

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《汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告内容的真实性、准确性、完整性负责。



信用等级公告

联合[2018] 2464 号

联合资信评估有限公司通过对“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估,确定汇通 2018 年第二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_{sf} ; 优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年八月二十八日



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
电话: (010) 85679696
传真: (010) 85679228
邮编: 100022
网址: www.lhratings.com

汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
优先 A 级资产支持证券	328000.00	82.00	AAA _{sf}
优先 B 级资产支持证券	36000.00	9.00	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持证券	36000.00	9.00	NR
合 计	400000.00	100.00	—

注：NR 为未予评级，下同。

交易概览

初始起算日：2018 年 7 月 1 日
法定到期日：2026 年 4 月 28 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：广汽汇理汽车金融有限公司持有的
400000.00 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、储备账户、
差额利差
委托机构：广汽汇理汽车金融有限公司
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州分行
牵头主承销商/簿记管理人：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中国工商银行股份有限公司、中国银行
股份有限公司

评级报告出具时间：

2018 年 8 月 28 日

分析师

冯雪莹 张睿君 欧阳睿

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

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

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

优势

1. 本交易入池贷款全部属于广汽汇理汽车金融有限公司（以下简称“广汽汇理”）的正常类个人汽车抵押贷款，资产质量良好。
2. 本交易基础资产涉及广汽汇理发放的 69865 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 30 个省、自治区和直辖市，单笔贷款未偿本金余额占比极小，最大占比仅为 0.01%，基础资产分散性良好。
3. 本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 级、优先 B 级和次级资产支持证券。具体而言，本交易中优先 B 级资产支持证券和次级资产支持证券为优先 A 级资产支持证券提供的信用支持为 18.00%，次级资产支持证券为优先 B 级资产支持证券提供的信用支持为 9.00%。
4. 本金分账户和收入分账户合并支付的结构安排及内部信托（流动性）储备账户的设置有利于缓释优先级资产支持证券利息偿

付面临的流动性风险；“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。

5. 本交易入池贷款加权平均执行利率为7.65%，收益水平较高，预计将形成超额利差，能为优先级信托单位提供一定的信用支持。

关注及风险缓释

1. 目前，国内个人汽车抵押贷款证券化在抵押车辆的抵押权变更问题上尚无统一的操作规范。本交易中，委托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。但委托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，本交易设置了不合格资产赎回条款，当发生上述风险时，委托机构将按照约定赎回相应资产。本交易的委托机构广汽汇理的主体信用等级很高，履约能力很强，本交易因未办理抵押权变更登记而导致的法律风险很小。

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

风险缓释：联合资信在现金流模型中，通过改变早偿率、改变利差水平、模拟集中损失等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽可能地减小因假设或估计偏差而低估风险的可能。

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

风险缓释：联合资信在违约模型中已经考虑了因行业风险而导致的汽车跌价比率提高的情况，评级结果已反映该风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托机构广汽汇理汽车金融有限公司和受托机构广东粤财信托有限公司提供，联合资信评估有限公司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广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限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、本期资产支持证券信用评级结果的有效期为“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先级资产支持证券存续期，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。

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“证券”），其中优先级证券享有优先级信托受益权，次级证券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，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，优先

级和次级证券均采用过手式结构按优先/劣后顺序按月偿付本金，优先级及次级证券本金全部兑付完毕后，次级证券获得全部剩余收益。

优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级证券向委托机构定向发行。优先级证券采用固定利率，票面利率通过簿记建档集中配售的方式予以确定；次级证券不设票面利率。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用级别	偿付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A 级证券	AAA _{sf}	过手	328000.00	82.00	固定利率	2020 年 2 月 26 日	2026 年 4 月 28 日
优先 B 级证券	AA ⁺ _{sf}	过手	36000.00	9.00	固定利率	2020 年 6 月 26 日	2026 年 4 月 28 日
次级证券	NR	过手	36000.00	9.00	—	2020 年 12 月 26 日	2026 年 4 月 28 日

3. 入池贷款

本交易的入池贷款涉及委托机构广汽汇理发放的 69865 笔人民币个人汽车抵押贷款，抵押贷款包括附有附属担保权益的车辆贷款和各项附加产品贷款（如有）。截至初始起算日（2018 年 7 月 1 日），入池贷款的未偿本金余额为人民币 400000.00 万元。

根据交易文件约定，本交易入池的每一笔抵押贷款及其附属担保权益在初始起算日和信托财产交付日应符合的如下标准：

A.关于借款人的标准：(1)借款人为中国公民，且在贷款发放日至少为年满 18 周岁的自然人；(2)抵押贷款发放时，借款人不是与发起机构签订劳动合同的雇员；

B.关于抵押贷款的标准：(3)就发起机构所知，该抵押贷款或其附属担保权益不是任何诉讼、仲裁或执行程序的标的；(4)在初始起算日，根据发起机构个人汽车贷款业务适用的贷款五级分类标准，抵押贷款全部为正常类贷款；(5)抵押贷款已经存在并由发起机构服务，且在借款人和发起机构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；(6)抵押贷款的所有应付数额均以人民币为单位；(7)抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；(8)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，广汽汇理作为抵押权人可根据抵押贷款合同向借款人主张权利；(9)在初始起算日，借款人迟延支付抵押贷款合同项下任何一期到期应付款项未曾超过 30 天；(10)抵押贷款的发放日不晚于 2018 年 4 月 30 日，到期日不早于 2018 年 12 月 31 日且不晚于 2023 年 6 月 30 日；(11)在初始起算日，抵押贷款的未偿本金余额不低于人民币 1 万元且不超过人民币 50 万元；(12)抵押贷款发放时，其初始抵押率不超过 80%。初始抵押率=抵押贷款合同项下的贷款金额[为车辆贷款金额和各项附加产品贷款金额（如有）之和]/抵押车辆价值（抵押车辆买卖合同价格）×100%；(13)抵押贷款的初始贷款期限为 1 年（含）至 5 年（含）之间；(14)抵押贷款需每月还本付息；(15)抵押贷款合同项下的贷款金额均已发放完毕；(16)在初始起算日，借款人已经支付了其应付的与抵押贷款相关的手续费用，且发起机构无需向借款人退还；(17)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（包括现时的和将来的，已有的和或有的），无论是因发生了违约（不管该等违约如何描述）还是其他原因，任何借款人均无权选择单方面终止该抵押贷款合同；(18)除抵押贷款合同以外，发起机构和相关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); (19) 广汽汇理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, 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; (20) 发起机构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; (21) 除法定抵销权以外, 相关借款人根据相应抵押贷款合同不对抵押贷款享有任何主张扣减或减免应付款项的权利;

C. 关于抵押车辆的标准: (22) 借款人同意以抵押车辆为相应抵押贷款提供抵押担保, 抵押贷款合同约定在中国相关的登记机关办理抵押车辆的抵押登记且于初始起算日, 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, 登记的第一顺序抵押权人为广汽汇理; (23) 在抵押车辆于中国相关的登记机关办理完抵押登记手续时, 相关抵押车辆已经根据行业通用标准投保, 所投保险包括以借款人名义取得的但标明发起机构名称及其权益的财产险 (第三人责任险除外);

D. 关于发放和筛选抵押贷款的标准: (24) 该抵押贷款为发起机构在其日常经营中根据其标准信贷程序及其他与抵押贷款业务相关的政策、实践和程序所发放; (25) 该抵押贷款及其附属担保权益均为遵照中国法律的规定而创设;

(26) 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。

初始起算日资产池概要统计如表 3:

表 3 资产池概况

未偿本金余额 (万元)	400000.00
合同金额 (万元)	532086.68
贷款户数 (户)	69862
贷款笔数 (笔)	69865
单笔最大合同金额 (万元)	50.00
单笔平均合同金额 (万元)	7.62
单笔最大未偿本金余额 (万元)	40.45
单笔平均未偿本金余额 (万元)	5.73
加权贷款执行利率 (%)	7.65
加权平均合同期限 (月)	32.54
加权平均账龄 (月)	8.40
加权平均剩余期限 (月)	24.14
最短剩余期限 (月)	7.46
最长剩余期限 (月)	57.90
加权平均首付比例 (%)	41.49
加权平均年龄 (岁)	35.77

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

2. 借款人年龄为截至资产池初始起算日借款人的实际年龄, 下同;

3. 首付比例=首付金额/汽车购买价格, 下同;

4. 贷款账龄指截至初始起算日贷款已还款数, 按月计数, 下同;

5. 贷款剩余期限指截至初始起算日贷款未还款数, 按月计数, 下同。

二、基础资产分析

联合资信对基础资产信用风险的评估着眼于资产池的整体表现, 即信用损失分布的整体形态。通常情况下, 入池资产的违约率和回收率与入池贷款特征、借款人特征、抵押物特征等诸多因素密切相关。联合资信将根据资产池特征, 并结合当前宏观经济形势等因素, 在违约模型中对有关参数进行适度调整。

1. 入池贷款特征分析

(1) 入池贷款资产质量

依照银监会贷款五级分类标准, 本交易入池贷款全部为广汽汇理的正常类贷款, 入池贷款的资产质量较好。

(2) 入池贷款合同金额分布

截至资产池初始起算日, 入池贷款合同金

额总计 532086.68 万元，具体分布见表 4：

表 4 入池贷款合同金额分布 单位：万元/笔/%

合同金额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,10]	59156	288730.36	72.18
(10,20]	10169	102073.41	25.52
(20,30]	524	8692.51	2.17
(30,40]	15	463.26	0.12
(40,50]	1	40.45	0.01
合 计	69865	400000.00	100.00

注：1. (,]为左开右闭区间，例如 (0, 10]表示大于 0 但小于等于 10，下同；

2. 金额加总不等于合计数为四舍五入所致，下同。

(3) 资产池未偿本金余额分布

本交易资产池单笔最大贷款未偿本金余额占比为 0.01%，单笔平均未偿本金余额 5.73 万元，借款人分散性良好，具体分布见表 5：

表 5 资产池未偿本金余额分布 单位：万元/笔/%

未偿本金余额区间	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,10]	64586	332748.82	83.19
(10,20]	5176	64820.39	16.21
(20,30]	92	2064.86	0.52
(30,40]	10	325.47	0.08
(40,50]	1	40.45	0.01
合 计	69865	400000.00	100.00

(4) 入池贷款首付比例分布

入池贷款加权平均首付比例为41.49%，首付比例主要集中在30%至60%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表6：

表 6 入池贷款首付比例分布 单位：%/笔/万元

首付比例	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20,30]	9790	74421.60	18.61
(30,40]	15668	106937.86	26.73
(40,50]	16746	93937.16	23.48
(50,60]	16491	81977.91	20.49
(60,70]	10283	39755.81	9.94
(70,80]	851	2868.78	0.72
(80,90]	36	100.87	0.03
合 计	69865	400000.00	100.00

注：[,]为全闭区间，例如[20,30]表示大于等于 20 但小于等于 30，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，借款人违约的意愿越低。

(5) 入池贷款还款方式

本交易的入池贷款全部以等额本息方式进行还款。

(6) 入池贷款合同期限分布

本交易入池贷款合同期限主要分布在 12 至 48 个月，贷款合同期限分布见表 7：

表 7 入池贷款合同期限分布 单位：月/笔/万元/%

合同期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	1	2.67	0.00
(12,24]	30679	139126.87	34.78
(24,36]	19659	111189.09	27.80
(36,48]	17119	128289.61	32.07
(48,60]	2407	21391.76	5.35
合 计	69865	400000.00	100.00

(7) 入池贷款账龄分布

本交易加权平均贷款账龄为 8.40 个月，账龄不超过一年的贷款未偿本金余额占比为 80.66%，入池贷款的账龄分布见表 8：

表 8 入池贷款账龄分布 单位：月/笔/万元/%

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	55203	322634.68	80.66
(12,24]	13877	73233.41	18.31
(24,36]	525	3005.66	0.75
(36,48]	259	1122.57	0.28
(48,60]	1	3.67	0.00
合 计	69865	400000.00	100.00

(8) 入池贷款剩余期限分布

本交易入池贷款的加权平均剩余期限 24.14 个月，入池贷款的剩余期限分布见表 9：

表 9 入池贷款剩余期限分布 单位：月/笔/万元/%

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	3658	11643.40	2.91

(12,24]	44006	212943.36	53.24
(24,36]	20133	154668.50	38.67
(36,48]	986	8959.37	2.24
(48,60]	1082	11785.36	2.95
合 计	69865	400000.00	100.00

(9) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款的利率类型分布如表 10 所示：

表 10 入池贷款利率类型分布 单位：笔/万元/%

利率类型	笔数	未偿本金余额	金额占比
固定利率	69503	398382.62	99.60
浮动利率	362	1617.38	0.40
合 计	69865	400000.00	100.00

(10) 入池贷款利率分布

本交易入池贷款加权平均利率为 7.65%，入池贷款的利率分布如表 11 所示：

表 11 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
0	33049	146052.75	36.51
(0,5]	539	2820.43	0.71
(5,10]	4835	32459.45	8.11
(10,15]	26782	189126.84	47.28
(15,20]	4660	29540.53	7.39
合 计	69865	400000.00	100.00

2. 借款人特征分析

(1) 借款人年龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款借款人的加权平均年龄为 35.77 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及稳定期。借款人年龄分布如表 12 所示：

表 12 借款人年龄分布 单位：岁/笔/万元/%

年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18,20]	193	942.20	0.24
(20,30]	22420	120579.06	30.14

(30,40]	27339	159552.44	39.89
(40,50]	15222	90805.85	22.70
(50,60]	4356	26201.91	6.55
(60,70]	335	1918.55	0.48
合 计	69865	400000.00	100.00

(2) 借款人职业类别分布

本交易入池贷款借款人职业类别较为分散，未偿本金余额超过 5%的职业分布如表 13 所示：

表 13 借款人未偿本金余额超过 5%的职业分布

单位：笔/万元/%

职业	笔数	未偿本金余额	金额占比
私营企业雇员	45363	260152.63	65.04
自雇人士(私营企业主/个体户)	5158	33862.12	8.47
自由职业者	5450	29785.09	7.45
事业单位雇员	5068	28163.80	7.04
国有企业雇员	3568	19395.71	4.85
合 计	64607	371359.34	92.84

注：表中职业统计口径为广汽汇理职业分类口径。

(3) 借款人年收入分布

本交易入池贷款借款人中，年收入在 5 到 10 万元的借款人占比为 58.46%，具体借款人年收入分布情况见表 14：

表 14 借款人年收入分布 单位：万元/笔/%

年收入	笔数	未偿本金余额	金额占比
[0,5)	3373	16018.62	4.01
[5,10)	44640	233834.83	58.51
[10,20)	19017	126951.77	31.77
[20,50)	1980	15817.82	3.96
50 及以上	599	5219.47	1.31
合 计	69865	400000.00	100.00

注：[,]为左闭右开区间，例如[0,5)表示大于等于 0 但小于 5，下同。

(4) 借款人所在地区分布

借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素。本交易

入池贷款分布在 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 15.63%。广东省经济发展良好，2017 年全省实现地区生产总值（GDP）89879.23 亿元，比上年增长 7.5%。按未偿本金余额统计，占比前十的借款人所在地区分布见表 15：

表 15 未偿本金余额占比前十的借款人所在地区
单位：笔/万元/%

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东	10535	62512.28	15.63
山东	5723	32074.44	8.02
河南	5122	29700.04	7.43
江苏	4507	25778.34	6.44
湖北	4155	22503.38	5.63
湖南	3825	20946.64	5.24
河北	3647	19747.53	4.94
四川	3559	19257.47	4.81
安徽	2548	13071.70	3.27
辽宁	2285	12304.35	3.08
合 计	45906	257897.17	64.47

3. 抵押物特征分析

（1）抵押车辆品牌分布

本交易入池贷款所购车辆均为新车，车辆品牌包括广汽自有品牌和其他品牌，其中广汽乘用车占比最高，未偿本金余额占资产池总额 37.49%。抵押车辆品牌分布见表 16：

表 16 抵押车辆品牌分布 单位：笔/万元/%

车辆品牌	笔数	未偿本金余额	金额占比
广汽乘用车	28774	149961.02	37.49
广汽本田	20760	130372.15	32.59
广汽三菱	10517	59432.08	14.86
广汽丰田	8287	47132.85	11.78
广汽菲克	1106	9035.37	2.26
其他品牌	409	3964.83	0.99
广汽新能源	12	101.70	0.03
合 计	69865	400000.00	100.00

（2）汽车购买价格分布

入池贷款汽车购买价格主要分布在 10 至 20 万元之间，贷款的未偿本金余额占 71.97 %。汽车的购买价格分布见表 17：

表 17 汽车购买价格分布 单位：万元/笔/%

汽车购买价格	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,10]	12890	49749.06	12.44
(10,20]	51406	287873.09	71.97
(20,30]	5283	57568.11	14.39
(30,40]	219	3286.72	0.82
40 以上	67	1523.03	0.38
合 计	69865	400000.00	100.00

4. 汽车行业

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，是拉动国民经济增长的重要产业。随着居民生活水平的逐渐提高和家庭汽车消费的不断增长，2013 年到 2015 年，汽车制造业成为 41 个工业大类行业中创造利润最多的行业，三年共实现利润总额 17170 亿元，年均利润增速达 14.4%。2016 年汽车制造业全年累计主营业务收入 80185.8 亿元，同比增长 14.1%；利润总额 6677.4 亿元，同比增长 10.8%。2017 年汽车制造业全年累计主营业务收入 85333.30 亿元，同比增长 10.80%；利润总额 6832.90 亿元，同比增长 5.80%。根据中国汽车工业协会发布的数据，2016 年我国汽车产销量分别为 2811.88 万辆和 2802.82 万辆，同比增长 14.46%和 13.65%。2017 年汽车产销再创历史新高，全年汽车产销分别完成 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，同比增长 3.19%和 3.04%，增速比上年同期回落 11.27%和 10.61%。2017 年乘用车产销分别完成 2480.67 万辆和 2471.83 万辆，比上年同期分别增长 1.58%和 1.40%，增速低于汽车产业总体增速 1.61 和 1.64 个百分点。目前，乘用车是我国汽车产品的主体，2017 年乘用车产量在汽车总产量中的占比已达到 85.49%，但由于汽车购置税优惠幅度减小和新能源汽车政策调整，2017 年乘用车产销增速明显减缓，呈现自 2008 年以来最低水平。

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

调整空间。

从宏观经济环境来看,全球经济复苏疲弱,外部环境比较复杂,我国经济下行压力持续存在。联合资信在确定模型参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约概率提高和回收率下降,以及与汽车市场相关的汽车跌价、借款人还款意愿等因素。

三、交易结构分析

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构,劣后受偿的分档证券为优先受偿的分档证券提供信用增级。此外,本交易还安排了相关触发机制、信托(流动性)储备账户和信托(混同)储备账户,一定程度上有利于优先级证券的偿付。

1. 信托账户

在信托生效日当日或之前,受托机构将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,信托账户下设收付账户、信托(流动性)储备账户、信托(混同)储备账户和税收储备账户。其中,收付账户下设两个子账户,分别为收入分账户和本金分账户。全部本金回收款应存入本金分账户,全部收入回收款应存入收入分账户。

2. 回收款分配机制

(1) 触发事件定义

回收款分配机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”系指以下任一事件:(a)受托人未能在支付日后5个工作日内(或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内)足额支付当时存在的最高级别的优先级资产支持证券应付未付利息的(但只要当时存在的最高级别的优先级资产支持证券的应付未付利息得到足额支付,即使其他低级别的优先级资产支持证券

应付未付利息和次级资产支持证券收益未能得到足额支付的,也不构成违约事件);(b)受托人未能在法定到期日后5个工作日内(或在资产支持证券持有人大会允许的宽限期内)对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的;(c)受托机构失去了继续以信托的名义持有信托财产的权利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《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约定以替换受托机构的方式进行补救,但未能能在违约发生后90天内替换受托机构;(e)资产支持证券持有人大会合理地认为受托机构在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证,在做出时或经证实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约定以替换受托机构的方式进行补救,但未能能在违约发生后90天内替换受托机构。

（2）回收款分配

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，受托人在每个信托分配日将收入分账户、本金分账户、（流动性）储备账户、（混同）储备账户和税收储备账户的资金总金额转入信托收付账户，并按照以下顺序进行分配。按顺序支付税收和规费、除贷款服务机构的参与机构服务报酬和限额内费用、贷款服务机构报酬、优先 A 级证券累计未付利息、优先 B 级证券累计未付利息、向信托（流动性）储备账户转入必备（流动性）储备金额¹、优先 A 级证券未偿本金、优先 B 级证券未偿本金、超过优先支出上限的费用支出、次级证券未偿本金，最后将所有余额作为次级证券收益。“违约事件”发生前的回收款分配详见附图 1。

“违约事件”发生后，信托收付账户项下资金用于顺序偿付税收和规费、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 级证券累计未付利息、优先 A 级证券本金、优先 B 级证券累计未付利息、优先 B 级证券本金、贷款服务机构服务报酬（若该违约事件是由贷款服务机构直接或间接造成）、次级证券本金直至清偿完毕，最后将所有余额作为次级证券收益，“违约事件”发生后的回收款分配详见附图 2。

3. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制、信托（流动性）储备账户以及信托（混同）储备账户等交易结构安排实现信用及流动性提升。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先级和次级证券。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺

序支付，劣后受偿的分档证券为优先档证券提供信用损失保护。具体而言，本交易中优先 B 级证券和次级证券为优先 A 级证券提供的信用支持为 18.00%，次级证券为优先 B 级证券提供的信用支持为 9.00%。

（2）触发机制

本交易设置了“违约事件”，事件一旦触发将引致回收款分配机制的重新安排。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响，为优先级证券的偿付提供了一定的保障。

（3）信托（流动性）储备账户以及信托（混同）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户和信托（混同）储备账户。

信托（流动性）储备账户是信托账户下设的一级分账户，用于流动性储备资金的接收、核算，“违约事件发生前”，在每个支付日，应严格按照回收款分配顺序从收入分账户中将等值于必备（流动性）储备金额的款项转入信托（流动性）储备账户。

信托（混同）储备账户是信托账户下设的一级分账户，该账户中的金额将用于弥补混同风险。当贷款服务机构不具备任一评级机构给予的必备评级等级²时，在信托（混同）储备账户中储备用于弥补混同风险的储备金额相当于贷款服务机构向后备贷款服务机构或替代贷款服务机构转移服务预计所需的收款期间内的回收款金额，但不少于贷款服务机构丧失任一评级机构给予的必备评级等级时下一个收款期间的应收回收款金额。如信托财产与贷款服务机构的自有财产发生混同，受托机构应指示资金保管机构于下一个信托分配日，以信托（混同）储备账户中的金额为限，将相当于发生混同的资金金额（但以资产池实际产生的回收款金额为限）从信托（混同）储备账户相应转入信托

¹必备（流动性）储备金额是指，每个信托分配日以下两者中孰高者：(a)该信托分配日前一个收款期间期末资产池内所有抵押贷款的未偿本金余额之和的 1.2%；(b)初始起算日资产池余额的 0.5%。

²必备评级等级是指：就联合资信而言，指联合资信给予 AA 级的主体长期信用等级；就中债资信而言，指中债资信给予 A 级的主体长期信用等级。

收付账户中的收入分账户和/或本金分账户（如果无法区分应分别存入收入分账户及本金分账户的款项，则将全部金额存入本金分账户）。若后续贷款服务机构将发生混同的信托财产与其自有财产又区分开的，则贷款服务机构有权获得信托财产中的相应款项，直至数额达到已从信托（混同）储备账户相应转入信托收付账户的总金额。在全部优先级资产支持证券的本息款项得以全部清偿之日、贷款服务机构重新具备了必备评级等级或信托终止日后，受托人应指示资金保管机构将届时信托（混同）储备账户项下全部资金作为特别信托利益划付至贷款服务机构指定账户。

信托（流动性）储备账户和信托（混同）储备账户的设置可以较好的缓释本交易的流动性风险和混同风险。

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有限，对借款人产生负债的可能性较小。且针对抵销风险，本交易合同约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则广汽汇理应在该等抵销发生后及时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通知受托人；如果广汽汇理对某一借款人有多笔债权，且借款人行使抵销权，则广汽汇理、粤财信托应共同与借款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信托财产，则广汽汇理应在该等抵销发生后及时将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为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，

具有很高的信用等级。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。因此，本交易的抵销风险很低。

（2）混同风险

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

此外，针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发的回收款高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA⁻ 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 A 级，回收款转付日按照如下规则确定：一般就每个公历月的每一日收到的回收款而言，其对应的回收款转付日为该日所在的自然周结束后的第 5 个工作日；但就该公历月所在的最后一个自然周（不包括该自然周包含的下一个公历月的每一日）收到的回收款而言，其对应的回收款转付日为该公历月最后一日后的第 6 个工作日；如果任一评级机构给予贷款服务机构的信用等级发生变化且因此需要改变回收款转付日时，回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的三个工作日内的任一工作日。本交易设置了信托（混同）储备账户，进一步缓释了混同风险。

作为贷款服务机构，广汽汇理良好的经营能力、稳健的财务状况以及很高的信用等级较有效缓释了混同风险。

（3）流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配。本交易未设置外部流动性支持机制，但设立了内部信托（流动性）储备账户以及本金分账户和收入分账户的合并支付来缓释流动性风险。

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，信托（流动性）储备账户以及本金分账户和收入分账户的合并支付能有效地缓释资产池现金流

入同优先级证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（4）提前偿还和拖欠风险

本交易采用过手式顺序偿付结构，入池贷款的提前偿还有助于优先级证券本金的兑付，但是在一定程度上会改变利差水平。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和收入分账户的合并支付及设置信托（流动性）储备账户以缓释流动性风险。

联合资信在现金流分析时，针对拖欠和提前还款行为设计了不同的压力情景并进行了测试，测试结果已反映该风险。

（5）利率风险

本交易入池贷款绝大部分采用固定利率，少部分采用浮动利率。优先级证券采用固定利率，通过簿记建档集中配售的方式予以确定。可以看到，本交易入池贷款利率和优先级证券利率在利率类型方面存在一定不同，存在因利率波动而导致利差缩小的风险。联合资信通过压力测试测算了在不同的利差情景下优先级证券的兑付情况，评级结果已经考虑利率风险。

（6）尾端风险

随着入池贷款的清偿，资产池多样化效应减弱，借款人同质性相对增加，尾端存在异常违约的可能性。针对这一风险，联合资信设定了尾端违约模式进行压力测试，评级结果已反映该风险。

本交易设计了清仓回购安排。清仓回购安排是委托机构广汽汇理的一项选择权，若届时

委托机构决定进行清仓回购，则或会有利于减弱尾端风险。

当以下任一事件发生时，委托机构可在下一收款期间选择清仓回购：(a)资产池的未偿本金余额总和在回购起算日 24:00 时降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，或资产支持证券的未偿本金余额总和在回购起算日 24:00 时降至初始发行额（包括委托人自持的金额）的 10%或以下；并且(b)截至回购起算日 24:00 时剩余资产池的市场价值不少于以下 A+B 之和：A 指在委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间届满后第一个支付日前一日全部优先级资产支持证券的未偿本金余额及其已产生但未支付的优先级资产支持证券的利息和信托应承担的税收、费用支出和服务报酬之和。B 为下列 (i) 和 (ii) 两者之间数值较高者，其中 (i) 的数值为 0；(ii) 的数值为截至回购起算日 24:00 时次级资产支持证券的未偿本金余额减去累计净损失的差值。

（7）再投资风险

在本交易的各个偿付期内，信托账户中待分配的资金可用于再投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了较严格的合格投资标准。合格投资系指以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构同业存款。合格实体是系指联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA⁺且中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 AA 的金融机构。该设置一定程度上降低了再投资风险。

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，确定了本交易适用的评级基准违约概率参数；同时，参照国内汽车市场的实际情况并参照亚太区可比新兴市场的评级实践确定违约贷款损失率等参数。结合本交易结构特点，联合资信对本次评级各档证券所需的

必要信用增级水平进行估计。

1. 违约概率分析

广汽汇理提供了 2012 年 1 月至 2018 年 4 月间发放的个人汽车抵押贷款回款数据，联合资信以各月发放的贷款总量为样本，通过对广

汽汇理提供的历史数据的违约率进行分析，得出各月发放的贷款违约表现如图 2 所示。

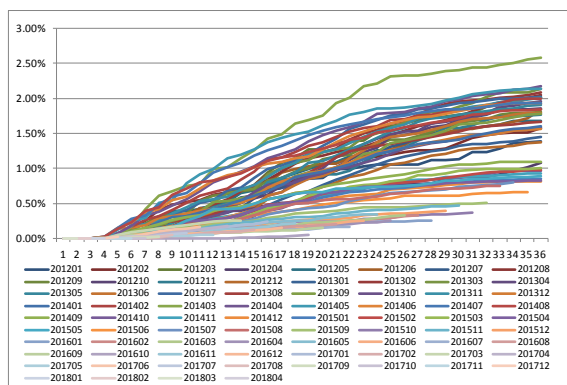


图 2 各月发放贷款累计违约率

注：1. “2012 年 1 月”指在 2012 年 1 月 1 日至 2012 年 1 月 31 日期间发放的贷款，以此类推；

2. 本图截取了 36 个月的回款观测周期。例如：在 2012 年 1 月 1 日至 2012 年 1 月 31 日期间发放的贷款，观测时间为 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日，逾期 3 期以上（即 90 天以上）定义为违约。

通过对广汽汇理提供的历史样本数据进行分析，并结合行业数据，联合资信估算出广汽汇理所发放贷款的违约概率，并在此基础上根据贷款的账龄、逾期情况、首付比例等因素对违约概率进行调整。

（1）基准违约概率

联合资信根据广汽汇理提供的静态贷款组合历史数据，估算基础违约概率。

考虑到上述违约概率是在汽车市场景气上升期中计算得到的，联合资信对上述违约概率做了向上调整以确定评级基准违约概率。

（2）基准违约概率调整因素

贷款账龄：根据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 24 个月内。若债务人的前期偿付记录良好，例如前 24 个月表现良好，则其在后续偿付期内发生违约的可能性将会降低。根据贷款账龄的不同，联合资信在计算信用增级水平时对违约概率分别进行了不同程度的调整。

借款人年龄：如果借款人年龄处于非事业上升期或稳定期，联合资信认为其经济来源不甚稳定，在计算信用增级水平时对其违约概率

做出了相应调整。

首付比例：一般情况下，首付比例越低，借款人的违约成本越低，发生违约的可能性越大。联合资信对首付比例低于一定标准的贷款调增了违约概率。

地区分布：借款人所在地区的经济发展水平和生活成本是影响借款人偿债能力的重要因素，对于借款人未偿本金余额占比较高的地区以及不良率较高的地区，联合资信将对其违约概率进行上调。

2. 违约贷款损失率

违约贷款损失的计量主要着眼于违约贷款可能产生的损失，它考虑了贷款的本金余额、债权顺序、抵押车辆价值、执行费用和执行期间需要承担的利息支出等因素。

（1）处置成本和处置期间的利息成本

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

（2）抵押物

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

3. 必要信用增级水平的确定及现金流分析

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

表 18 目标评级损失率

目标级别	目标评级损失率
AAA _{sf}	10.80%
AA ⁺ _{sf}	6.91%
AA _{sf}	6.18%
AA ⁻ _{sf}	5.82%

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

表 19 损失时间分布

时间（月）	损失时间分布
1-6	25.78%
7-12	26.44%
13-18	23.37%
19-24	12.95%
25-30	7.57%
31-36	2.34%
37-42	0.67%
43-48	0.50%
49-54	0.33%
55-57	0.07%

在假定借款人完全按照贷款合同偿付本金和利息、无违约、无拖欠的基础上，联合资信对资产池的现金流入进行了计算。按照广汽汇理提供的现金流数据，资产池各期的现金流入结果如图 2 所示：

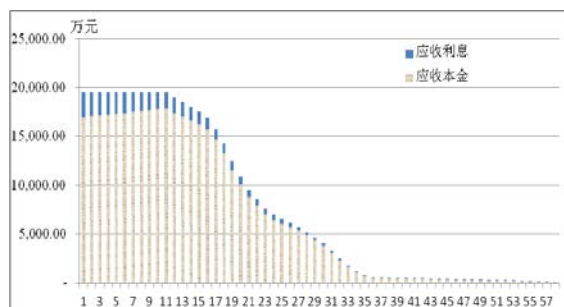


图 2 正常情况下资产池本息流入

根据具体的交易结构及证券偿付安排，联合资信构建了用于本交易信用评级的现金流模型以模拟交易过程。该现金流模型基于基础资产的提前还款、损失时间分布和证券发行成本等情景假设，评估了不同压力情景下优先级证券的兑付状况，并检验了既定压力情景下交易结构所提供的信用增级水平能否满足目标评级的需要。从现金流分析的结果来看，在既定的交易结构下，优先 A 级资产支持证券和优先 B 级资产支持证券在各压力情境下所获得信用增级水平均大于对应的必要信用增级水平，即优先 A 级资产支持证券和优先 B 级资产支持证券均能够通过相应评级压力情景的测试，详见表 20。

表 20 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准	加压情况		优先 A 级证券临界损失率	优先 B 级证券临界损失率
模拟集中违约损失	见表 19 损失时间分布	损失集中在第 1 至 12 个月		19.25%	12.07%
		损失集中在第 7 至 18 个月		19.77%	12.35%
		损失集中在第 13 至 24 个月		22.71%	12.64%
缩小利差	优先 A 级证券预期发行利率 4.80%，优先 B 级证券预期发行利率 5.10%	整体上升 120bp		19.55%	11.49%
提前还款比例	10.00%/年	0.00%		20.60%	12.68%
		5.00%		22.30%	14.03%
		20.00%		20.80%	12.16%
		30.00%		21.15%	11.97%
组合压力情景 1	—	优先级证券预期发行利率	上升 100bp	18.91%	11.70%
		损失时间分布	损失集中在第 7 至 18 个月		
		提前还款比例	5.00%/年		
组合压力情景 2	—	优先级证券预期发行利率	上升 120bp	18.03%	10.75%

		损失时间分布	损失集中在第 1 至 12 个月		
		提前还款比例	30.00%/年		

五、主要参与方履约能力

1. 委托机构/贷款服务机构

本交易的委托机构/贷款服务机构为广汽汇理。作为委托机构，广汽汇理的运营管理能力、资本实力和财务状况会影响到委托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。

广汽汇理是由广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”）和东方汇理个人金融股份有限公司（以下简称“东方汇理”）共同出资在广州市成立的中外合资企业，成立于 2010 年 5 月。广汽汇理初始注册资本人民币 5 亿元，广汽集团和东方汇理分别持有 50% 股权。经过两次增资扩股，截至 2017 年末，广汽汇理注册资本为人民币 16 亿元，股东及持股情况如表 21 所示：

表 21 广汽汇理股东及持股比例

股东名称	持股比例
广州汽车集团股份有限公司	50.00%
东方汇理个人金融股份有限公司	50.00%

广汽汇理主营业务包括经销商贷款业务和零售信贷业务。广汽汇理经销商贷款业务主要是为汽车经销商提供融资服务。目前，广汽汇理经销商贷款业务覆盖的品牌包括广汽集团旗下广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特克莱斯勒、广汽三菱和广汽乘用车。广汽汇理零售信贷业务主要是为个人消费者提供汽车贷款融资服务。广汽汇理通过在合作经销商委派驻点销售人员、推出多样化金融产品及相关商务激励政

策，深化与厂商和经销商在零售信贷业务上的合作，推动零售信贷业务快速发展。截至 2017 年末，广汽汇理合作经销商达 1701 家，覆盖全国 939 个城市。目前，广汽汇理零售信贷业务覆盖的品牌主要包括广汽集团下的广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特克莱斯勒、广汽三菱、广汽乘用车。2017 年，广汽汇理年末各项贷款总额为 269.18 亿元，较上年末增加 43.97 亿元，增长幅度达 19.52%。

截至 2017 年末，广汽汇理资产总额达到 312.88 亿元，负债总额 278.52 亿元；股东权益 34.35 亿元；资本充足率 12.98%，核心一级资本充足率 12.21%，一级资本充足率 12.21%。2017 年全年，广汽汇理实现营业收入 23.32 亿元，净利润 5.79 亿元。

在风险管理方面，广汽汇理设有内部审计科，负责审计董事会制定的各项规章制度的执行情况，对公司流程、手续以及组织机构方面提出改进建议；此外，广汽汇理参考东方汇理的风险管理体制设置了风险及持续控制科，主要负责信用风险、市场风险和操作风险管理，监督管理对公司账户的日常控制，以及对外公开财务信息披露的业务控制等，以提高内部操作和业务开展的安全性和合规性。广汽汇理内部审计科根据风险程度大小不同制定相应频率的审计计划，审计范围涵盖所有科室和业务运营流程。在进行外部审计的同时，广汽汇理要求会计师事务所提供管理建议咨询服务，会计师事务所逐年出具管理建议书，广汽汇理据此完善内部控制管理制度和方法。

总体来看，广汽汇理公司治理规范、财务状况优良、资产质量较高、风险控制能力较强，联合资信给予其主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望稳定。广汽汇理作为本交易的委托机构

和贷款服务机构，履职能力很强，能够为本交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）广州市分行。

农业银行的前身是 1951 年成立的农村合作银行，2009 年 1 月完成股份制改造。2010 年 7 月，农业银行分别在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市。

截至 2018 年一季度，农业银行资产总额 216390.47 亿元，股东权益 14636.27 亿元，实现营业收入 1558.65 亿元，净利润 590.40 亿元，不良资产拨备覆盖率 238.75%，资本充足率 13.77%，核心一级资本充足率 10.47%。截至 2017 年末，农业银行托管资产规模 102931.43 亿元，较上年末增长 14.3%。

农业银行持续优化信贷结构加强重点领域风险防控和行业风险限额管理，及时化解各类风险隐患。拓宽不良贷款清收处置渠道，保持资产质量稳定。农业银行坚持疏堵结合、标本兼治、分类施策，确保案件可控、风险可控。一方面，加大重点领域风险管理。针对信贷风险、流动性风险、市场风险、互联网金融风险、外部冲击风险等重点领域，细化落实防控和化解措施，明确责任要求。另一方面，加强内部控制建设和案件防控。扎实推进案件风险隐患大起底、大排查，不断夯实信贷、运营、信息科技、安全生产、员工行为等管理基础。推广“三线一网格”管理模式，提升案防科技水平，强化问题整改和持续改进，推动问题根源性、系统性治理。

总体来看，农业银行是我国大型的国有控股商业银行，公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。联合资信认为本期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

本交易的受托机构/发行人是粤财信托。粤财信托成立于 1984 年 12 月，是广东省人民政府批准成立，经中国人民银行和国家外汇管理局核准经营金融业务的国有非银行金融机构。目前是广东省唯一保留的省级信托公司。2011 年经中国银行业监督管理委员会广东监管局核准，公司注册资本由人民币 5.66 亿元增加至人民币 15 亿元；2017 年 12 月，公司注册资本增加至人民币 38 亿元。股东及持股情况如表 22 所示：

表 22 粤财信托股东及持股比例

股东名称	持股比例
广东粤财投资控股有限公司	98.14%
广东省科技创业投资有限公司	1.86%

截至 2017 年末，粤财信托资产总额 62.58 亿元，所有者权益 56.41 亿元。2017 年，粤财信托实现营业收入 10.71 亿元，净利润 9.68 亿元。截至 2017 年末，粤财信托自营资产总计 62.58 亿元，自营资产主要运用领域为金融机构和证券市场。托管资产 2539.83 亿元，托管资产主要分布于证券市场、工商企业、金融机构等领域。

内部控制方面，粤财信托通过完善的组织架构、内部规章实现内部控制，形成了研究、决策、操作、检查、反馈的 PDCA 管理循环，构建了前台调查、中台审查、后台审计评价相互制衡的内部控制机制。公司设立股东会、董事会和监事会，实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会及其下设投资决策委员会为公司决策系统，在董事会领导下的经营管理层及相关业务部门为公司执行系统，监事会以及董事会下设的风险控制及审计委员会、信托委员会为公司监督及信息反馈系统，三个系统既相互独立又相互联系，能够较为有效地防范各种内部风险。

风险管理方面，粤财信托构建以董事会为核心，以风险控制及审计委员会、投资决策委员

会、信托委员会为支点的风险管理体系。在项目运作上建立事前预防、事中控制、事后监督检查的三阶段风险控制流程，在项目审核上经由业务部门、风险管理部门、投资决策委员会等多道环节进行综合风险控制。

总体来看，粤财信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本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、将信贷资产由委托机构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：广汽汇理、粤财信托系依据中国法律有效存续的有限责任公司，具有民事权利能力和完全的民事行为能力签署、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》；广汽汇理、粤财信托签署、交付和履行前述交易文件不违反适用于广汽汇理、粤财信托的中国现行法律、行政法规，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成广汽汇理、粤财信托合法的、有效的和有约束力的义务，该等交易文件的相关各方可按照交易文件的条款针对广汽汇理、粤财信托主张相应权利，除非该等权利的主张受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。除银保监会备案、人民银行注册以外，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、许可、授权和同意。在《信托合同》经本项目各方合法有效地签署和交付，《信托合同》约定的信托生效前提条件全部满足且广汽汇理将信托财产交付给粤财信托后，

信托有效设立。信托一经生效且信托财产被实际交付或转移给受托人，信托财产与广汽汇理未设立信托的其他财产相区别，信托财产不属于其清算财产。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，对信托利益不作任何保证或担保，资产支持证券持有人的追索权仅限于信托财产。信托一经生效，广汽汇理对本次拟证券化的个人汽车抵押贷款债权的转让即在广汽汇理和受托机构之间发生法律效力。

联合资信收到的会计意见书表明：广汽汇理既没有转移也没有保留有关信托财产所有权上的几乎所有风险和报酬，特定目的信托将依据其对信托财产继续涉入的程度，继续确认相关信托财产和负债。

联合资信收到的税务意见书表明：企业所得税方面，粤财信托不会就该转让本身产生任何企业所得税纳税义务；在发行和认购环节，受托机构和资产支持证券投资者方面均不产生企业所得税纳税义务；广汽汇理在回收贷款利息环节并无企业所得税方面的影响；具体到广汽汇理的信贷资产证券化交易，考虑到资产支持证券持有人均为全国银行间债券市场的中国居民机构投资者，因此上述机构投资者需在当年将分配取得的利息收入作为其应纳税所得额计算缴纳企业所得税。流转税方面，如广汽汇理平价或折价转让上述信托财产，则该转让行为不会产生任何金融商品买卖价差收益，亦无需缴纳增值税；自 2018 年 1 月 1 日起，粤财信托对于该信托项目通过广汽汇理取得的贷款利

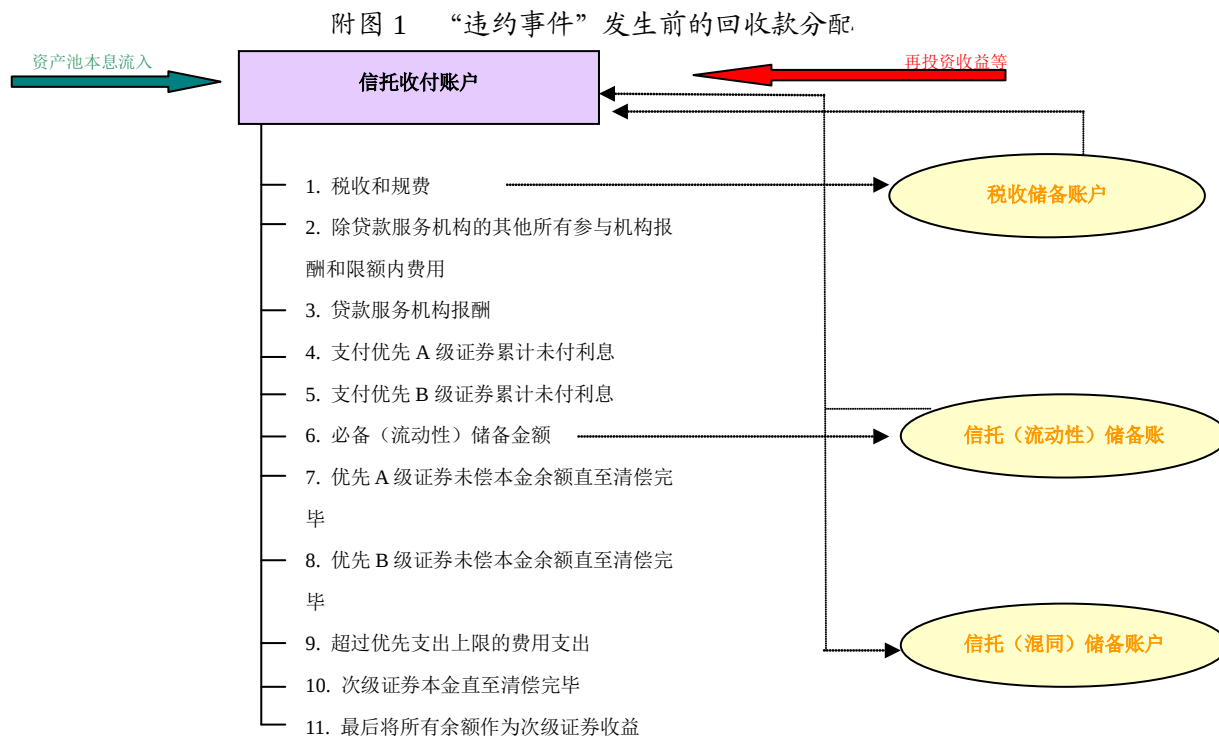
息，应按 3% 的征收率计算缴纳增值税。印花税 无需缴纳印花税。
方面，广汽汇理和粤财信托签署的信托合同应

七、评级结论

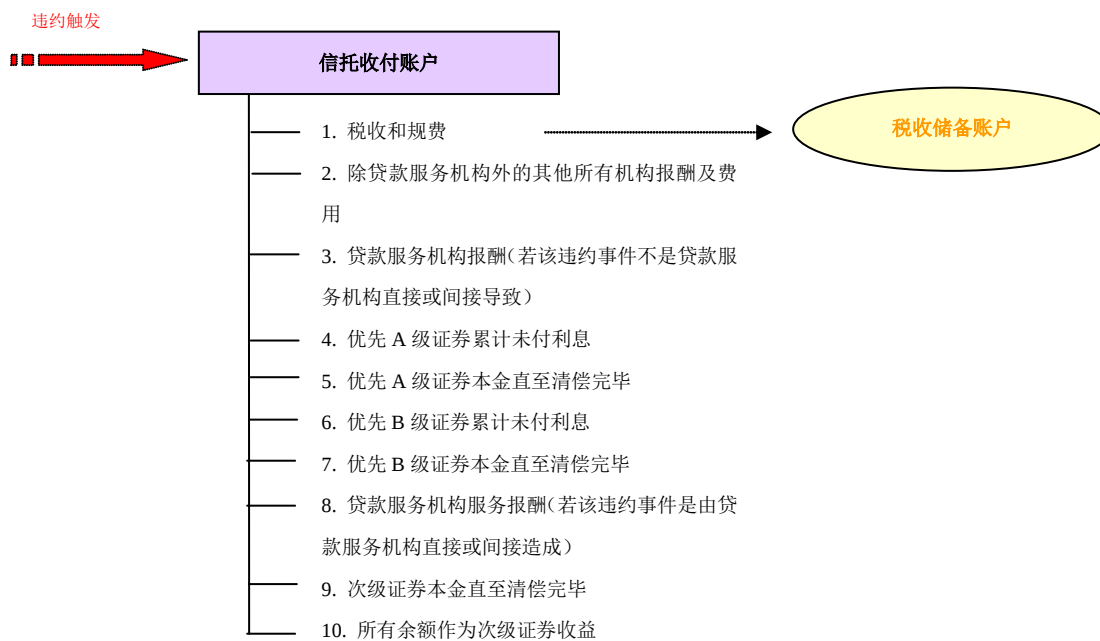
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约能力及操作风险等因素的综合考量，确定“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA⁺_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

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

附图 回收款分配机制



附图 2 “违约事件”发生后的回收款分配



附件 1 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}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

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

联合资信评估有限公司关于 汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券的 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“汇通 2018 年第二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。

广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财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“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“汇通 2018 年第二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“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用状况产生较大影响的突发事件，广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财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“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息，如发现“汇通 2018 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“汇通 2018 年第二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。

如广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财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“汇通 2018 年第二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广汽汇理汽车金融有限公司/广东粤财信托有限公司联系，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。