整车销售、维修保养服务、佣金代理和汽车租赁等，其中整车销售是营业收入的主要来源。2017—2019年，广汇汽车营业收入分别为1607.12亿元、1661.73亿元和1704.56亿元，呈逐年增长趋势，同期分别实现净利润45.05亿元、39.74亿元和33.15亿元，年均复合下降14.21%。2019年，受中美贸易摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素综合影响，中国汽车市场延续上年下滑态势；为应对外部环境变化，广汇汽车通过优化品牌结构、创新优化产品服务、拓展衍生服务领域等措施，保障了营业收入的稳定增长，当年营业收入同比增长2.58%。

表2 广汇汽车主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2017年			2018年			2019年			2020年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	1405.75	87.47	3.85	1426.71	85.86	3.86	1467.41	86.09	3.82	559.27	84.64	2.15
维修服务	132.06	8.22	37.47	152.33	9.17	35.73	155.83	9.14	34.02	62.61	9.48	35.68
佣金代理	45.84	2.85	79.53	54.26	3.27	77.33	54.30	3.19	77.33	27.46	4.16	81.32
汽车租赁	19.44	1.21	72.65	23.29	1.40	73.03	21.86	1.28	65.56	9.42	1.43	57.54
其他	4.02	0.25	51.91	5.14	0.31	55.60	5.17	0.30	43.97	2.01	0.30	48.76
合计	1607.12	100.00	9.72	1661.73	100.00	10.31	1704.56	100.000	9.84	660.77	100.00	9.55

资料来源：广汇汽车提供，联合资信整理

从收入构成上看，2017—2019年，广汇汽车整车销售收入持续增长，均占每年营业收入的85%以上，主要系规模扩张和价格较高的豪华品牌销售增长所致；维修服务的销售收入也保持增长的态势，而其他服务占比不高。2019年的整车销售、维修服务和佣金代理业务销售收入分别同比增长2.85%、2.30%和0.07%；汽车租赁业务收入同比下降6.14%，系为控制融资租赁业务风险，提升审批门槛、适度放缓资金投放规模所致。

从毛利率水平看，公司综合毛利率水平较低，2017—2019年分别为9.72%、10.31%和

9.84%，2019年毛利率水平略有下降，主要系整车销售竞争加剧及维修业务加大对客户的维护支出导致板块的毛利率下降进而使综合毛利率水平下降。

2020年1—6月，受新冠肺炎疫情影响，汽车经销行业受到较大影响，广汇汽车实现营业收入660.77亿元，较上年同期下降18.13%，综合毛利率同比减少0.59个百分点至9.55%，当期净利润为6.51亿元。

整车销售及维修

近年来，广汇汽车整车销量保持增长，受

益于品牌结构进一步向豪华品牌倾斜，整车销售收入增幅高于销量增幅；2019年收购速度有所放缓，门店数量保持在较大规模。维修业务收入保持增长，盈利能力保持在较高水平。

广汇汽车整车销售主要为乘用车销售，此外，包含少量的商用车销售业务以及与汽车销售配套的装饰装潢业务收入。整车销售及维修业务占广汇汽车的销售收入比例最高，是最主要的核心业务，但是整车销售部分的毛利率较低，受到行业特点的影响，广汇汽车采购和销售议价能力弹性较小。维修保养业务主要为车辆维修、车辆养护、零部件销售等。

从门店数量来看，2017—2019年广汇汽车在门店数量方面保持增长态势。2019年，广汇汽车收购4S店4家，全部位于东部地区，新建14家（含1家升级改造为4S店），因受拆迁及策略性调整关闭13家，收购节奏明显放缓，主要受汽车行业整体不景气影响。广汇汽车经销品牌涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的50多个乘用车品牌，基本实现对乘用车市场主流品牌的高度覆盖；同时，加强了超豪华、豪华车辆的综合服务能力，已布局超豪华、豪华品牌4S店229家，占比从2018年底的28.44%提升至2019年底的29.28%。2020年6月底，广汇汽车经营网店（包含4S店）共计824家，较2019年底减少17家，其中包含767家4S店。其中豪华品牌门店占比已达到近30%，豪华车销量占比由年初的20.5%提高至23.5%。通过提升优质品牌集中度及门店经营效率，改善盈利能力。

表3 近年4S店数量变化情况（单位：家）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
收购4S店	52	33	4	0
新建4S店	19	12	14	0
关闭4S店	8	5	13	15
期末保有量	737	777	782	767
其中：豪华品牌	195	221	229	229
中高端品牌	512	523	522	510

其他品牌	30	33	31	28
------	----	----	----	----

资料来源：广汇汽车提供，联合资信整理

从广汇汽车整车销售区域分布看，2017—2019年，广汇汽车的销售区域以华北大区、西北大区、广西区域和华东区域为主。2019年销售收入占比最高的为华北大区，营业收入为400.81亿元，占23.51%；其次是西北大区，销售收入253.92亿元，占14.90%；华东区域和西南大区分别占11.62%和10.21%；其他地区均未超过10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。

表4 2017—2019年销售收入分地区构成情况（单位：%）

区域分布	2017年	2018年	2019年
	占比	占比	占比
华北大区	22.66	23.20	23.51
西北大区	15.76	14.42	14.90
四川区域	7.70	7.89	7.61
重庆区域	5.94	--	-
广西区域	10.00	10.47	9.93
安徽区域	3.91	3.72	4.05
北方大区	7.33	5.46	5.11
江西区域	3.57	3.85	4.08
陕西区域	5.13	7.44	7.69
贵州区域	3.76	--	-
华东区域	10.78	11.44	11.62
云南区域	2.23	--	-
西南大区	--	10.71	10.21
汽车租赁及其他	1.21	1.40	1.28
合计	100.00	100.00	100.00

注：2018年广汇汽车组织架构进行两次调整，其中内蒙古片区从北地区区域

划分至陕西区域；原贵州区域、云南区域、重庆区域合并为西南大区

资料来源：广汇汽车提供，联合资信整理

从代理品牌上看，广汇汽车经销品牌涵盖奔驰、宝马、捷豹路虎、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等近60个汽车品牌，中高端品牌汽车在销量中占比较高。2019年，公司完成新车销量89.67万辆，同比增长1.71%；其中豪

华品牌销量同比增长 5.28% 至 19.11 万辆，收入占比增至 41.25%，品牌结构继续优化。2020 年上半年，广汇汽车实现新车销售 31.42 万台，受新冠肺炎病毒疫情影响，销量较上年同期下降 26.73%。

表 5 近年主要乘用车品牌销量及其比重和收入贡献（单位：万辆、%、亿元）

品牌	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	比重	收入	销量	比重	收入	销量	比重	收入
高端（豪华车）	15.49	17.58	532.54	18.15	20.70	588.25	19.11	21.31	605.27
一汽奥迪	3.79	4.30	104.48	4.01	4.55	107.05	4.30	4.80	114.13
进口大众	0.29	0.33	9.52	0.23	0.26	7.16	0.20	0.22	7.34
梅赛德斯-奔驰	1.26	1.43	49.42	1.62	1.84	61.02	2.12	2.36	77.55
沃尔沃	1.36	1.54	39.35	1.55	1.76	45.54	1.73	1.93	48.47
通用凯迪拉克	1.18	1.33	30.46	1.36	1.54	32.68	1.38	1.54	31.44
宝马	4.72	5.36	151.35	5.54	6.28	176.12	6.12	6.83	195.69
捷豹路虎	2.00	2.27	97.04	1.86	2.11	83.48	1.28	1.43	55.60
其它	0.89	1.01	50.92	1.98	2.24	75.19	1.98	2.21	75.15
中端（中高端车）	68.46	77.68	836.08	66.51	75.44	812.60	67.05	74.77	829.30
北京现代	4.85	5.51	45.78	4.80	5.44	43.90	4.90	5.46	41.70
上海通用别克	12.39	14.06	166.22	11.61	13.17	157.39	10.76	12.00	139.34
上海大众	7.82	8.87	96.73	8.00	9.08	103.28	9.12	10.17	119.55
上海通用雪佛兰	4.51	5.12	38.26	4.64	5.26	39.96	4.21	4.69	37.26
一汽大众	6.53	7.41	69.32	6.52	7.40	71.50	6.94	7.74	84.71
东风日产	6.99	7.93	83.10	7.73	8.76	95.07	8.03	8.96	100.91
长安福特	3.61	4.10	44.72	1.94	2.20	23.98	0.89	0.99	11.29
东风本田	4.91	5.57	68.66	4.11	4.66	58.71	4.74	5.29	67.37
一汽丰田	3.00	3.41	43.06	3.39	3.85	48.77	3.70	4.13	55.57
广汽丰田	2.24	2.55	31.49	3.18	3.61	50.31	3.54	3.95	56.39
其它中端品牌	11.60	13.16	148.73	10.59	12.01	119.73	10.23	11.41	115.20
其他品牌	4.17	4.74	37.13	3.50	3.97	25.86	3.51	3.91	32.84
总计	88.12	100.00	1405.75	88.17	100.00	1426.71	89.67	100.00	1467.41

资料来源：广汇汽车提供，联合资信整理

广汇汽车乘用车销量的持续提升以及经销网络的铺设扩大了消费者覆盖范围，带动维修服务需求持续性增长，2019 年，实现维修服务收入 155.83 亿元，同比增长 2.29%，实现维修台次 823.42 万次，同比增长 2.53%。同期，由于市场竞争激烈，2019 年维修业务毛利率同比小幅下滑至 34.02%，仍维持良好水平。2020 年上半年，广汇汽车实现维修台次 328.09 万台，较上年同期下降 18.24%。

结算方面，由于乘用车行业竞争加剧、部分品牌仍存库存压力，整车厂商纷纷加大对经销商的支持，厂家金融方式的比重进一步上升；2019 年，由于资本市场借款利率提升，票据使用较上年度增长明显，相应的电汇比重同比下降。综合考虑各方面的成本因素和风险控制，票据支付始终是主导的采购支付方式。

表 6 2017-2019 年整车采购结算方式情况 (单位: %)

年度	票据	厂商金融	电汇
2017 年	42.66	20.31	37.03
2018 年	46.69	21.67	31.64
2019 年	48.36	22.65	28.99

资料来源: 广汇汽车提供, 联合资信整理

销售价格与结算: 广汇汽车在整车销售时均有相应销售指导价格作为参考, 各家 4S 店根据自身成本及盈利对最低价格进行授权控制; 最低价格可由 4S 店提出, 在不违背公司及所属区域相关规定的情况下, 由相应级别管理人员的审批即可; 由于目前汽车市场竞争激烈, 如果启动官方降价, 整车厂商会根据 4S 店库存数量给予一定程度补贴及补偿。下游客户以个人客户为主, 主要为现款现货方式; 部分客户(如大型国企、事业单位或政府机构)存在赊销, 结算周期一般不超过 2 个月。

截至 2019 年底, 广汇汽车在全国范围内门店以自有物业为主(按面积); 由于一线城市土地紧张, 门店多采用租赁方式(租期主要为 10 年、20 年和 30 年), 非一线城市由于拿地较早、地价相对优惠, 门店主要为自有物业。截至 2019 年底, 广汇汽车拥有约 6853 亩商业储备土地, 其中 230 亩为待开发的储备土地, 主要集中于西北、华北、四川、北区、华中等区域。自有土地面积规模较大, 目前专注于整车销售主业, 自有土地主要用于建立 4S 店。

需要关注到, 广汇汽车自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。截至 2019 年底, 广汇汽车及下属公司拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的土地使用权面积占其使用的土地使用权总面积的 13.56%, 拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的房屋建筑面积占其使用的房屋总建筑面积的 67.94%; 其中, 有合计占比为 15.07% 的瑕疵土地以及合计占比为 30.92% 的瑕疵房屋已获得行政主管部门的书面确认, 确认该等部门会继续允许/支持广汇汽车及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前,

尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。

汽车衍生业务

汽车衍生业务已成为广汇汽车利润增长的重要来源, 依托较强的客户资源, 广汇汽车在各汽车后服务领域不断进行业务拓展和创新, 相关收入保持增长; 融资租赁业务在经历前期高速发展后, 进入质量管控提升、适度收缩投放规模的阶段。

近年来, 广汇汽车持续拓展汽车衍生业务, 在汽车保险、延保、二手车交易、融资租赁等方面不断完善现有服务, 并创新服务模式。

2019 年, 广汇汽车在保险业务方面, 一方面通过领先行业的“保险云”平台, 实现了业务操作全界面的平台化管控; 另一方面通过拓展保险业务规模、开发创新保险服务产品(非车险、双保无忧)等措施, 有效降低因三次费改对公司保险业务造成的影响。2019 年, 新车实现首保率 76.6%, 同比提升 2.6 个百分点; 续保率 69.5%, 与上年同期基本持平; 延保总渗透率为 23.6%。

二手车业务方面, 进一步夯实店面相关岗位的全员收车制度及线索跟进转化监督管理体系, 确保了 4S 店车源数量和质量, 同时, 充分发挥厂商政策支持和品牌认证二手车标准体系优势, 实现了全国性拍卖业务的商业化平台服务。2019 年 5 月, 广汇汽车全资附属公司广汇国际汽车贸易有限责任公司成为首批取得二手车出口资质的企业, 并完成向非洲的二手车出口, 实现广汇汽车二手车业务迈出走向国际的第一步。2019 年, 广汇汽车实现代理交易服务量 32.84 万台, 2020 年上半年, 实现代理交易量 12.04 万台。

融资租赁方面, 广汇汽车汽车租赁业务主要从事乘用车融资租赁, 另有少量经营性租赁, 收入主要源于租赁利息收入。该项业务主要由新疆广汇租赁服务有限公司(下称“广汇租赁”)和汇通信诚租赁有限公司(下称“汇通租赁”)负责经营(汇通租赁持有广汇租赁 100% 股权), 并参与发起设立消费金融公司一长银金融。其

中, 汇通租赁全面运营所有新增融资租赁业务, 广汇租赁负责管理原有的存量合同。为保证公司融资租赁业务中长期良性发展, 广汇汽车提高审批门槛, 适度放缓资金投放规模, 确保新增资产质量。2019年, 累计完成租赁 20.85 万台次, 截至 2019 年底生息资产规模达 171.21 亿元; 2019 年, 融资租赁业务不良率为 0.76%, 较上年下降 0.10 个百分点, 融资租赁业务不良率进一步降低。2020 年上半年, 累计完成租赁台次 7.88 万台, 4S 店车贷和融资租赁渗透率接近 65%。

表 7 近年来汽车融资租赁发生台次及期末管理生息资产余额

(单位: 辆、亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
融资租赁总台次	210630	230272	208497
期末生息资产余额	162.14	189.72	171.21
不良率	0.74	0.86	0.76

注: 1. 生息资产为汽车租赁业务中用于融资租赁汽车资产的待偿还本金部分, 计入财报中长期应收款和一年内到期的非流动资产科目;

2. 截至 2019 年底, 广汇汽车表内生息资产余额为 163.08 亿元
资料来源: 广汇汽车提供, 联合资信整理

随着广汇汽车放缓融资租赁生息资产的自有资金投放, 2019 年, 租赁业务产生的经营活动净现金流由之前年度的净流出转为净流入 1.98 亿元。

(C) 财务分析

普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对广汇汽车 2017—2019 年合并财务数据进行了审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。广汇汽车 2020 年上半年财务数据未经审计。

合并范围及变动: 2017 年, 广汇汽车通过非同一控制下企业合并收购子公司 58 家, 投资新设子公司 10 家, 不再纳入合并范围的子公司 6 家; 2018 年, 投资新设子公司 10 家, 通过非同一控制下企业合并收购子公司 40 家, 不再纳入合并范围的子公司 14 家; 2019 年, 投资新设子公司 26 家, 通过非同一控制下企业合并收购子公司 4 家, 不再纳入合并范围的子公司 24

家, 合并范围变动不大。总体看, 合并范围变动对广汇汽车财务数据可比性的影响不显著, 财务数据仍具备较强可比性。

表 8 广汇汽车财务数据概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	324.74	254.30	251.41	226.86
资产总额(亿元)	1352.46	1414.93	1420.80	1359.15
所有者权益(亿元)	442.37	461.85	447.65	452.79
短期债务(亿元)	562.75	645.04	702.63	665.49
长期债务(亿元)	203.10	163.41	141.87	121.95
全部债务(亿元)	765.85	808.45	844.50	787.43
营业收入(亿元)	1607.12	1661.73	1704.56	660.77
利润总额(亿元)	57.47	52.57	45.47	9.50
EBITDA(亿元)	98.83	95.54	91.90	--
经营性净现金流(亿元)	49.87	21.60	78.60	-49.21
营业利润率(%)	9.41	10.01	9.52	9.21
净资产收益率(%)	10.18	8.60	7.41	--
资产负债率(%)	67.29	67.36	68.49	66.69
全部债务资本化比率(%)	63.39	63.64	65.36	63.49
流动比率(%)	120.51	112.05	107.63	108.52
经营现金流动负债比(%)	7.30	2.83	9.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.93	3.72	3.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	8.46	9.19	--

注: 2020 年 1—6 月财务数据未经审计, 其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入上表中的短期债务

2017—2019 年, 广汇汽车资产总额持续增长, 以流动资产为主, 流动资产中货币资金受限比例很高, 预付款项及存货占比较高, 对运营资金形成较大占用; 非流动资产中商誉规模较大, 面临商誉减值风险。总体看, 广汇汽车资产受限比例高, 整体资产质量一般。

2017—2019 年, 广汇汽车资产总额年均复合增长率为 2.50%。截至 2019 年底, 广汇汽车资产总额为 1420.80 亿元, 较 2018 年底增长 0.41%。公司资产结构中, 流动资产占 60.84%, 非流动资产占 39.16%。

2017—2019 年, 广汇汽车流动资产年均复合增长率为 2.50%。截至 2019 年底, 流动资产合

计864.46亿元，较上年底增长1.16%，主要由货币资金（占29.00%）、预付款项（占29.49%）、存货（占20.74%）和一年内到期的非流动资产（占12.28%）构成。

2017—2019年，广汇汽车货币资金年均复合下降12.13%，截至2019年底，广汇汽车货币资金为250.70亿元，较上年底下降1.18%；其中受限资金179.75亿元，受限比例为71.70%，受限比例很高，主要为各类保证金。

2017—2019年，广汇汽车预付款项快速增长，年均复合增长24.20%。截至2019年底，预付款项为254.92亿元，较上年底增长26.37%，主要系业务规模扩大，未结算供应商返利和预付整车及零部件款项增加所致。从账龄来看，一年以内的预付款项占99.83%，账龄较短；从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名占62.01%，集中度较高。

2017—2019年，广汇汽车存货波动较大，截至2019年底，广汇汽车存货为179.26亿元，较上年底下降13.03%，主要系清理库存商品，提升存货周转效率所致。广汇汽车累计计提存货跌价准备0.39亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为0.22%。考虑到库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，广汇汽车存货跌价准备计提规模尚可。2017—2019年，广汇汽车一年内到期的非流动资产年均复合增长率为8.34%，截至2019年底，一年内到期的非流动资产为106.19亿元，较上年底下降4.51%，主要系一年内到期的应收融资租赁款减少所致。

2017—2019年，广汇汽车非流动资产年均复合增长率为2.49%。截至2019年底，公司非流动资产合计556.34亿元，较上年底下降0.73%，主要由长期应收款（占12.59%）、固定资产（占23.63%）、无形资产（占17.55%）和商誉（占33.94%）构成。

2017—2019年，广汇汽车长期应收款年均复合下降7.83%，截至2019年底，公司长期应收款为70.03亿元，较上年底下降14.63%，主要系公司以控制风险、稳定发展融资租赁业务

为前提，对有息资产规模进行控制所致。

2017—2019年，广汇汽车固定资产年均复合增长3.36%，截至2019年底，固定资产为131.46亿元，较上年底下降3.39%；主要由房屋及建筑物（占77.49%）和运输工具（占15.69%）构成；累计计提折旧55.63亿元。同期，广汇汽车无形资产年均复合增长5.47%，截至2019年底，广汇汽车无形资产为97.66亿元，较上年底下降0.90%；主要由特许经营权（占64.30%）和土地使用权（占33.34%）构成，累计摊销21.04亿元，计提减值准备0.21亿元。

2017—2019年，广汇汽车商誉年均复合增长2.86%，截至2019年底，广汇汽车商誉为188.82亿元，较上年底增长0.50%；累计计提商誉减值准备2.99亿元，占比不大。广汇汽车的商誉规模较大，占资产的比重较高，其中以收购广汇宝信产生的商誉为主（截至2019年底为66.89亿元）；若未来收购的4S店经营业绩未达预期，将面临减值风险。

表9 截至2019年底广汇汽车商誉及减值测试情况
(单位: 万元)

资产组合名称	包含全部商誉的资产组合账面价值	可收回金额	2019年商誉减值损失
西北区域	606706	1204200	--
华北区域	560206	1063400	--
四川区域	218514	332300	--
北方区域	310232	292700	17532
陕西区域	335544	384800	--
西南区域	400646	819500	--
华中区域	114290	286600	--
广西区域	224895	729700	--
江西区域	109014	176000	--
广汇宝信	1489817	1607000	--
合计	4369864	6896200	17532

资料来源：广汇汽车提供，联合资信整理

截至2019年底，广汇汽车受限资产合计295.53亿元，受限资产占总资产的比重为20.80%，受限比例高。其中，受限货币资金（179.75亿元）、受限固定资产（4.83亿元）、受限无形资产（1.37亿元）、受限长期应收款（含一年内到期部分，109.56亿元），主要用于作为

各类保证金、借款抵押物和专项资产管理计划的基础资产。

截至 2020 年 6 月底，广汇汽车合并资产总额为 1359.15 亿元，较上年底下降 4.34%；其中，流动资产占 60.35%，非流动资产占 39.65%，资产结构较上年底变化不大。

受回购股份用于股权激励及信托永续债兑付等因素影响，广汇汽车所有者权益规模有所波动，权益稳定性尚可。

2017—2019 年，广汇汽车所有者权益有所波动。截至 2019 年底，所有者权益合计 447.65 亿元，较上年底下降 3.07%，主要受股份回购及信托永续债兑付影响，其中归属于母公司所有者权益占 85.09%，少数股东权益占 14.91%。归属于母公司所有者权益为 380.90 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 21.42%、34.97%、1.52%和 43.39%。所有者权益以未分配利润为主，稳定性尚可。

截至 2020 年 6 月底，广汇汽车所有者权益合计为 452.79 亿元，较上年底变化不大。其中归属于母公司的所有者权益 385.78 亿元，占所有者权益的 85.20%，较 2019 年底变动不大。

近年来，广汇汽车有息债务保持在较大规模，债务构成以短期债务为主，长期债务不断下降，整体债务负担重，面临短期偿付压力。

2017—2019 年，广汇汽车负债总额有所波动，截至 2019 年底为 973.15 亿元，较上年底增长 2.11%。

2017—2019 年，流动负债年均复合增长率为 8.46%，截至 2019 年底，流动负债为 803.19 亿元，占 82.54%；主要由短期借款（占 27.43%）、应付票据（占 35.97%）和一年内到期的非流动负债（占 22.19%）构成。2017—2019 年，广汇汽车短期借款快速增长，年均复合增长率为 12.39%，截至 2019 年底，主要系业务规模扩大需补充流动资金所致，广汇汽车短期借款主要由信用借款（占 60.15%）和抵押借款（占 35.29%）构成。2017—2019 年，广汇汽车的应付票据不断增长，截至 2019 年底，广汇汽车的应付票据

为 288.95 亿元，较上年底增长 4.08%。2017—2019 年，广汇汽车一年内到期的非流动负债年均复合增长率为 18.64%，截至 2019 年底，一年内到期的非流动负债为 178.25 亿元，较上年底增长 22.87%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2017—2019 年，广汇汽车非流动负债年均复合下降 13.54%，截至 2019 年底，非流动负债合计 169.96 亿元，较上年底下降 10.76%，主要系一年内到期的非流动负债转至流动负债所致。广汇汽车的非流动负债主要由长期借款（占 57.78%）、应付债券（占 25.69%）和递延所得税负债（占 11.62%）构成。2017—2019 年，广汇汽车长期借款年均复合下降 20.82%，截至 2019 年底，长期借款为 98.21 亿元，较上年底下降 26.35%，主要系部分长期借款转至一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占 43.50%）和质押借款（占 52.76%）构成。2017—2019 年，广汇汽车应付债券有所波动，截至 2019 年底，广汇汽车应付债券为 43.66 亿元，较上年底增长 45.28%，主要系广汇汽车 2019 年发行“19 汽车 01”“19 汽车 02”“19 广汇汽车 MTN001”和高级美元债券等所致。从期限分布来看，按行权口径，1~2 年内到期的应付债券占 71.98%，2~3 年内到期的占 28.02%，广汇汽车存在一定集中偿付压力。

2017—2019 年，广汇汽车全部债务有所增长，债务负担重。截至 2019 年底，广汇汽车全部债务为 844.50 亿元，较上年底增长 4.46%，其中，短期债务占 83.20%，以短期债务为主。截至 2019 年底，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.49%和 65.36%，较上年底提升 1.13 个百分点和 1.71 个百分点。

截至 2020 年 6 月底，广汇汽车负债合计 906.36 亿元，较 2019 年底下降 11.49%，其中流动负债占 83.40%。截至 2020 年 6 月底，广汇汽车全部债务 787.43 亿元，较 2019 年底下降 6.76%，其中短期债务占 84.51%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比

率分别为 66.69%、63.49% 和 21.22%，均较 2019 年底有所下降。

近年来，广汇汽车营业收入保持在较大规模，汽车衍生业务盈利能力强，但受乘用车市场景气度下行影响，公司主业盈利能力承压，整体盈利能力有所下滑。2020年上半年，受疫情影响，盈利能力进一步下滑。

2017—2019 年，广汇汽车营业收入年均复合增长 2.99%，2019 年，广汇汽车实现营业收入 1704.56 亿元，较上年增长 2.58%；营业成本为 1536.84 亿元，较上年增长 3.12%。2019 年，广汇汽车营业利润率降至 9.52%。

2017—2019 年，广汇汽车期间费用分别为 92.66 亿元、110.51 亿元和 112.21 亿元，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成；随着合并口径的变化以及对外融资的增长，管理费用和财务费用逐年增加，2017—2019 年，期间费用率分别为 5.77%、6.65% 和 6.58%，期间费用率虽有上升，但尚可控。

2017—2019 年，广汇汽车利润总额不断下降，2019 年，广汇汽车实现利润总额 45.47 亿元，同比下降 13.50%，构成以经营性利润为主，非经常性损益对利润的影响不大。从利润构成来看，2017—2019 年，广汇汽车的资产减值损失及信用减值损失对利润的影响较大。2019 年，广汇汽车资产减值损失和信用减值损失合计 8.71 亿元，占广汇汽车营业利润的比重为 19.22%，对利润有一定侵蚀。其中，信用减值损失主要来自应收融资租赁款计提的坏账损失（4.98 亿元），系政策和市场变化导致广汇汽车融资租赁业务催收成功率小幅下降所致；投资收益、其他收益、营业外收支等对利润影响不大。

从盈利指标看，2017—2019 年，广汇汽车营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年加权均值分别为 9.65%、5.14% 和 8.32%，2019 年分别为 9.52%、4.86% 和 7.41%，整体盈利能力较好。

2020 年 1—6 月，广汇汽车实现营业收入

660.77 亿元，同比下降 18.13%；利润总额 9.50 亿元，同比下降 62.44%，受疫情影响较大。

近年来，广汇汽车经营性现金流入规模波动增长，收入实现质量好；受融资租赁资金投放及票据兑付等因素影响，经营活动净现金流存在波动；资本性支出近年来保持较大规模。

从现金流量来看，2017—2019 年，广汇汽车经营活动净现金年均复合增长 25.55%，经营活动现金净流入 78.60 亿元，较上年增长 263.95%，主要系融资租赁业务资金投放放缓所致；2017—2019 年，广汇汽车投资活动净现金流持续为负，2019 年投资活动净现金流为 -46.33 亿元；2017—2019 年，广汇汽车筹资活动净现金流分别为 107.42 亿元、-41.76 亿元和 -64.86 亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2017—2019 年，广汇汽车现金收入比分别为 119.70%、121.65% 和 118.44%，收入质量较好。

2020 年 1—6 月，广汇汽车经营活动现金净流出 49.21 亿元（上年同期为净流出 72.57 亿元），与经营活动有关的现金支出及收入均下降；投资活动现金净流入 45.68 亿元，筹资活动现金净流入 11.12 亿元。

近年来，广汇汽车偿债能力指标有所弱化，但仍处于适宜水平。考虑到广汇汽车的行业地位领先，融资渠道畅通且未使用银行授信充裕，整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2017—2019 年，广汇汽车流动比率和速动比率三年加权均值分别为 111.53% 和 87.28%，截至 2019 年底分别为 107.63% 和 85.31%，截至 2020 年 6 月底分别为 108.52% 和 83.85%。2017—2019 年，广汇汽车现金类资产/短期债务分别为 0.58 倍、0.39 倍和 0.36 倍。

从长期偿债指标看，2017—2019 年，广汇汽车 EBITDA 利息倍数分别为 3.93 倍、3.72 倍和 3.10 倍，同期全部债务/EBITDA 分别为 7.75 倍、8.46 倍和 9.19 倍。长期偿债指标有所减弱。

截至 2019 年底，广汇汽车取得的各类金融机构授信总额（不含发行债券额度）为 982.58

亿元，尚未使用的授信额度 391.46 亿元，间接融资渠道畅通。广汇汽车为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年底，广汇汽车无对外担保。

广汇汽车本部资产以对子公司的长期股权投资为主，债务负担较轻，债券融资是本部的主要融资方式；本部无经营性收入，利润主要来自子公司投资收益，投资活动现金流以与子公司间往来款为主。

截至 2019 年底，广汇汽车本部资产总额为 471.82 亿元；其中，流动资产 68.15 亿元（占 14.44%），非流动资产 403.67 亿元（占 85.56%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 12.71%）和其他应收款（占 78.42%）构成，非流动资产全部为长期股权投资。截至 2019 年底，广汇汽车本部货币资金为 8.66 亿元。

截至 2019 年底，广汇汽车本部负债总额为 96.55 亿元。其中，流动负债 66.45 亿元（占 68.83%），非流动负债 30.10 亿元（占 31.17%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 30.75%）、其他应付款（占 51.49%）和一年内到期的非流动负债（占 17.45%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 98.87%）构成。广汇汽车本部融资以发行债券为主；截至 2019 年底资产负债率为 20.46%，较 2018 年底增加 3.51 个百分点。

截至 2019 年底，广汇汽车本部所有者权益为 375.27 亿元。其中，股本为 81.60 亿元（占 21.74%）、资本公积为 290.63 亿元（占 77.44%），所有者权益结构稳定性良好。

2019 年，广汇汽车本部无经营性收入，当期实现投资收益 8.60 亿元，利润总额为 0.86 亿元。2019 年，广汇汽车本部经营活动现金流规模小；投资活动现金流以与子公司间的往来款为主；筹资活动现金流量净额为 -4.18 亿元。

（4） 资金保管机构

本交易的资金保管机构是交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）。交通银行自身财务状况稳健，资本充足，盈利能力强，托

管经验丰富，行业地位显著。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。

交通银行始建于 1908 年，是中国历史最悠久的银行之一，也是近代中国的发钞行之一。1987 年 4 月 1 日，重新组建后的交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，总行设在上海。2005 年 6 月交通银行在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2018 年末，交通银行股本总额 742.63 亿元，其最大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 26.53%。

截至 2019 年末，交通银行资产总额 99056.00 亿元，其中客户贷款 51836.53 亿元；负债总额 91046.88 亿元，其中客户存款余额 60729.08 亿元；股东权益合计 8009.12 亿元；不良贷款率 1.47%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 14.83%，一级资本充足率 12.85%，核心一级资本充足率 11.22%。2019 年交通银行共实现营业收入 2324.72 亿元，净利润 780.62 亿元。2019 年交通银行托管资产规模达人民币 93942.45 亿元。

交通银行已建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层、业务部门、风险管理部门和内部审计部门在风险管理中的职责分工，多层次、相互衔接、有效制衡的风险治理机制稳健运行。

（5） 受托机构/发行人

交银国际信托拥有稳健的财务实力、较为雄厚的股东背景、完善的风险管理组织建设，尽职能力很强。

本交易的受托机构/发行人是交银国际信托。交银国际信托原名为湖北省国际信托投资公司，成立于 1981 年 6 月，2007 年 5 月，经中国银监会批准，引进交通银行股份有限公司实施战略重组。重组完成后，更名为交银国际信托有限公司。截至 2019 年末，交银国际信托注册资本金 57.65 亿元，控股股东为交通银行股份有限公司，持股比例为 85%。

截至 2019 年末，交银国际信托合并资产总额 128.99 亿元，负债合计 7.54 亿元，股东权益 121.45 亿元；2019 年全年，实现合并营业收入 18.77 亿元，利润总额 15.14 亿元。截至 2019 年末，交银国际信托信托资产总额 7618.50 亿元，信托负债 45.26 亿元，信托权益 7573.24 亿元。

在风险管理组织建设方面，交银国际信托秉承合规、全面、有效的基本原则，建立合理、有效的规章制度体系，对业务风险点进行动态监控、分析、预警，并采取行之有效的风控机制，建立战略性和日常性的分层次、多渠道的风险管理架构，确保各项风险管理政策与措施的有效实施。交银国际信托在经营管理层下设立了信托业务审查委员会、固有业务审查委员会、私人股权投资信托计划项目投资审查委员会，分别负责对信托项目、固有项目、私人股权投资信托计划投资项目进行审查。

4. 法律要素分析

根据北京市金杜律师事务所为本交易出具的相关法律意见：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，资产的形成和存续真实有效，权属明确无争议，不存在权利负担，发起机构可根据《信托合同》的约定于信托财产交付日将资产委托给受托人。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构系在中华人民共和国境内依法设立并有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，为交易商协会会员，历史沿革合法合规，不存在根据法律、法规、规范性文件及相应的公司章程需要

予以终止的情形，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，已取得本次发行所需的内部批准与授权，本项目可根据相关法律、法规和规范性文件的规定完成发行；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；本项目的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，除新分享外，其他中介机构与发起机构均不存在关联关系；资产的形成和存续真实有效，权属明确无争议，不存在权利负担，发起机构可根据《信托合同》的约定于信托财产交付日将资产委托给受托人；同时，发起机构已采取相关措施，在承租人及本项目其它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，确保资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；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日起符合相关法律、法规和规范性文件的要求的投资者保护机制，在本项目承租人及其他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，在一定程度上缓解资产与发起机构自有财产的混同风险；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

1. 资产池分析

本期交易入池资产整体质量良好。本期入池资产作为汽车金融资产，具有分散度高、首付合理（加权平均首付比例 21.80%）、收益率高（加权平均现行年利率为 11.42%）及分期付

款等优势。

本交易基础资产为委托人向受托人转让的应收账款债权及其附属担保权益；新分享科技服务(深圳)有限公司将在本项目中作为技术咨询服务顾问利用其专业人员及系统科技能力提

供系统、技术、流程服务(BPaaS)以及为本项目存续期间提供持续的系统监控。截至基准日(即封包日 2020 年 10 月 17 日零时), 资产本金余额为人民币 32894.86 万元, 共涉及 3960 户承租人的 3970 份租赁合同。基础资产的概况如下表所示。

表 10 资产池概况

资产池合同未偿本金余额(万元)	32894.86
资产池合同未偿本息余额(万元)	38552.85
承租人户数(户)	3960
合同笔数(笔)	3970
单笔合同最大未偿本金余额(万元)	29.37
加权平均现行年利率(%)	11.42
加权平均租赁合同期限(月)	34.67
加权平均租赁合同剩余期限(月)	33.29
单笔租赁合同最长剩余期限(月)	35.93
单笔租赁合同最短剩余期限(月)	1.55
平均未偿本金余额(万元)	8.29
加权平均初始抵押率(%)	78.20
加权平均租赁账龄(月)	1.38
加权平均首付比例(%)	21.80
承租人加权平均年龄(岁)	36.72

注: 1. 表中加权平均指标以资产池基准日资产池未偿本金余额为权重计算;

2. 合同期限为(合同到期日-合同生效日)/365*12, 下同;
3. 剩余期限为(合同到期日-资产池基准日)/365*12, 下同;
4. 账龄为 12*(基准日-合同生效日)/365, 下同;
5. 首付比例是根据企业提供数据进行统计计算, 不含加融项, 下同;
6. 初始抵押率=(合同金额-加融项)/车辆销售价格, 下同;
7. 承租人年龄为截至封包日借款人的实际年龄, 承租人为企业客户的, 其年龄为对应的担保人年龄, 下同

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

2. 承租人类型分布

本交易入池资产的承租人包括具有完全民事行为能力的人和依照中国法律在中国成立并合法存续的法人; 其中, 法人承租人均带有个人担保。承租人类型和承租人(担保人)年龄分布详见下表。

表 11 承租人类型分布(单位: 笔、万元、%)

承租人类别	笔数	资产余额	金额占比
个人	3531	28852.24	87.71
企业	439	4042.62	12.29
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

表 12 承租人(担保人)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]	12	98.20	0.30
(20, 30]	871	7275.83	22.12
(30, 40]	1781	14899.96	45.30
(40, 50]	1021	8209.76	24.96
(50, 60]	284	2399.63	7.29
60 以上	1	11.48	0.03
合计	3970	32894.86	100.00

注: 1. [,]为闭区间, 例如[18, 20]表示大于等于 18 但小于等于 20; (,]为左开右闭区间, 例如(20, 30]表示大于 20 但小于等于 30, 下同;

2. 承租人为企业客户的, 其年龄为对应的担保人年龄;

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

3. 入池融资租赁汽车类型分布

本交易入池融资租赁汽车包括新车和二手车, 其中新车占比 91.41%。其分详见下表。

表 13 融资租赁汽车类型分布(单位: 笔、万元、%)

车辆类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
新车	3549	30068.74	91.41
二手车	421	2826.12	8.59
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

4. 资产池未偿本金余额分布

截至资产池基准日, 本交易入池租赁款的单笔最大未偿本金余额占比为 0.09%, 承租人分散性良好。入池资产未偿本金余额分布详见下表。

表 14 入池资产未偿本金余额(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]	702	2803.86	8.52
(5, 10]	1972	14230.38	43.26
(10, 15]	1269	15334.58	46.62
(15, 20]	21	388.77	1.18
(20, 25]	5	107.90	0.33
25 以上	1	29.37	0.09
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

5. 入池租赁款首付比例分布

入池租赁款加权平均首付比例为 21.80%。本交易入池租赁款的首付比例分布详见下表。

表 15 入池租赁款首付比例分布 (单位: %、笔、万元)

首付比率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	3704	31083.05	94.49
(30, 40]	167	1185.38	3.60
(40, 50]	70	436.49	1.33
(50, 60]	18	106.99	0.33
(60, 70]	8	66.10	0.20
(70,80]	2	13.81	0.04
80 以上	1	3.03	0.01
合计	3970	32894.86	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, 汽车融资租赁款的首付比例越高, 承租人违约的可能性越小。本交易入池租赁款的首付比例主要分布在 20% 至 30% 之间, 处于正常水平。

6. 入池租赁款还款方式

本交易的入池租赁款的还款均为按月还款, 入池还款方式分为等额本息和阶梯贷。入池租赁款还款方式见下表。

表 16 入池租赁款还款方式分布 (单位: 笔、万元、%)

还款方式	笔数	未偿本金余额	金额占比
等额本息	3572	29431.08	89.47
阶梯贷	398	3463.77	10.53
合计	3970	32894.86	100.00

注: 根据汇通信诚提供的说明, 本交易入池的阶梯贷的资产还款方式为前高后低, 相较于等额本息可以更早的收回更多的本金

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

7. 承租人地区分布

入池资产承租人分布在全国 30 个省, 其中广东省未偿本金余额占比最高, 达 28.81%。截至基准日, 入池承租人前十大地区分布详见下表。

表 17 入池承租人前十大地区分布 (单位: 笔、万元、%)

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东省	1125	9478.39	28.81
贵州省	411	3307.49	10.05
河北省	328	2956.84	8.99
广西壮族自治区	333	2660.53	8.09
云南省	255	2191.66	6.66

四川省	254	2011.97	6.12
湖北省	256	1879.00	5.71
江西省	187	1572.40	4.78
湖南省	181	1248.54	3.80
陕西省	97	727.38	2.21
合计	3427	28034.19	85.22

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

8. 入池资产账龄分布

入池资产承租人的加权平均账龄是 1.38 个月。入池资产的账龄分布详见下表。

表 18 入池资产账龄分布 (单位: 月、笔、万元、%)

账龄区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0, 4]	3404	29231.44	88.86
(4, 8]	410	2887.03	8.78
(8, 12]	156	776.39	2.36
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

9. 入池资产剩余期限分布

本交易入池资产的加权平均剩余期限 33.29 个月, 最长剩余期限 35.93 个月, 最短剩余期限 1.55 个月, 入池资产的剩余期限分布详见下表。

表 19 入池资产剩余期限 (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]	14	64.61	0.20
(12, 24]	545	3516.66	10.69
(24, 36]	3411	29313.59	89.11
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

10. 入池租赁款收益率分布

本交易入池租赁款的加权平均收益率为 11.42%, 收益率水平较高, 入池租赁款的收益率分布详见下表。

表 20 入池租赁款收益率分布 (单位: %、笔、万元)

收益率区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(8,10]	35	151.14	0.46
(10,12]	2800	24279.13	73.81
(12,14]	1057	7951.71	24.17

(14,16]	78	512.88	1.56
合计	3970	32894.86	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

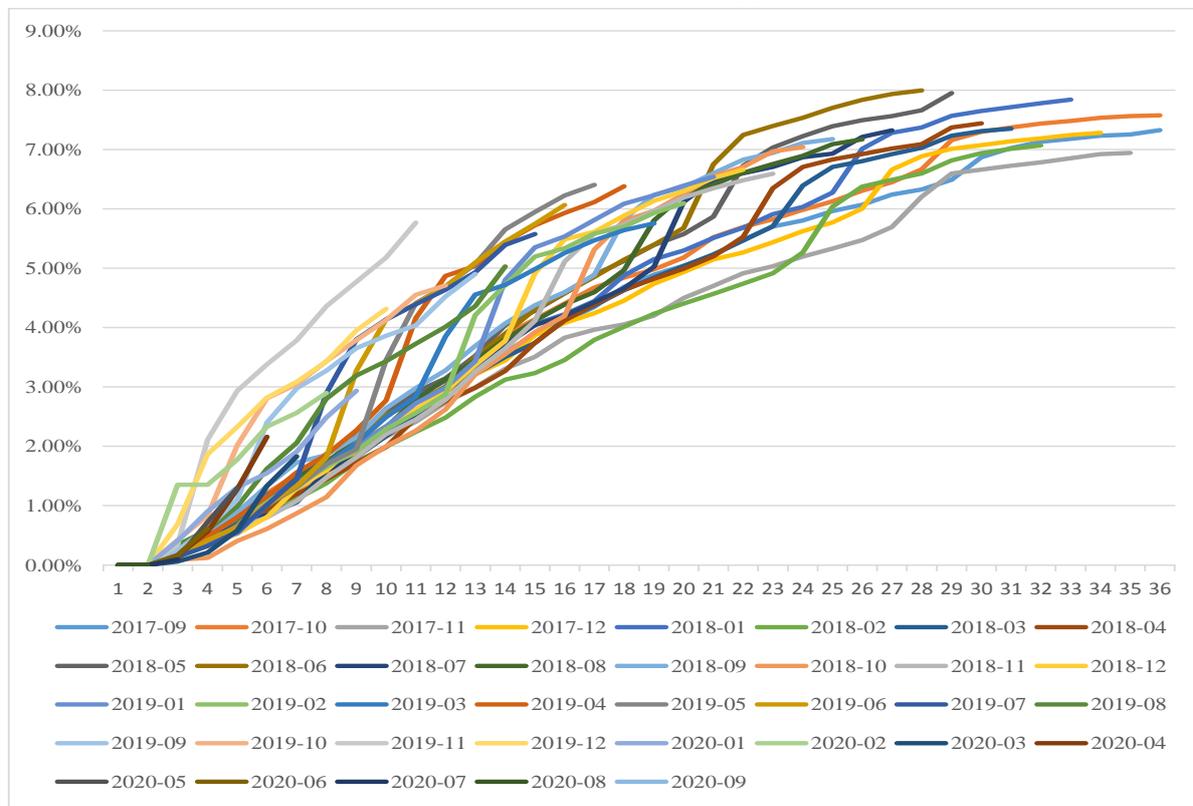
1. 现金流分析

本交易的基础资产为委托人和赢保理向受托人交银国际信托转让的 32894.86 万元应收账款债权及其附属担保权益。底层资产为汇通信诚对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益。截至初始起算日，基础资产的资产余额为 32894.86 万元。联合资信根据汇通信诚提供的标的业务历史数据，计算出累计违约率（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）和回收率两个量化指标，用于分析本交易未来现金流情况。

累计违约率方面，累计违约率是判断基础资产损失情况的指标，根据静态池中违约分布

计算，用于模拟本交易成立后因损失导致的资产池本金减少。联合资信根据汇通信诚提供的历史数据整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵（联合资信整理了汇通信诚 2011 年 7 月至 2020 年 9 月的 111 个静态池的数据，其中，2011 年 7 月至 2017 年 8 月的数据由于数据口径与 2017 年 8 月以后的数据口径不一致，故未予以采用），计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，外推至资产池最长合同期限 36 个月，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 36 个月的预期累计违约率为 7.59%。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



注：2011 年 7 月至 2017 年 8 月的数据由于数据口径与 2017 年 8 月以后的数据口径不一致，故未予以采用

资料来源：汇通信诚提供，联合资信整理

回收率方面，汇通信诚提供了 2011 年 7 月—2020 年 9 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 2017 年 9 月（由于数据口径不一致，故未采用 2017 年 9 月以前的数据）起开始计算每个月发放贷款的资产回收率，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 59.62%。得出的各静态池回收率如下表所示。

表 21 各静态池资产回收率

静态池	回收率 (%)	静态池	回收率 (%)
2017 年 9 月	73.63	2018 年 11 月	73.63
2017 年 10 月	75.54	2018 年 12 月	75.54
2017 年 11 月	69.16	2019 年 1 月	69.16
2017 年 12 月	74.14	2019 年 2 月	74.14
2018 年 1 月	73.38	2019 年 3 月	73.38
2018 年 2 月	72.40	2019 年 4 月	72.40
2018 年 3 月	68.28	2019 年 5 月	68.28
2018 年 4 月	69.99	2019 年 6 月	69.99
2018 年 5 月	65.60	2019 年 7 月	65.60
2018 年 6 月	64.97	2019 年 8 月	64.97
2018 年 7 月	57.07	2019 年 9 月	57.07
2018 年 8 月	55.73	2019 年 10 月	55.73
2018 年 9 月	48.61	2019 年 11 月	48.61
2018 年 10 月	56.06	平均值	59.62

资料来源：联合资信整理

早偿率方面，优先 A 级票据和优先 B 级票据均为按月支付利息，过手摊还本金，虽然提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，但是在

一定程度上减少了入池资产产生的利息。根据可用静态池计算出早偿率为 7.98%。

表 22 基准参数表

参数名称	基准参数
累计违约率	7.59%
回收率	59.62%
早偿率	7.98%

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。

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、回收率两个量化指标按照优先 A 级票据的目标评级为 AAA_{sf}，优先 B 级票据的目标评级为 AA⁺_{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，目标评级 AA⁺_{sf} 的过渡时间要求设置为 6 个月。

早偿率方面，由于本交易设置了过手摊还本金的方式，基础资产早偿对现金流支出的影响不大，因此未将早偿率作为压力条件，采用了 7.98%。

在压力调整系数方面，本交易的融资人汇通信诚业务规模较大、风控体系完善，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。综合考虑，联合资信采用 1.00 的正常压力调整系数来进行测试。

最终，联合资信得到现金流流入端压力参数结果如下表所示。

表 23 压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率		回收率		早偿率	
	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
基准参数值	7.59%	7.59%	59.62%	59.62%	7.98%	7.98%

目标评级下乘数/折损系数	5.5	4.3	0.45	0.33	—	—
过渡时间(月)	4	6	0	0	—	—
压力调整系数	1.00		1.00		—	
加压后参数值(%)	41.75	32.64	32.79	39.95	7.98	7.98

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 A 级票据发行利率：根据近期发行的利率，主承销商预计优先级 A 级票据和优先级 B 级票据的发行利率分别为 5.70% 和 7.00%，加压 50bps 后，得到压力情形下优先级 A 级票据和优先级 B 级票据的加压发行利率分别为 6.20% 和 7.50%。

本交易税率、费率：由于目前对于资产证券化项目相关税收政策不明确，故采用 3.26% 作为相关税率；同时，综合考虑本交易的其他相关费用等。

表 24 现金流流出压力参数设置

参数名称	压力参数设置
优先 A 级票据预期收益率	6.20% (5.70%+50bps)
优先 B 级票据预期收益率	7.50% (7.00%+50bps)
税率	3.26%

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不同的压力因子，通过判断各档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

目标评级 AAA_{sf} 情景下压力测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到目标评级 AAA_{sf} 情景下，优先级票据的压力测试结果，具体如下表所示：

表 25 AAA_{sf} 压力情景下优先级票据压力测试结果 (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	3818.31	税金及其他费用	256.17	256.17
		优先 A 级票据利息	1611.78	1611.78
		优先 B 级票据利息	802.89	769.13
回收款本金	24084.70	优先 A 级票据本金	24800.00	24800.00
		优先 B 级票据本金	3200.00	462.06
		次级票据本金	4894.86	0.00
流入合计	27903.01	流出合计	35565.69	27899.14

从目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力测试结果来看，优先 A 级票据的本息将在优先 B 级票据及次级票据本金兑付之前完成兑付，同时账户中尚余 609.75⁹ 万元可用于兑付优先 B 级票据的本息，对优先 A 级票据本金形成 1.86% 的保护

距离¹⁰。而优先 B 级票据本金在法定到期日不能得到足额偿还。因此，优先 A 级票据能通过目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力测试，而优先 B 级票据无法通过目标评级 AAA_{sf} 情景下的压力测试。

⁹ 包含优先 A 级票据本息偿还完毕后偿付的优先 B 级票据利息 147.68 万元和优先 B 级票据本金 462.06 万元。

¹⁰ 优先 A 级票据的保护距离=优先 A 级票据本息支付完后剩余的现金/优先 A 级票据发行规模。

目标评级 AA⁺_{sf} 情景下压力测试结果

票据的压力测试结果，具体如下表所示：

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到目标评级 AA⁺_{sf} 情景下，优先级

表 26 AA⁺_{sf} 压力情景下优先级票据压力测试结果（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	4209.89	税金及其他费用	278.07	278.07
		优先 A 级票据利息	1519.44	1519.44
		优先 B 级票据利息	573.11	573.11
回收款本金	26943.81	优先 A 级票据本金	24800.00	24800.00
		优先 B 级票据本金	3200.00	3200.00
		次级票据本金	4894.86	783.07
流入合计	31153.70	流出合计	35265.48	31153.70

从目标评级 AA⁺_{sf} 情景下的压力测试结果可以看出，优先 B 级票据可在法定到期日偿还完所有本金及利息，同时信托账户中尚余 783.07 万元可用于兑付次级票据本金，对优先 B 级票据本金形成 2.80% 的安全距离ⁱ。因此，优先 B 级票据能通过目标评级 AA⁺_{sf} 情景下的压力测试。

压力测试结果表明，“和赢商业保理(深圳)

有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”项下优先 A 级票据的信用等级能够达到 AAA_{sf}，优先 B 级票据的信用等级能够达到 AA⁺_{sf}。

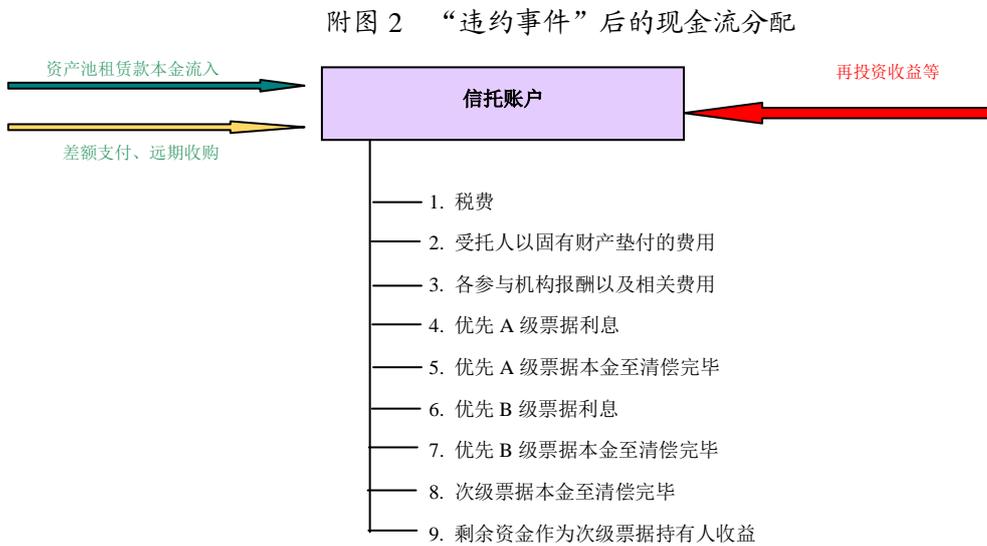
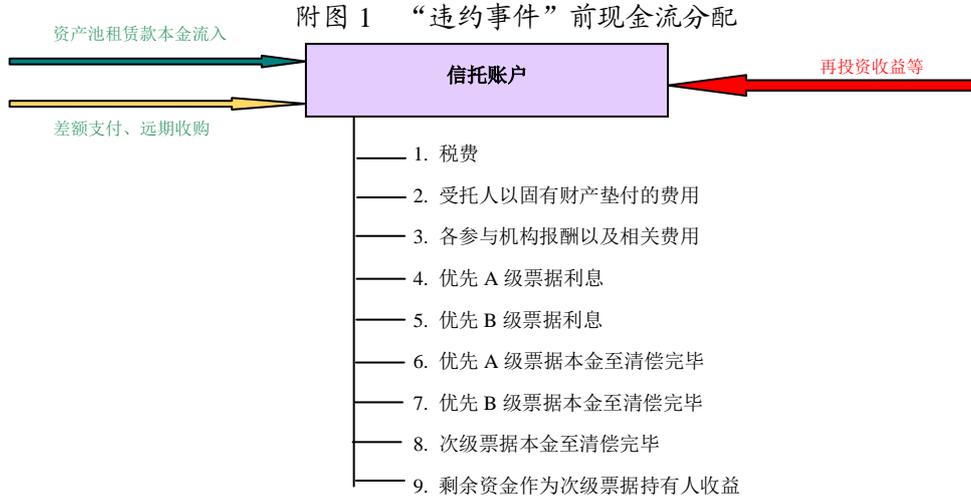
ⁱ 优先 B 级票据的保护距离=优先 B 级票据本息支付完毕后剩余的现金/(优先 A 级票据发行规模+优先 B 级票据发行规模)。

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，同时考虑到远期收购支持人广汇汽车提供的远期收购支持，确定“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”项下优先 A 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。

上述优先 A 级资产支持票据的评级结果反映了该票据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 级资产支持票据的评级结果反映了该票据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 信托利益分配顺序



附件 1 广汇汽车主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	324.74	254.30	251.41	226.86
资产总额(亿元)	1352.46	1414.93	1420.80	1359.15
所有者权益(亿元)	442.37	461.85	447.65	452.79
短期债务(亿元)	562.75	645.04	702.63	665.49
长期债务(亿元)	203.10	163.41	141.87	121.95
全部债务(亿元)	765.85	808.45	844.50	787.43
营业收入(亿元)	1607.12	1661.73	1704.56	660.77
利润总额(亿元)	57.47	52.57	45.47	9.50
EBITDA(亿元)	98.83	95.54	91.90	--
经营性净现金流(亿元)	49.87	21.60	78.60	-49.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	52.44	56.51	57.51	--
存货周转次数(次)	8.94	7.92	7.98	--
总资产周转次数(次)	1.30	1.20	1.20	--
现金收入比(%)	119.70	121.65	118.44	115.19
营业利润率(%)	9.41	10.01	9.52	9.21
总资本收益率(%)	5.81	5.24	4.92	--
净资产收益率(%)	10.18	8.60	7.41	--
长期债务资本化比率(%)	31.47	26.13	24.07	26.17
全部债务资本化比率(%)	63.39	63.64	65.36	64.45
资产负债率(%)	67.29	67.36	68.49	67.91
流动比率(%)	120.51	112.05	107.63	108.52
速动比率(%)	95.57	85.02	85.31	83.85
经营现金流动负债比(%)	7.30	2.83	9.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.93	3.72	3.10	--
EBITDA 利息倍数	7.75	8.46	9.19	--

注：广汇汽车 2020 年 1-6 月财务报表未经审计，其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入上表中的短期债务

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4 资产支持票据信用等级设置及含义

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}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

联合资信评估股份有限公司关于 和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚 应收账款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“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”项下优先级资产支持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。

和赢商业保理(深圳)有限公司/交银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“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”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“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件,和赢商业保理(深圳)有限公司/交银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“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”相关信息,如发现“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”出现重大变化,或发现存在或出现可能对“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”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,及时对该项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如和赢商业保理(深圳)有限公司/交银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“和赢商业保理(深圳)有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”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和赢商业保理(深圳)有限公司/交银国际信托有限公司联系,并及时出具跟踪评级报告和结果。