

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《广汽汇通 2014 年第一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

二零一四年七月二十九日



信用等级公告

联合[2014] 1413 号

联合资信评估有限公司通过对“广汽汇通 2014 年第一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

广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款
资产支持证券

优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA

优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



广汽汇通 2014 年第一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

单位：万元/%

证券名称	金额	占比	利率类型	信用等级
优先 A 级 资产支持证券	67600.00	84.50	浮动利率	AAA
优先 B 级 资产支持证券	8390.00	10.49	浮动利率	AA
次级 资产支持证券	4009.92	5.01	—	NR
合 计	79999.92	100.00	—	—

NR——未予评级

评级报告出具时间：

2014 年 7 月 29 日

交易概览

信托财产初始起算日：2014 年 6 月 1 日
证券法定到期日：2020 年 12 月 31 日
交易类型：静态现金流型 ABS
载体形式：特殊目的信托
信托财产：广汽汇理汽车金融有限公司 79999.92 万元
个人汽车抵押贷款
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
委托人/贷款服务机构：广汽汇理汽车金融有限公司
受托机构/发行人：广东粤财信托有限公司
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司广东省分行
主承销商：中信证券股份有限公司
副主承销商：万联证券有限责任公司

分析师

刘 静 谢晴晴

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”）对本期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进行了考量，并在现金流分析的基础上确定“广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 级资产支持证券信用等级为 AA；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、广汽汇理汽车金融有限公司执行较为严格的会计政策及贷款分类标准。在初始起算日，本次入池资产全部属于广汽汇理汽车金融有限公司的正常类贷款，资产池信用质量良好。
- 2、本期交易基础资产涉及广汽汇理汽车金融有限公司向 11417 户主借款人发放的 11417 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 30 个地区，单个借款人未偿本金余额占比极小，最大占比仅为 0.051%。借款人分散性良好。
- 3、在初始起算日，资产池的加权平均利率处于较高水平，预计将存在较高的超额利差，超额利差为优先级资产支持证券提供的信用增级效果良好。
- 4、在初始起算日，借款人的加权平均年龄为

36.98 岁，处于职业上升期，具备较强的还款能力。

- 5、 本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了一定的流动性支持及信用支持；“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。
- 6、 本期交易贷款服务机构服务报酬的支付处于劣后位置，能更好的实现超额利差对优先级证券的信用支持。

关注及缓释

- 1、 本期交易既未设置内部流动性支持，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易基础资产分散性良好，且贷款服务机构广汽汇理汽车金融有限公司的贷款管理经验较丰富，主体信用质量较好。联合资信对各档证券的现金流进行的压力测试表明，本期交易的流动性风险较小。

- 2、 次级证券设有一定的期间收益，可能会在一定程度上减弱超额利差为优先级资产支持证券提供的信用支持。

风险缓释：本期交易基础资产的收益水平很高，联合资信对优先级资产支持证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了由于超额利差水平的降低而可能引发的优先级资产支持证券违约风险。

- 3、 目前，国内个人汽车抵押贷款证券化试点在抵押车辆的抵押权变更问题上尚无统一的操作规范要求。本期交易中，委托人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。但是，如果委托人及受托机构未办理抵押变更登记，则可能会出现借款人的其他债权人以“善意第三人”的名义对该抵押车辆主张抵押权的情况，这将使信托面临一定的法律风

险。

风险缓释：针对这一情况，本期交易设置了资产赎回条款，委托人将按照约定赎回相应资产，本期交易的委托人广汽汇理的主体信用等级较高，履约能力较强，本期交易的法律风险较小。联合资信也将持续关注委托人、贷款服务机构、发行人的尽职意愿和履约能力。

- 4、 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，加上我国汽车贷款及委托人从事汽车贷款业务的历史都不长，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，通过提高违约率、降低回收率、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险。

- 5、 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。

风险缓释：联合资信在评级分析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景。

- 6、 全球经济疲弱和我国出口增速减缓、经济增长放缓等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：联合资信在现金流分析中已经考虑了因宏观经济系统性风险而导致的借款人违约率提高和回收率下降等因素。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人广汽汇理汽车金融有限公司和发行人广东粤财信托有限公司提供，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委托人/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发委托人/发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本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，未因委托人/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、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“广汽汇通2014年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”优先级资产支持证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

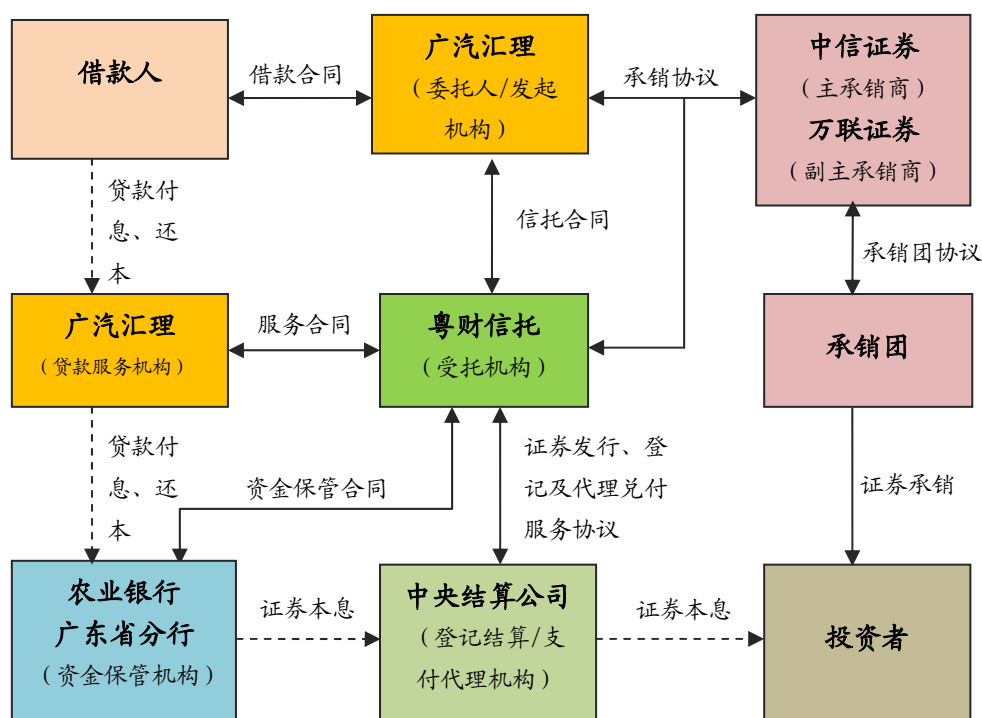
1、交易结构

本期交易的委托人广汽汇理汽车金融有限公司（以下简称“广汽汇理”）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79999.92万元个人汽车抵押贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）设立“广汽汇通2014年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。粤财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A级、优先B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：广汽汇理汽车金融有限公司
 发行人/受托机构：广东粤财信托有限公司
 贷款服务机构：广汽汇理汽车金融有限公司
 资金保管机构：中国农业银行股份有限公司广东省分行
 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：普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）
 法律顾问：北京市中伦律师事务所（特殊普通合伙）
 主承销商：中信证券股份有限公司
 副主承销商：万联证券有限责任公司
 评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

图1 交易安排



2、资产支持证券

本期交易发行优先A级、优先B级和次级资产支持证券（以下简称“证券”），其中优先

A级、优先B级证券属于优先级证券。

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A级、优先B级证券均按月支付利息，次级证券可按月取得期间收益。优先A级、优先B级、次级证券采用过手式结构按优先/劣后顺序按月偿付本金。

优先级证券采取招标方式发行，次级证券全部向委托人定向发行。优先A级和优先B级证券均采用浮动利率，票面利率等于基准利率加

上基本利差之和，基准利率为中国人民银行公布的一年期定期存款利率，基本利差根据公开招标结果确定；如遇基准利率调整，证券利率将在基准利率调整生效日后的第3个支付日进行调整；次级证券不设票面利率，在既定条件下取得不高于3%的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	信用评级	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	过手摊还	67600.00	84.50	浮动利率	2016 年 3 月 26 日	2020 年 12 月 31 日
优先 B 级证券	AA	过手摊还	8390.00	10.49	浮动利率	2016 年 8 月 26 日	2020 年 12 月 31 日
次级证券	NR	—	4009.92	5.01	—	2016 年 11 月 26 日	2020 年 12 月 31 日

NR——未予评级

3、入池资产

本期交易的入池资产涉及委托人广汽汇理向 11417 户主借款人发放的 11417 笔人民币个人汽车抵押贷款。截至初始起算日 2014 年 6 月 1 日 0 点，入池贷款的未偿本金余额为人民币 79999.92 万元。

根据交易文件约定，本期交易入池贷款的合格标准分为四个方面：

一是关于借款人的标准，包括（1）借款人为中国公民，且在贷款发放日时至少为年满 18 周岁的自然人；（2）抵押贷款发放时，借款人不是与委托人签订劳动合同的雇员，也不是劳务派遣单位派遣到委托人工作的人员；（3）借款人不存在违反其在抵押贷款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；（4）抵押贷款发放时，按照广汽汇理审核标准作为主申请人的借款人的年龄与该抵押贷款的剩余期限之和小于 55；（5）在初始起算日，借款人在委托人处只有一笔贷款；（6）就委托人所知，贷款及附属担保权益不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的。

二是关于抵押贷款的标准，包括（1）根据银监会贷款五级分类标准，抵押贷款全部为正常类贷款；（2）抵押贷款已经存在并由委托人服务，且在借款人和委托人之间有委托扣款的授权或在抵押贷款合同中有委托扣款条款；（3）

抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；

（4）抵押贷款未根据委托人的标准程序予以核销；（5）抵押贷款合同和抵押权合法有效，并构成相关借款人合法、有效和有约束力的义务，债权人和抵押权人可根据其条款向借款人主张权利；（6）在初始起算日，借款人迟延支付抵押贷款合同项下到期应付的金额未超过 30 天；

（7）抵押贷款的发放日不晚于 2013 年 12 月 31 日，到期日不早于 2014 年 12 月 31 日且不晚于 2018 年 12 月 31 日；（8）抵押贷款发放时，其本金金额至少为人民币 2 万元；（9）抵押贷款发放时，其本金金额不超过人民币 50 万元；

（10）抵押贷款发放时，如果本金金额不超过 25 万元，其初始抵押率不超过 80%；如果本金金额超过 25 万元，其初始抵押率不超过 70%；

（11）抵押贷款的初始贷款期限为 1 年（不含）至 5 年（含）之间，于初始起算日 0 时的剩余期限不超过 5 年；（12）抵押贷款需每月还本付息；

（13）抵押贷款合同项下的贷款金额均已发放完毕；（14）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，且委托人无需向借款人退还；（15）除非相关借款人或其代表全部提前偿还了所有的应付款项，无论是因发生了违约事件还是其他原因，任何借款人均无权选择终止该抵押贷款合同；（16）除抵押贷款合同以外，委托人和相关借款人之间关于该贷款

不存在其他协议（关于该贷款的委托扣款协议除外）；（17）委托人将全部或部分贷款及其附属担保权益设立信托以及转让或出售该等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，或该等禁止或限制在信托生效日之前已经根据中国法律或抵押贷款合同的约定被消除；（18）委托人未曾放弃其在抵押贷款合同或抵押权项下的任何重要权利，但放弃就提前还款收取违约金的权利除外；（19）除法定抵销权以外，相关借款人不对该抵押贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利。

三是关于抵押车辆的标准，包括（1）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第一顺序抵押登记手续，登记的第一顺序抵押权人为广汽汇理汽车金融有限公司；（2）在发放该抵押贷款时，相关抵押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借款人名义取得的但标明委托人名称及其权益的财产险。

四是关于发放和筛选抵押贷款的标准，包括（1）该抵押贷款为委托人在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与抵押贷款业务相关的政策、实践和程序所发放；（2）该抵押贷款及其相关抵押车辆和附属担保权益均为遵照法律的规定而创设；（3）在初始起算日，每份抵

押贷款合同的文本在所有重要方面与信托合同中所列的抵押贷款协议标准格式之一相同；（4）中国法律、抵押贷款合同或相关抵押权均禁止或限制相关借款人在未经委托人同意时转让其在该抵押贷款合同中的义务或相关抵押车辆；（5）委托人和/或借款人为签署、交付或履行相关抵押贷款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 初始起算日资产池概况

未偿本金余额（万元）	79999.92
贷款笔数（笔）	11417
单户最大未偿本金余额（万元）	40.49
借款人加权平均年龄（岁）	36.98
加权贷款执行利率（%）	12.45
加权首付比率（%）	34.00
加权平均账龄（月）	13.18
最长账龄（月）	45.37
最短账龄（月）	5.03
加权平均剩余期限（月）	25.73
最长剩余期限（月）	55.80
最短剩余期限（月）	7.17

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为权重计算。

2、首付比率 = 首付金额 / 汽车购买价格。

3、贷款账龄 = (初始起算日 - 贷款发放日 - 1) / 30。

4、贷款剩余期限 = (贷款到期日 - 初始起算日 + 1) / 30。

5、借款人年龄 = (评估日 - 借款人出生日期 - 1) / 30。

二、入池资产分析

1、资产池概况

本期交易的入池资产涉及广汽汇理 11417 笔人民币个人汽车抵押贷款。其中部分贷款是由作为主申请人的借款人与共同借款人联合申请的汽车抵押贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 79999.92 万元。

2、入池资产质量分析

一般情况下，入池贷款的违约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

广汽汇理拥有较为严格的会计政策及贷款分类标准，对于逾期 10 天或过去 12 个月累计 3 次逾期的贷款即记为关注类，逾期 30 天的贷款即划入次级类。按照这一标准，本期交易入池贷款全部为正常类贷款，入池贷款的资产质量较好。

截至资产池初始起算日，本期交易入池的单笔最大贷款占比为 0.051%，户均未偿本金余额为 70070.88 元，借款人分散性很好。

入池贷款加权平均首付比例为 34.00%，最

低首付比例为 20%，首付比例为 30% 的贷款未偿本金余额占全部入池贷款余额的 59.21%。本期交易入池贷款的首付比例分布见表 4：

表 4 首付比例分布 单位：%/笔/万元/%

首付比例	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20, 30]	6293	48311.59	60.39
(30, 40]	3522	22980.04	28.73
(40, 50]	1195	6838.94	8.55
(50, 60]	285	1404.68	1.76
60 以上	122	464.66	0.58
合 计	11417	79999.92	100.00

注：[,] 为左闭右开区间，如 [20, 30] 表示大于等于 20% 但小于等于 30%；(,] 为左开右闭区间，例如 (40, 50] 表示大于 40% 但小于等于 50%，下同。

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。本期交易根据汽车贷款本金余额对入池贷款初始首付比例下限进行了限制，一定程度上降低了借款人的违约风险。入池贷款首付比例处于正常水平。

本期交易入池贷款的利率均为浮动利率，执行利率从 8.39% 到 14.99%，其中利率处于 12.00% 到 15.00% 之间的贷款未偿本金余额占比较大，达到了 66.05%。利率总体水平很高。入池贷款的利率分布如表 5 所示。

表 5 入池贷款利率分布 单位：%/笔/万元/%

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
(8, 9]	58	604.67	0.76
(9, 12]	3881	26551.39	33.19
(12, 15]	7478	52843.86	66.05
合 计	11417	79999.92	100.00

本期交易入池贷款全部为抵押类贷款，相关抵押车辆已在登记机关办理抵押登记手续，广汽汇理作为第一顺序抵押权人，在借款人出现违约时，有利于违约贷款的回收。

本期交易入池贷款的加权平均剩余期限为 25.73 个月，剩余期限正常。入池资产的剩余期限分布见表 6。

表 6 入池贷款剩余期限结构 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(6, 12]	1388	5060.83	6.33
(12, 18]	2327	12653.43	15.82
(18, 24]	2456	16798.06	21.00
(24, 30]	2884	23478.68	29.35
(30, 36]	1449	12694.94	15.87
36 以上	913	9313.98	11.64
合 计	11417	79999.92	100.00

本期交易加权平均贷款账龄为 13.18 个月，其中 21.95% 的贷款账龄超过 18 个月，账龄较长，这有利于降低基础资产的违约率。入池贷款的账龄结构见表 7：

表 7 入池贷款账龄结构 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 6]	1054	9057.75	11.32
(6, 12]	4039	32920.57	41.15
(12, 18]	2911	20462.45	25.58
(18, 24]	1959	11509.86	14.39
(24, 30]	1221	4930.92	6.16
30 以上	233	1118.37	1.40
合 计	11417	79999.92	100.00

根据广汽汇理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 6-18 个月内。本期交易账龄在 6-18 个月内的入池贷款占 66.73%，针对此类基础资产，联合资信在测算信用增级量时考虑了账龄因素，对此类贷款的违约概率做了适当上调。

(2) 借款人¹

本期交易入池贷款发放时借款人的加权平均年龄为 35.88 岁。截至初始起算日，本期交易入池贷款借款人的加权平均年龄为 36.98 岁，借款人年龄主要集中在 30 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。此外，部分较为年轻借款人的贷款为借款人与其父母共同申请的贷款，对所有共同借款人拥有同等的债务追索权，在一定程度上降低了此类贷款违约风险。借款人年龄分布如下表 8 所示：

¹ 对于共同借款，本节主要针对其主申请人进行统计和分析

表 8 初始起算日借款人年龄分布 单位: 岁/户/万元/%

年龄	户数	未偿本金余额	金额占比
(19, 20]	4	36.74	0.05
(20, 30]	2558	16969.50	21.21
(30, 40]	4979	34501.67	43.13
(40, 50]	3247	24005.24	30.01
(50, 60]	629	4486.76	5.61
合 计	11417	79999.92	100.00

根据广汽汇理职业类别划分方法, 本期交易入池资产中, 私营企业雇员、私营业主和个体户未偿本金余额占比达到了 79.55%, 此外, 待业人员、退休人员和其他类别的借款人占比合计 0.14%。广汽汇理针对该类借款人的收入来源、家庭状况等因素进行了谨慎的评估, 以确保其具有充足的还款能力; 针对部分还款能力欠佳的申请人, 广汽汇理同样允许多个借款人采用共同借款的方式申请贷款, 以弥补主借款人还款能力的不足。本期入池贷款借款人职业类别分布如表 9:

表 9 借款人职业类别分布 单位: 户/万元/%

职业	户数	未偿本金余额	金额占比
私营企业雇员	7031	49226.77	61.53
私营业主/个体户	1955	14413.84	18.02
自由职业者	900	6418.81	8.02
事业单位雇员	688	4480.27	5.60
国有企业雇员	454	2789.01	3.49
公务员	261	1934.89	2.42
合资企业雇员	64	398.05	0.50
外资企业雇员	36	204.84	0.26
待业	10	54.92	0.07
其他	10	32.91	0.04
退休人员	6	22.84	0.03
军人	2	22.77	0.03
合 计	11417	79999.92	100.00

注: 表中职业统计口径为广汽汇理职业分类口径。

借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。本期交易入池贷款分布在 30 个地区, 分布较为分散, 其中广东地区的借款人未偿本金余额占比最大, 达到 10.84%。按未偿本金余额统计, 借款人所在地区占比最大的十个地区如表 10:

表 10 借款人所在地区占比最大的十个地区

单位: 户/万元/%

地区	户数	未偿本金余额	金额占比
广东	1396	8674.10	10.84
江苏	1057	7354.48	9.19
山东	939	6983.91	8.73
河南	759	5146.69	6.43
湖南	640	4475.70	5.59
辽宁	499	4045.64	5.06
福建	667	4008.37	5.01
安徽	560	3676.18	4.60
浙江	473	3486.90	4.36
江西	474	3259.39	4.07
合 计	7464	51111.37	63.89

(3) 抵押物

本期交易入池贷款所购车辆均为新车, 其中汽车初始购买价格在 10 到 30 万元之间的贷款的未偿本金余额占 88.85%, 少数贷款汽车购买价格高于 40 万元, 最高为 74.88 万元。汽车的购买价格分布见表 11。

表 11 汽车购买价格分布 单位: 万元/笔/万元/%

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 10]	2105	7500.55	9.38
(10, 20]	6305	41208.69	51.51
(20, 30]	2910	29874.25	37.34
(30, 40]	86	1180.17	1.48
(40, 50]	8	146.71	0.18
50 以上	3	89.54	0.11
合 计	11417	79999.92	100.00

本期交易入池贷款的抵押物车辆均为自用车, 借款人的违约意愿相对较低。

4、宏观经济和汽车行业

从国内汽车行业来看, 2000 年以来, 在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素的驱动下, 中国汽车行业步入持续快速增长阶段。2009 年, 受益于国家降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策, 乘用车销量呈爆发式增长, 中国汽车产销量超过美国成为世界第一。2011 年以后, 随着扶持政策退出或门槛提高, 行业增速大幅回落, 汽车市场增速持续放缓。

从宏观经济环境来看，当前全球经济复苏缓慢，外需低迷，国内投资增速减慢，内需及经济复苏动能不足，宏观经济面临增速放缓和结构调整的双重压力。

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

本期交易资产支持证券采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外，本期交易安排了相关触发机制，一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1、信托账户

在交割日当日或之前，受托机构在资金保管机构开立独立的人民币信托账户，记录信托财产的收支情况，信托账户下设收入分账户和本金分账户两个子账户。收入分账户用来接收收入回收款，本金分账户用来接收本金回收款，各分账户资金均来源于信托财产。在信托分配日，资金保管机构依照分配指令对信托账户中的回收款进行分配。

2、现金流支付机制

(1) 触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”和“加速清偿事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：(a) 受托机构未能在支付日后 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）对当时应偿付但尚未清偿的最优先级别的优先级资产支持证券付息，但只要存在尚未清偿的级别最高的优先级资产支持证券，由于信托没有足够资金而未能支付其他低级别优先级资产支持证券利息和次级资产支持证券收益不应构成违约事件；(b) 受托机构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还本的；(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；(d) 受托机构违反其在资产支持证券条款和条件、《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），且有控制权的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，但在有控制权的资产支持证券持有人大会向受托机构发出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) 有控制权的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，并且有控制权的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，但在有控制权的资产支持证券持有人大会向受托机构发出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

据交易文件约定，需更换受托机构或后备贷款服务机构，但在 90 天内，仍无法找到合格继任者，或 (ii) 在已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交易文件提供后备服务，或者后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件约定任命继任者；(e) 在交割日后的相应周年年度内，某一收款期间结束时的累计违约率超过与之相对应的数值：第一年：1.50%，第二年及以后：3.50%；(f) 前三个连续收款期间的平均严重拖欠率超过 1.50%；(g) 发生违约事件中所列的 (d) 或 (e) 项，且有控制权的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），并且受托机构合理地认为该等行为无法补救或在受托机构发出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、受托机构或者抵押贷款、抵押权、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》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，信托账户项下资金区分收入分账户资金、本金分账户资金，本金分账户资金和收入分账户资金之间安排了交叉互补机制。具体而言，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收规费、除贷款服务机构外的所有参与机构服务报酬和限额内费用、贷款服务机构报酬（如果委托人不是贷款服务机构）、优先级证券利息、用于弥补累计未补足违约的本金、贷款服务机构报酬（如果委托人为贷款服务机构）、超限额的费用、不超过 3% 的次级证券期

间收益，余额转入本金分账户；本金分账户项下资金首先用于弥补收入分账户税费、所有参与机构服务报酬（委托人为贷款服务机构时应支付的服务报酬除外）、限额内费用以及优先级证券利息的缺口，然后用于优先 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；在发生加速清偿事件的情况下，收入分账户项下资金不再支付次级证券期间收益，而是将余额转入本金分账户并用于本金分账户项下的支付。详见附图 1 “违约事件”发生前的现金流。

“违约事件”发生后，信托账户项下资金不再区分收入分账户资金和本金分账户资金，而是将二者合并，并用于顺序偿付税费、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 级证券利息和本金、优先 B 级证券利息和本金、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

本期交易利用优先/次级结构、超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本期交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 级、优先 B 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，劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用损失保护。具体而言，本期交易中次级证券和优先 B 级证券为优先 A 级证券提供的信用支持为 15.50%，次级证券为优先 B 级证券提供的信用支持为 5.01%。

（2）触发机制

本期交易设置了两类触发机制：“加速清偿

事件”和“违约事件”。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本期交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（3）超额利差

本期交易资产池贷款组合的加权平均利率为12.45%，利率水平很高，预计资产池收益与相关参与机构服务费支出以及优先级证券预期收益支出之间存在一定的利差。

加速清偿事件发生时，超额利差通过对违约本金的弥补以及在支付完次级证券期间收益后对证券本金的偿付提供信用支持；加速清偿事件发生后，超额利差通过直接对证券本金的偿付提供信用支持（收入分账户项下资金在清偿完税费、参与机构服务报酬及所有费用以及优先级证券利息后全部划入本金分账户）。“违约事件”发生后，信托帐户不再区分收入分账户和本金分账户，二者将合并，在顺序偿付税费、机构费用和服务报酬后，直接用于优先级证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先级证券的信用支持。

4、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，广汽汇理的负债来源极为有限，对借款人产生负债的可能性较小。且针对抵销风险，本期交易合同约定，如借款人就委托人对其所欠的款项，与委托人根据本合同信托予受托机构的任何财产、权利、所有权、利益或收益行使抵销权，委托人应立即将相当于该等抵销金额的款项支付入信托账户的相关子账户。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为广汽汇理的违约风险。

广汽汇理业务经营稳健，盈利能力较强，具有较高的信用等级。我们认为即使借款人行使抵销权，广汽汇理也能够履行补足义务。本

期交易的抵销风险较低。

（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他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对混同风险，本期交易安排了以必备评级为触发的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。

当联合资信与中债资信中任一评级机构给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于A级时，回收款转付日为每个计算日后的第6个工作日；当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于A级或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于A级但高于或等于BBB⁺级别或发生特定权利完善事件时，债务人需将回收款直接划入信托账户，若债务人仍将款项划入贷款服务机构账户，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔款项后的第3个工作日。

作为贷款服务机构，广汽汇理良好的经营管理、稳健的财务状况以及较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。本期交易未设置外部流动性支持机制，也未设置内部流动性储备账户，但安排了本金分账户对收入分账户的补偿机制来缓释流动性风险。

通过构建不同的违约及利率情景并对流动性风险进行现金流分析后，联合资信认为，本金分账户资金对收入分账户有关支出的差额补足较为有效地缓解了资产池现金流入同优先级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本期交易采用优先/次级顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但在一定程度上有可能影响到超额利差的大小；入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致

流动性风险。对此，本期交易安排了本金分账户对收入分账户的补偿机制以缓解这一风险。联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测试结果表明提前偿还和拖欠对本期优先级证券的信用风险影响较小。

（5）利率风险

本期交易入池贷款均为浮动利率贷款，其中浮动利率贷款的利率以央行贷款基准利率为基准向上浮动，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次月对应日调整；本期交易优先 A 级和优先 B 级证券均执行浮动利率，基准利率为央行一年期定期存款利率，证券利率将在基准利率调整生效日后的第 3 个支付日进行调整。可以看到，本期交易入池贷款利率和优先级证券利率在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超额利差提供的信用支持，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，用以反映和处

理这一问题。

（7）再投资风险

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

针对这一风险，本期交易制定了严格的合格投资标准。本期交易合格投资系指存于金融机构的、以人民币计价和结算的定期存款或活期存款，且需满足联合资信给予该等金融机构的主体长期信用等级不低于 AA，中债资信评估有限公司给予该等金融机构的主体长期信用等级不低于 A⁺。上述投资须在分配计算通知日之前到期或清偿，且不必就提前提取支付任何罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

（8）后备贷款服务机构缺位风险

若本期交易发生贷款服务终止事件，则存在着无法找到合适后备贷款服务机构的风险，进而可能影响入池资产回收款的转付。

本期交易的贷款服务机构广汽汇理，股东实力较强，风险管理完善，自成立以来资本规模稳步提升，营业收入逐年增加，现已实现了开业以来的累计盈利。预计广汽汇理未来发展前景良好。联合资信给予了广汽汇理较高的信用等级，本期交易发生贷款服务终止事件的可能性较小。

四、定量分析

联合资信基于广汽汇理提供的个人汽车抵押贷款历史数据，在不同压力下确定了本期交易适用的评级基准违约概率参数；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。结合本期交易结构特点，联合资信对本次评级各档证券所需的信用增级水平进行估计。

1、违约概率分析

广汽汇理根据汽车贷款借款人信用水平建

立了一套完善的客户评分系统，主要依据借款人的教育水平、从业经历等个人信息以及人行征信记录进行打分，同时会通过后续贷款管理中对已有评分的验证不断修正客户评分。

针对本期交易，广汽汇理从历史贷款中选取了适当的样本，按照不同的坏账水平将样本贷款依次划分为 A⁺，A⁻，B，C，D，E 六个信用档次，其中 A⁺档贷款的坏账水平最低，E 档贷款坏账水平最高。通过对各档次中贷款的客户评分分析，广汽汇理建立了各信用档次与

客户评分区间的映射。结合本期交易入池贷款的客户评分，广汽汇理将入池贷款划入了相应的信用档次中。

通过对广汽汇理提供的历史静态池数据进行分析，联合资信认为广汽汇理所发放的贷款违约概率与其所属的信用档次具有较高的相关性，因此选择了信用档次作为确定评级基准违约概率的基础参考变量，并在此基础上根据贷款的账龄、拖欠情况、五级分类结果、首付比例等因素对违约概率进行调整。

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

（1）基准违约概率

联合资信根据广汽汇理提供的各信用档次下的静态贷款组合的历史数据，估算出了每档次贷款的基础违约概率。

考虑到静态池部分数据是在汽车市场景气上升期中计算得到的，以及五级分类管理下违约贷款的回迁因素，联合资信对上述违约率做了向上调整以确定评级基准违约概率。

（2）基准违约概率调整因素

贷款账龄：根据广汽汇理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6-18个月内。若债务人的前期偿付记录良好，例如前18个月表现良好，则其在后续偿付期内发生违约的可能性将会减少。根据贷款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对该类借款人的违约概率分别进行了不同程度的调整。

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

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

高。联合资信对首付比例低于一定标准的贷款调增了违约概率。

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。联合资信根据广汽汇理提供的贷款处置信息及历史实践经验，确定了本期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，本期交易入池资产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因素。

3、必要信用增级水平的确定及现金流分析

对于各分档证券来说，要获得某个信用等级，必需满足该信用等级要求的信用增级量，即必要信用增级水平，而且信用等级越高，其相应的必要信用增级水平也越高。对于个人汽车抵押贷款资产支持证券，必要信用增级水平取决于目标评级损失率，目标评级损失率越大说明必要信用增级水平越高。按照交易结构安排，若某分档证券在设定的各种压力情景下都能获得与某个目标评级相应的必要信用增级水平，那么该分档证券就能达到该目标评级。

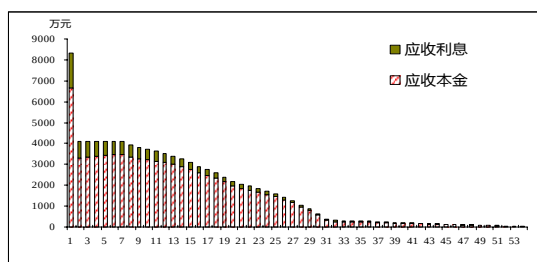
基于贷款违约概率与损失率分析，联合资信针对各证券级别测算了资产池的预期损失率，并以此作为本期交易目标评级的必要增级水平。不同目标评级的目标评级损失率如表12所示。

表 12 目标评级损失率 单位：%

级别	目标评级损失率
AAA	15.26
AA	8.63

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验证。按照广汽汇理提供的现金流数据，资产池未来各期的现金流入结果如图 2 所示。

图 2 正常情况下资产池本息流入



五、主要参与方履约能力

1、委托人/贷款服务机构

本期交易的委托人/贷款服务机构为广汽汇理。广汽汇理的资本实力、运营能力和财务状况会影响到委托人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期交易资产池贷款组合的信用表现。

广汽汇理成立于 2010 年 5 月，总部位于中国广州市，是首家总部设在北京及上海以外的汽车金融公司，也是第一家经银监会批准可按照《汽车金融公司管理办法》规定从事全部共十二项业务的汽车金融公司。截至 2013 年末，广汽汇理注册资本 16 亿元，两大股东分别为广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”）与法国东方汇理个人金融股份有限公司（CA Consumer Finance，以下简称“东方汇理”），持股比例各占 50%。其中广汽集团是中

根据具体的交易结构及证券偿付安排，联合资信构建了用于本期交易信用评级的现金流模型以模拟交易过程。该现金流模型基于基础资产的早偿、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，本期交易安排下，优先级证券在各压力情景下所获得信用增级水平均大于对应的必要信用增级水平，也就是说优先 A 级证券和优先 B 级证券能够通过相应评级压力情景的测试。

国主要的大型汽车生产集团之一，旗下品牌汽车呈多元化发展态势，各项经营业务指标较快增长，根据中国汽车工业协会公布的最新数据，广汽集团汽车销量在全国所有汽车生产集团中排名第 6 位，利润排名第 5 位，在中国 500 强企业排名中拥有较高的排名；东方汇理成立于 1951 年，是法国农业信贷股份有限公司（Credit Agricole Group）专业金融服务领域从事个人信贷的全资子公司，也是主要的国际性消费信贷机构之一，目前已在全球 21 个国家开展业务，拥有在消费金融方面的丰富经验、在专属汽车金融业务（零售、批发等业务）方面的强大实力，以及在风险控制组织架构和流程设置方面近 59 年实践所积累的高度专业知识，与菲亚特、福特、本田等汽车公司旗下的汽车金融公司有着较为密切的合作。

广汽汇理作为广汽集团投资的汽车金融公司，为其投资的所有品牌汽车提供汽车金融服务，目前涉及广汽本田、广汽菲亚特、广汽日野、广汽三菱、广汽丰田等品牌，主要业务为

个人汽车抵押贷款及经销商库存贷款。公司首先在广州地区开展业务，然后逐渐辐射到广东省，进而在东南沿海地区以及中西部中心城市开展汽车金融服务。截至 2013 年末，广汽汇理库存融资车辆数目达到 25.87 万台，贷款余额 59.25 亿元；零售贷款融资车辆达到 8.22 万台，贷款余额 87.45 亿元。

截至 2013 年末，广汽汇理资产总额 162.96 亿元，其中贷款和垫款余额 146.70 亿元；负债总额 145.44 亿元，其中银行借款 131.35 亿元；股东权益 17.52 亿元。2013 年，广汽汇理实现营业收入 5.62 亿元，净利润 1.89 亿元。2013 年，广汽汇理已实现了开业以来的累计盈利。2011 年至 2013 年，广汽汇理的主要财务指标如表 13 所示。

表 13 广汽汇理主要财务指标 单位：亿元

财务指标	2013 年	2012 年	2011 年
总资产	162.96	79.92	39.14
所有者权益	17.52	9.63	4.30
营业收入	5.62	2.71	0.67
净利润	1.89	0.33	-0.37

在风险管理方面，广汽汇理引入了东方汇理的严谨审批政策、完善的风险跟进流程、高效的催收和诉讼机制，积极采用风险转介入方式（包括专家支持、诊断、技术咨询等）。广汽汇理对零售贷款建立了决策引擎系统，基于借款人申请信息及央行征信系统中的记录完成贷款审批的初步决策，在一定程度上实现了自动审贷，减少了人为主观差异与操作失误；广汽汇理计划上线反欺诈系统，对申请人提供的数据进行反欺诈分析，建立虚假档案库，降低虚假材料的数量；采用受托支付的方式，零售贷款直接向经销商支付，确保款项不被挪用。

截至 2013 年 12 月末，广汽汇理资本充足率 13.87%，核心一级资本充足率为 13.00%；拨备覆盖率为 268.39%；在未进行过贷款核销的前提下，按照广汽汇理统计口径，不良贷款率为 0.47%，不良率较低。广汽汇理信贷风险控制水平良好。

除了合规、内审、法务等部门，广汽汇理还借鉴了法方股东风险管理体系，专门设置了持续控制部，在信用风险、市场风险、结构性财务风险和操作风险等方面，针对每一个条线风险点的风险等级进行相应的高频监控，以确保内部操作和重要外包业务的全面安全性和合规性。

总体来看，广汽汇理公司治理规范、财务状况良好、资产质量优良、风险控制能力很强，在汽车抵押贷款业务方面均具有较为丰富的经验。联合资信给予了广汽汇理较高的主体长期信用等级。广汽汇理作为本期交易的委托人和贷款服务机构，尽职能力良好，能够为本期交易提供较好的服务。这将有助于提高基础资产的信用表现。

2、资金保管机构

本期交易的资金保管机构是中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）广东省分行。农业银行前身中国农业银行是由中国人民银行批准并于 1979 年 2 月成立的国有独资商业银行，2009 年 1 月改制为股份制商业银行，2010 年 7 月分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。截至 2013 年末，公司股本总额 3247.94 亿元，前三大股东如表 14 所示。

表 14 2013 年末农业银行前三大股东及持股比例

单位：%

股东名称	持股比例
汇金公司	40.28
财政部	39.21
香港中央结算代理人有限公司	9.04

截至 2013 年末，农业银行资产总额 145621.02 亿元，股东权益合计 8445.37 亿元；不良贷款率 1.22%，拨备覆盖率 367.04%；一级资本及核心一级资本充足率为 9.11%，资本充足率为 11.86%；2013 年全年，农业银行实现营业收入 4626.25 亿元，实现净利润 1662.11 亿元。

截至 2013 年末，农业银行各项托管资产规模达 35859.14 亿元，较上年末增长 20.6%；2013

年全年实现托管及其他受托业务佣金收入 33.38 亿元，较上年增长 33.8%。

考虑到农业银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3、受托机构/发行人

本期交易的受托机构以及发行人是粤财信托。粤财信托原名广东财务发展公司，经广东省政府批准，于 1984 年 12 月 19 日正式成立。2002 年 8 月公司顺利完成重组改制工作，更名为广东粤财信托投资有限公司，成为广东省唯一保留的省级信托公司，2007 年 7 月更名为广东粤财信托有限公司。截至 2013 年末，粤财信托注册资本 15 亿元人民币，其控股股东广东粤财投资控股有限公司，持有公司 98.14% 的股权。

截至 2013 年末，粤财信托资产总额 33.22 亿元，所有者权益 31.93 亿元，信托资产 2294 亿元；2013 年全年实现营业收入 7.93 亿元，实现净利润 5.27 亿元。

粤财信托目前拥有四个部门，分别是信托管理部、投资银行部、信托管理二部和信托管理三部。信托管理部侧重于与银行机构的合作业务，投资银行部以区域金融合作业务为主，信托管理二部专注基金类、资产证券化类等创新业务，信托管理三部负责证券投资类业务，各部门组成了“合理分工、适度竞争”的业务体系。

在风控方面，自 2008 年开始，粤财信托重新明确界定信托财务部、风险管理部、审计部、财务部和综合管理部等中、后台部门的目标和职能，完善各部门的业务流程、操作规程，保证公司对风险能够进行事前防范、事中控制、事后监督和纠正，形成健全的内部约束机制和中台、后台对前台的反映和监督机制。

粤财信托自 2008 年开始开展资产证券化业务规划、培训和筹备工作，并于 2012 年 5 月获得特定目的信托受托机构资格。

总体来看，粤财信托拥有较强的财务实力以及比较健全的内控制度，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信托的设立、将信贷资产由委托人处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：粤财信托作为本期交易的受托机构具备相关资格；本期交易的交易结构符合相关法律、行政法规及规范性文件的规定；交易文件在约定的条件满足后，将构成各参与方合法有效、有约束力的

义务；广汽汇理、粤财信托就签署、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和许可；信托生效后，信托财产与广汽汇理未设立信托财产的其他财产相区别，与受托机构的所有财产相区别，在该等机构非信托唯一受益人时，信托财产不作为其的清算财产；信托生效后，汽车抵押贷款债权的转让即在委托人与受托人之间产生法律效力，广汽汇理根据信托合同将债权转让的事实通知给借款人时，该债权的转让即对借款人发生法律效力；广汽汇理转让本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权时，同时转让与该债券有关的车辆抵押权，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，根据信托合同约定，出现该等情况时，该等资产被认定为不合格资产，将由委托人进行赎回。

会计意见书表明：广汽汇理将在其合并财务报表中对广东粤财信托有限公司设立的特定目的信托进行合并；广汽汇理既没有转移也没有保留信托财产所有权上几乎所有的风险和报酬，但未放弃对信托财产的控制，连同其合并的特定目的信托将依据其对信托财产继续涉入的程度，继续确认相关信托资产和负债。税务意见书表明：本期交易信托财产取得的贷款利息收入、机构投资者买卖取得的差价收入需全额征收营业税，相关服务机构取得的服务报酬

需征收营业税或增值税；企业所得税仍按现行企业所得税政策规定征收；印花税在全部环节暂免征收。由会计出具的执行商定程序意见书可知：广汽汇理提供的基础资产池信息与实际情况不存在造成重大影响的差异。

目前，国内的信贷资产证券化仍处试点阶段，上述法规或规范可执行性尚有待检验，且有可能被重新修订。本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

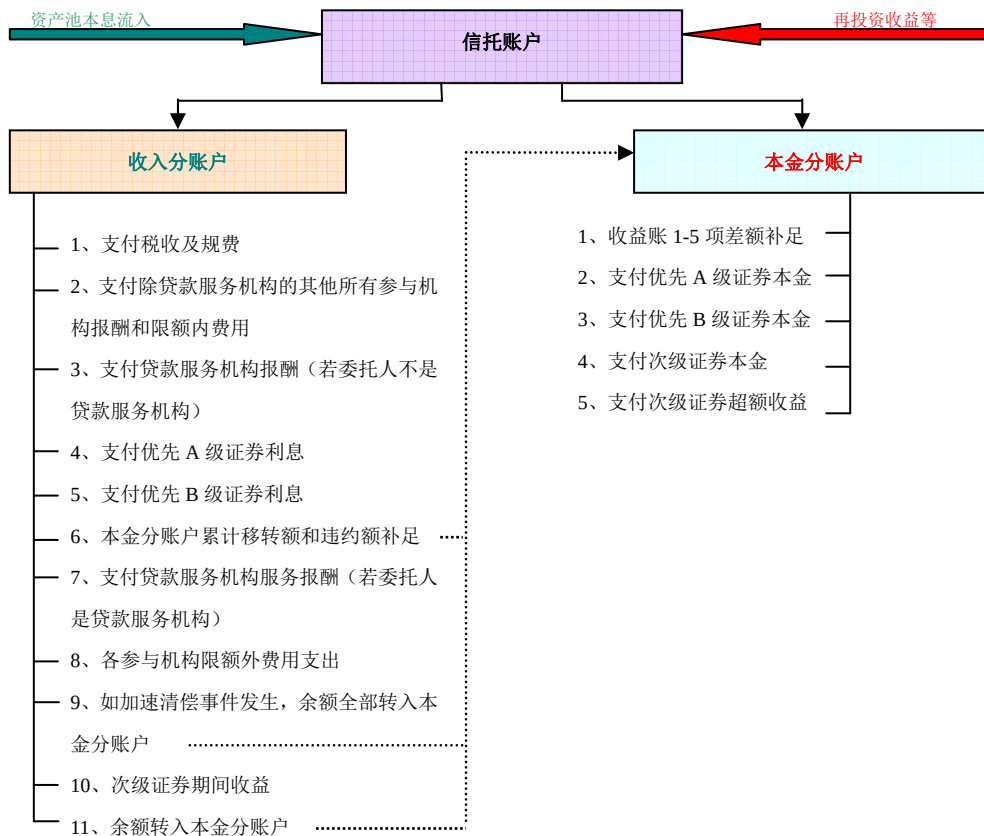
七、评级结论

联合资信对本期交易所涉及的基础资产、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进行了考量，并在现金流分析的基础上确定“广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的评级结果为：优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA；优先 B 级资产支持证券信用等级为 AA；次级资产支持证券未予评级。

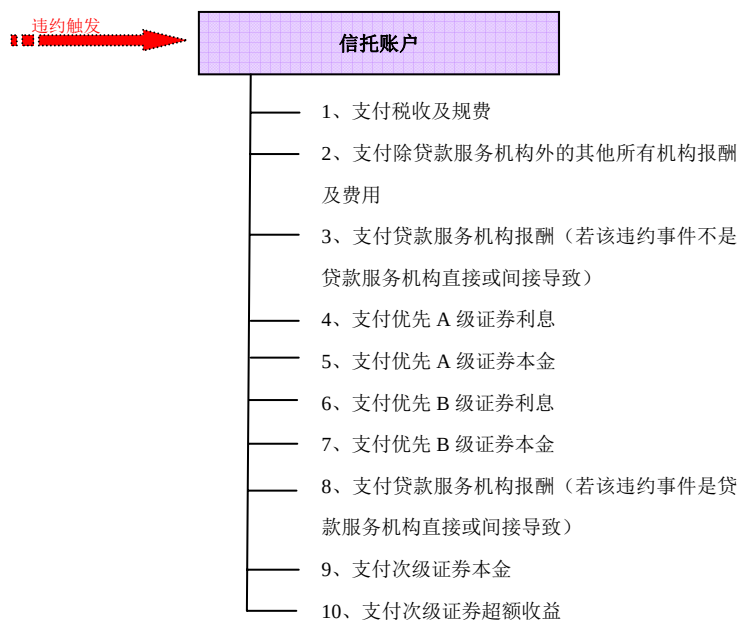
上述优先 A 级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；优先 B 级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等 级		含 义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款 资产支持证券跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款优先级资产支持证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/委托人应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或广汽汇通 2014 年第一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内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对广汽汇通 2014 年第一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，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/委托人提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/委托人不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/委托人不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广汽汇通 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/委托人、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/委托人联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日

