

信用评级公告

联合〔2021〕2885号

联合资信评估股份有限公司通过对“汇聚通 2021 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“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}；优先 A2 级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

汇聚通2021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

证券名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先 A1 级	210000.00	35.00	AAA _{sf}
优先 A2 级	279000.00	46.50	AAA _{sf}
次级	111000.00	18.50	NR
合计	600000.00	100.00	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 4 月 25 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR 表示未予评级

交易概览

初始起算日：2021 年 2 月 1 日零时（00:00）

证券法定到期日：2028 年 12 月 26 日

交易类型：动态现金流型 ABS

载体形式：特殊目的信托

基础资产：由发起机构在信托财产交付日信托给受托人设立信托的或由受托人根据《信托合同》向发起机构持续购买的每一笔抵押贷款及其附属担保权益。

信用提升机制：优先/次级结构、触发机制、信托（流动性）储备账户

委托人/发起机构/贷款服务机构：广汽汇理汽车金融有限公司

受托机构/受托人：中国对外经济贸易信托有限公司

资金保管机构：中国农业银行股份有限公司广州分行

牵头主承销商/簿记管理人：国泰君安证券股份有限公司

联席主承销商：中国工商银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、瑞穗银行（中国）有限公司

评级时间

2021 年 4 月 30 日

本次评级使用的评级方法：

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

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“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对证券进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产为委托人广汽汇理汽车金融有限公司（以下简称“广汽汇理”）持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。本交易入池资产具备一般汽车金融资产分散度高（共 111938 笔）、首付比例合理（加权平均首付比例 42.42%）、分期付款等优点。而且广汽汇理在汽车抵押贷款业务方面具有丰富的管理经验，历史违约数据表现优秀（历史静态池测算的累计违约率为 1.64%，回收率 35.78%）。同时联合资信注意到入池的优惠贷款占比高（零利率贷款占 57.23%）导致资产池收益水平偏低（加权平均合同利率 3.38%），以及循环购买的设计增加了资产池的风险敞口，但基础资产整体质量仍然较好。在此基础上，优先/次级结构设置、封包期利息沉淀（能提供近 1.05% 的支持）、触发机制设置为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。

综合考虑上述因素，联合资信评定“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级和优先 A2 级资产支持证券的信用等级均为 AAA_{sf}。

优势

1. **本交易入池基础资产质量较好。**本交易基础资产涉及广汽汇理发放的 111938 笔个人汽车抵押贷款，借款人分布在 31 个省、自治区和直辖市，最大单笔贷款未偿本金余额占比 0.0043%，加权平均首付比例 42.42%。虽然，本交易关于持续购买合格标准设置的收益率偏低（持续购买入池资产收益率不低于 3.10%），但更重要的是，根据历史违约数据测算的预期累计违约率为 1.64%，回收率 35.78%，信用表现优秀。因此，入池基础资产整体质量较好。
2. **优先/次级结构为优先级资产支持证券提供了充足的信用支持。**具体而言，优先级资产支持证券获得次级资产支持证券 18.50% 的信用支持。
3. **流动性支持设置能较好缓释证券兑付的流动性风险。**本交易设置了信托（流动性）储备账户，能够较好缓释优先档资产支持证券利息兑付面临的流动性风险。

关注

1. **循环购买风险。**在持续购买期内，如果受托人无法持续足额购买到合格的基础资产，闲置资金过多或沉淀时间过长，将减少基础资产产生的收益，降低对优先级资产支持证券本息的保障程度。
2. **持续购买不充足导致资产池收益水平下降风险。**本交易采取持续购买结构，在持续购买日若发起机构不能提供足够的合格资产供信托购买会使得信托资金闲置时间过长，或持续购买的资产利率较低，均可能导致基础资产的收益水平下降。
3. **存在一定模型风险。**影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的数学方法和相关数据可能存在一定模型风险。
4. **在抵押担保转移登记之前，存在对抗善意第三人的风险。**信托一经生效，委托人对个人汽车抵押贷款的转让即在委托人和受托人

之间发生法律效力，且附属于个人汽车抵押贷款相关的车辆抵押权同时转让给受托机构。但在抵押担保转移登记至受托人名下之前，受托人持有的抵押担保存在对抗善意第三人的风险。

5. **外部经济环境不确定性风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

分析师

张睿君 聂中一 张玥

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

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托人提供，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/受托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/受托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尽职调查和诚信义务，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/受托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

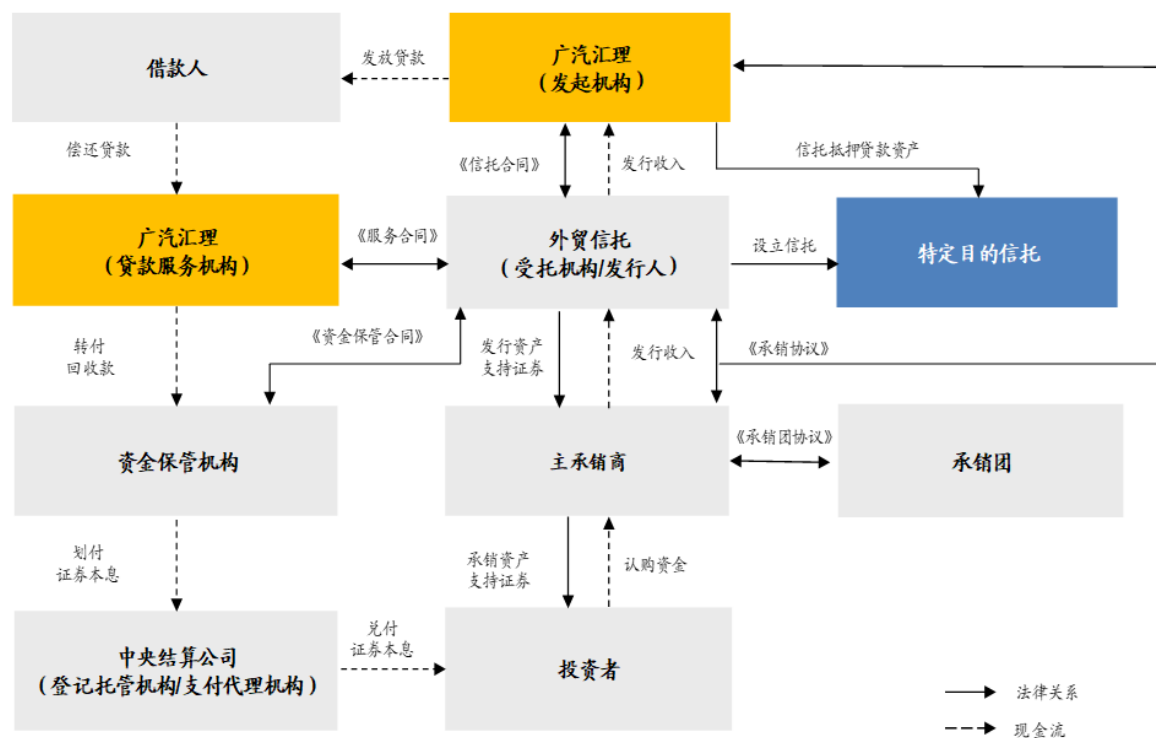
本交易为全国银行间债券市场发行的资产支持证券。

本交易的发起机构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 600000.00 万元个人汽车抵押贷款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，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）

设立“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。外贸信托以受托的信托财产为支持在全国银行间债券市场或监管部门允许的其他交易场所发行优先级（包括优先 A1 级和优先 A2 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。

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，按约定向本期证券持有人还本付息。本交易结构图如下所示：

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持证券

本交易发行优先级和次级资产支持证券（以下简称“证券”）。

优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）享有信托的优先受益权，次级资产支持证券（以下简称“次级证券”）享有信托的次级受益权。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。本交易优先级证券采用簿记建档集中配售方式发行，次级证券全部由委托人广汽汇理持有。

优先级证券采用固定利率按月偿付利息，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。在持续购买期¹内，优先级证券按月付息；次级证券按不超过0%/年的期间收益率支付期间收益。在摊还期²内，优先A1级证券本金偿付采用计划摊还方式（详见

附件2）；优先A2级和次级证券均采用过手摊还方式按优先/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。

表 1 本期资产支持证券概况（单位：万元、%）

证券名称	发行规模	证券占比	利率类型	预期到期日	还本付息方式
优先 A1 级	210000.00	35.00	固定利率	2022/5/26	持续购买期按月付息；摊还期按月付息，计划还本
优先 A2 级	279000.00	46.50	固定利率	2023/2/26	持续购买期按月付息；摊还期按月付息，过手还本
次级	111000.00	18.50	--	2025/12/26	
合 计	600000.00	100.00	--		

资料来源：交易文件，联合资信整理

3. 基础资产

本交易入池资产涉及发起机构广汽汇理向 111927 户借款人发放的 111938 笔个人汽车抵押贷款。

截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为 600000.00 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（适用于初始基础资产）或持续购买基准日和持续购买日（适用于当次购买的新增基础资产）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（仅就初始基础资产而言）或持续购买基准日（仅就当次购买的新增基础资产而言），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）抵押贷款项下的贷款利率均以固定利率方式计算；（7）抵押贷

款的所有应付数额均以人民币为单位；（8）抵押贷款未根据发起机构的标准程序予以核销；

（9）抵押借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借款合同向借款人主张权利；（10）截至初始起算日（仅就初始基础资产而言）或持续购买基准日（仅就当次购买的新增基础资产而言），借款人迟延支付抵押借款合同项下任何一期到期应付款项未曾超过 30 天；（11）在初始起算日（仅就初始基础资产而言）或持续购买基准日（仅就当次购买的新增基础资产而言），抵押贷款的账龄不少于 2 个月，贷款剩余期限不少于 1 个月且不超过 58 个月；（12）在初始起算日（仅就初始基础资产而言）或持续购买基准日（仅就当次购买的新增基础资产而言），抵押贷款的未偿本金余额不超过人民币 30 万元；（13）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%；（14）抵押贷款的初始贷款期限为 1 年（含）至 5 年（含）之间；（15）抵押贷款需有明确的还本付息安排；（16）抵押借款合同项下的贷款金额均已发放完毕；（17）在初始起算日（仅就初始基础资产而言）或持续购买基准日（仅就当次购

¹ 持续购买期：系指自信托生效日（含该日）起至持续购买终止日（不含该日）止的期间。

² 持续购买期结束后即进入摊还期。

买的新增基础资产而言), 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; (18) 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; (19) 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); (20) 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; (21) 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; (22) 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: (23) 借款人同意以抵押车辆为相应抵押贷款提供抵押担保且抵押车辆均为一手车, 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(仅就初始基础资产而言) 或持续购买基准日(仅就当次购买的新增基础资产而言), 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; (24) 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;

D. 关于发放和筛选抵押贷款的标准: (25) 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; (26) 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;

(27) 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。

4. 现金流安排

本交易对账户设置、持续购买安排和现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 账户设置及资金划转

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, 信托账户下设本金分账户、收入分账户、信托(流动性) 储备账户、信托(混同) 储备账户和信托(税收) 储备账户。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。

在每一个回收款转付日(回收款转付日定义详见下文混同风险) 14:00 点前, 贷款服务机构应将当期已收到并扣除执行费用后的全部回收款转入信托账户, 并于每个服务机构报告日³ 当日或之前根据贷款服务机构的资金汇划说明或通知, 将信托账户收到的回收款分别记入信托收付账户项下的收入分账户和本金分账户; 信托(流动性) 储备账户、信托(混同) 储备账户和信托(税收) 储备账户根据交易文件约定从信托收款账户中取得资金进行分配。

(2) 信托期限

信托期限指信托生效日(含当日) 起至信托终止日(不含当日) 止的期间。本交易的信托期限分为持续购买期和摊还期。持续购买期为自信托生效日(含该日) 起至持续购买终止日(不含该日) 止的期间, 该期间内, 受托人将向委托人持续购买符合合格标准的基础资产。其中持续购买终止日为下述日期较早一日: (a) 2021 年 11 月 26 日; (b) 加速清偿事件发生之日; (c) 违约事件发生之日; (d) 提前摊还事件发生之日。持续购买期结束后即进入摊还期,

³ 服务机构报告日系指每个收款期间结束后的第一个支付日之前第 8 个工作日。

该期间内，受托人不再向委托人持续购买基础资产。

（3）持续购买安排

本交易设置了持续购买结构。委托人应不迟于每个支付日前第 10 个工作日上午九点

（9:00）前向受托人提供截止持续购买基准日零时（00:00）的可供持续购买的抵押贷款备选资产清单，供受托人选择资产。委托人向受托人提供的备选资产池本金规模应不少于委托人预先告知的当期可用持续购买资金预估金额的 1.2 倍。受托人有权根据当期可用持续购买资金、委托人提供的备选资产清单、委托人抵押贷款资产整体质量等情况综合确定当期是否进行持续购买以及持续购买的具体规模。如受托人决定进行持续购买的，应于支付日前第 9 个工作日上午九点（9:00）前向委托人确认当期拟持续购买的资产规模并通过电子邮件方式向委托人发送基于委托人提供的备选资产清单选定的持续购买基础资产清单。在双方按照信托合同约定完成对基础资产清单的最终确认，且委托人足额收到信托合同约定的持续购买价款后，自持续购买日起，委托人将基础资产及其附属权益转让予受托人。

（3）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无法补救，或虽然可以补救，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，但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构；（e）资产支持证券持有人大会合理地认为受托机构在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证，在做出时或经证实在做出时便有重大不实或误导成分，并且资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约无法补救，或虽然可以补救，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，但未能在违约发生后 90 天内替换受托机构；

加速清偿事件区分为自动生效的加速清偿事件和需经宣布生效的加速清偿事件。

自动生效的加速清偿事件列示如下：（a）委托人发生任何丧失清偿能力事件；（b）发生任何贷款服务机构解任事件；（c）根据《服务合同》的约定，必须任命后备贷款服务机构，但在 90 个自然日内，仍无法找到合格的后备贷款服务机构，或在已经委任后备贷款服务机构的情况下，该后备贷款服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或后备贷款服务机构被免职时，未能根据交易文件的约定任命继任者；（d）某一收款期间结束时的累计违约率超过 1.6%；（e）在任何一档优先级资产支持证券预期到期日紧邻的前一个信托分配日，受托人按照《信托合同》约定的分配顺序计算认为无法足额分配该档优先级资产支持证券的未偿本金余额；（f）发

生违约事件中所列的(d)项或(e)项,且资产支持证券持有人大会尚未决定宣布发生违约事件;

需经宣布生效的加速清偿事件列示如下:

(g) 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,并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 个自然日内未能得到补救;(h) 委托人在交易文件中提供的任何陈述、保证(资产保证除外)在提供时便有重大不实或误导成分;(i) 发生对贷款服务机构、委托人、受托人或者资产池有重大不利影响的事件;(j) 《主定义表》《信托合同》《服务合同》《资金保管合同》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。

发生以上(a)项至(f)项所列的任何一起自动生效的加速清偿事件时,加速清偿事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上(g)项至(j)项所列的任何一起需经宣布生效的加速清偿事件时,受托人应通知所有的资产支持证券持有人。资产支持证券持有人大会决议宣布发生加速清偿事件的,受托人应向贷款服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知,宣布加速清偿事件已经发生。发生上述(f)项中约定的加速清偿事件后,如资产支持证券持有人大会宣布发生违约事件,受托机构则应按照信托合同约定的分配顺序进行分配。

②回收款分配

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,信托账下资金区分收入分账户和本金分账户。收入分账户与本金分账户之间设置了交叉互补机制。

具体而言,在未发生加速清偿事件情况下,收入分账户的资金总金额按照以下顺序进行分

配(如同一顺序的多笔款项不足以同时足额支付,则按各笔款项应受偿金额的比例支付):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 A1 级和优先 A2 级证券利息、信托(流动性)储备账户的必备储备金额⁴、本金账户累计转移额和违约额补足、超出优先支出上限的费用支出、次级证券年化收益率不超过 0%/年的期间收益,将剩余资金全部转入本金分账户。如在持续购买期内,则在支付完超出优先支出上限的费用支出后将剩余金额留存于收入分账户中;如发生加速清偿事件,则在支付完信托(流动性)储备账户的必备储备金额之后将剩余资金直接转入本金分账户。

在违约事件发生前,且在持续购买期内时,信托本金账项下资金只需补足信托收益账一定数额资金以确保收益账项下资金可以足额支付税费和规费、参与机构服务报酬、优先支出上限内的费用支出、优先级证券收益和信托(流动性)储备账户的必备金额,其余资金用于持续购买新增基础资产。在违约事件发生前,且在摊还期内时,信托本金账项下资金的分配如下:补足信托收益账一定数额资金以确保收益账项下资金可以足额支付税费和规费、参与机构服务报酬、优先支出上限内的费用支出、优先级证券收益和信托(流动性)储备账户的必备金额;然后按如下顺序进行支付:(a) 如未发生加速清偿事件,则按本金摊还计划表中金额为上限支付优先 A1 级证券本金,然后继续支付优先 A2 级本金直至清偿完毕(若优先 A2 级证券本金已清偿完毕,则继续支付优先 A1 级证券本金直至清偿完毕);如发生加速清偿事件,则同顺序按比例支付优先 A1 级证券和优先 A2 级证券的未偿本金余额直至全部优先级证券的本金清偿完毕;(b) 次级证券本金;(c) 剩余资金作为次级证券的收益。“违约事件”发生前

⁴ 必备(流动性)储备金额是指,就持续购买期的每个信托分配日而言,为初始起算日资产池余额的 0.9%。就摊还期的每个信托分配日而言,为以下两者中孰高者:(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 1.0%;(b) 初始起算日资产池余额的 0.5%。

的现金流详见附图 1。

“违约事件”发生后，信托账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），支付优先A1级、A2级

证券应付未付利息，支付优先A1级、A2级证券本金直至优先A级证券本金清偿完毕，然后顺序支付贷款服务机构服务报酬（若该违约事件是贷款服务机构直接或间接引致）、次级证券本金，剩余资金作为次级证券收益。“违约事件”发生后的现金流详见附图2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、触发机制、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级受偿证券提供信用损失保护。具体而言，本交易次级证券为优先 A 级证券提供的信用支持为 18.50%。

（2）触发机制

本交易设置了以必备评级等级为触发的回收款高频转划机制及两类事件触发机制：

“加速清偿事件”和“违约事件”。触发机制一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。具体而言，高频划转机制一旦触发将按照设置加速回款归集频率；“加速清偿事件”一旦触发，信托将终止持续购买，不再支付限额外费用及本金账户累计转移额和违约额补足，优先级本金支付顺序发生改变，证券将加速兑付；“违约事件”发生后，信托将终止持续购买，现金流划付顺序改变，为优先级证券的偿付提供了一定的保障。本交易当中，触发机

制的安排在一定程度上缓释了风险事件对优先级证券兑付产生的不利影响。

（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，该账户中的储备金额将用于弥补混同风险。信托合同规定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⁵且信托（混同）储备账户内的资金未达到必备（混同）储备金额时，贷款服务机构应当于 5 个工作日内向信托（混同）储备账户提供资金直到该账户内的资金达到必备（混同）储备金额⁶。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收付账

⁵ 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

⁶ 必备（混同）储备金额系指：（a）当贷款服务机构具备全部必备评级等级时，为零；（b）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时，在信托（混同）储备账户中储备的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需要转付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

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。

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。

2. 交易结构风险分析

（1）混同风险

本交易高频率的划转机制可有效缓释服务机构的混同风险。

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

此外，针对混同风险，本交易安排了以必备评级等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⁻级且中债资信评估有限责任公司以下简称（“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，回收款转付日为每个计算日后的 8 个工作日内任一工作日，且不晚于该计算日后的第一个支付日之前第 8 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。

一方面，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款转划机制，一般情况下回收款按月划转，划转频率较高；另一方面，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极高的信用等级能较为有

效地缓释混同风险。同时，本交易设置了信托（混同）储备账户，进一步缓释了混同风险。

（2）抵销风险

本交易将债务人行使抵销权的风险转化为广汽汇理的违约风险。

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息回收出现风险。

针对抵销风险，本交易合同约定，如果借款人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无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款并通知受托人；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、外贸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无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款。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，具有高信用等级。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。

（3）循环购买风险

严格的购买流程，以及严格的合格资产约定对缓释持续购买风险具有积极作用。

本交易设置了持续购买结构，在持续购买期内资产池回收款将用于持续购买新增基础资产，因此广汽汇理贷款业务的发展情况、审贷标准以及业务流程会影响到该项业务的资产质量，进而对本交易标的资产的信用质量产生影响。在持续购买期内，如果受托机构无法持续足额购买到合格的基础资产，闲置资金过多或沉淀时间过长，将减少基础资产产生的收益，降低对优先级证券本息的保障程度；本交易采取持续购买结构，在持续购买

日若发起机构不能提供足够的合格资产供信托购买会使得信托资金闲置时间过长，或持续购买的资产利率较低，均可能导致基础资产的收益水平下降。

针对循环购买风险，交易文件中约定，在持续购买期内，若触发（a）自最近一次完成持续购买对应的持续购买日起连续 1 个月未购买任何资产；（b）某一持续购买日日终，信托账户已收到但尚未用于持续购买或者分配的本金分账户内资金总额超过前一收款期间期末资产池未偿本金余额的 15%；（c）委托人未按照信托合同的约定履行不合格资产赎回义务，将触发提前摊还事件而终止持续购买。并且广汽汇理汽车贷款业务审贷严格、业务操作规范，且设有严格的入池贷款合格标准，有助于保障基础资产的信用质量。

本交易对持续购买设定了较为严格的购买流程，同时对无法购买到足额的合格资产进行了约定，相关安排对缓释持续购买风险具有积极作用。

（4）流动性风险

压力测试结果已反映流动性风险。

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，本交易入池资产加权平均利率低于证券预期发行利率，存在一定流动性风险。

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交叉互补机制缓释流动性风险。联合资信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，认为信托（流动性）储备账户、本金分账户和收入分账户的交叉互补机制的设置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。

（5）提前偿还和拖欠风险

压力测试结果已反映提前偿还和拖欠风险。

依据交易偿付结构，入池贷款的提前偿

还有助于证券本金的兑付，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。

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。

（6）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。

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。

3. 主要参与方履约能力

（1）发起机构/贷款服务机构

广汽汇理内控及风险管理体系较为健全；主营业务呈较快发展态势，主要品牌的业务渗透率和市场占有率持续提升；信贷资产质量向好，拨备充足。同时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。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。

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。2012 年和 2013 年，公司分别增资 5.00 亿元和 6.00 亿元，注册资本增至 16.00 亿元。广汽汇理于 2018 年第四季度分两轮共增资 14.00 亿元，由现有股东各出资 7.00 亿元，注册资本增至 30.00 亿元。股东及持股情况如表 2 所示：

表 2 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%

截至 2020 年末，广汽汇理的汽车抵押贷款业务已覆盖全国 302 个城市。

截至 2020 年末，广汽汇理资产总额 488.98 亿元，比年初增长 18.33 亿元；负债总额 424.65 亿元，比年初增长 14.08 亿元；不良贷款率 0.27%；资本充足率 15.69%，一级资本充足率 14.56%。2020 年，广汽汇理实现营业收入 21.38 亿元，净利润 8.25 亿元。

在风险管理方面，广汽汇理按照监管要求和相关信用风险管理制度建立了贷款管理体系和业务流程，制定了贷款分类政策、贷款准备金政策、贷款审批指引、贷后管理指引和贷款催收指引等制度，对贷前调查、贷款审批以及贷后管理等环节实行全流程规范化管理。广汽汇理制定了零售业务审批操作指南和库存融资业务审批管理细则，明确了客户信贷准入、退出的标准，针对发放贷款引发的信用风险，实现敞口限额管理制度。广汽汇理建立了较完善的信用风险管理体系和贷款审批、发放和贷后管理流程，信贷资产质量持续优化。

（2）资金保管机构

农业银行财务状况优良、风险控制能力强。联合资信认为，作为本次交易资金保管机构，农业银行拥有良好的运营能力，本交易因农业银行丧失履约能力而发生违约的风险极小。

本交易的资金保管机构为中国农业银行股份有限公司广州分行。中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行，2009 年 1 月，农业银行整体改制为股份有限公司；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（股票代码：601288.SH 和 01288.HK）。截至 2019 年末，农业银行股本总额 3499.83 亿元，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 40.03%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 35.29%。

截至 2020 年末，农业银行总资产 272050.47 亿元，其中发放贷款和垫款 145524.33 亿元；负债总额 249943.01 亿元，其中吸收存款 203729.01 亿元。2020 年，农业银行实现营业收入 6579.61 亿元，净利润 2164.00 亿元，经营活动现金流净额为 -609.36 亿元。截至 2020 年末，农业银行不良贷款率为 1.57%，拨备覆盖率为 360.64%，核心一级资本充足率 11.04%，一级资本充足率 12.92%，资本充足率 16.59%，均满足监管要求。

农业银行是国内首批获得证券投资基金托管业务资格的商业银行之一，十多年来，始终保持托管业务零差错的记录，获得了监管层和业内的一致好评。农业银行在业务实践中，积累了丰富的托管经验，形成一套完善的业务营销体系，利用自身丰富的客户资源和系统优势，在做好资产保管、资金清算和资产估值等基础服务的同时，为客户提供市场信息、收益代收、现金管理、代理投票、绩效评估、风险分析等多种增值服务。截至 2019 年末，农业银行托管资产规模 98838.59 亿元，

较上年末增长 7.2%。

农业银行针对客户资金托管业务面临的
操作风险、信誉风险、合规性风险以及系统风
险制定了明确的风险管理制度。业务经办行
应根据开办客户资金托管业务的实际需要落
实场地、设备及人员安排。在业务办理过程
中确立双人控制制度和人员备份制度；各类
操作流程必须具备可操作性。业务经办行须
在总行授权的范围内开展客户资金托管业务
，不得擅自越权办理；签署的托管协议中涉
及托管人义务和职责的各项条款要符合法律
法规的规定。

（3）受托机构/受托人

**外贸信托股东实力强、财务实力稳健、证
券化业务安排较为完整，本期交易因受托人
尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。**

本交易的受托机构/受托人是外贸信托。
外贸信托前身是中国对外经济贸易信托投资
有限公司，于 1987 年 9 月在北京成立，截至
2019 年末，注册资本 80.00 亿元人民币，股东
为中化资本有限公司和中化集团财务有限责
任公司，持股比例为 97.26%和 2.74%。

截至 2019 年末，外贸信托资产总额
184.13 亿元，所有者权益 177.17 亿元；2019
年全年实现营业收入 27.89 亿元，净利润 17.91
亿元。

外贸信托内部控制的主要政策导向为合
规经营、严控风险，在提升业务开拓能力、实
现经营战略目标的同时，不断提高业务风险
管控能力。结合全面风险管理、内部控制体系
建设工作，外贸信托已建立一套以战略管理、
业务管理、财务管理、信息系统、风险管理与
内部审计为核心的较为完善的包括规章制度
和操作规程在内的内部控制体系，形成职责
明确、分工合理、相互制衡的组织结构和内部
牵制机制。

外贸信托持续深化全面风险管理，建立
合规统筹管理机制，大风控管理体系初步建
立。外贸信托遵循全覆盖、相匹配与动态调整、

审慎性等风险管理基本原则，建立了比较健
全的风险管理治理架构，形成了较为明晰的
风险管理三道风险，设立事前审批、事中执行
和事后监督三道程序，为风险管理提供三道
防火墙。

资产证券化业务方面，外贸信托作为受
托人和受托人已成功发行了多单资产证券化
项目，具有丰富的证券化发行经验。

4. 法律及其他要素分析

**根据各机构相关意见，联合资信认为本
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，基础资产真实有效、权
属明确，基础资产转让行为合法、有效。并按
照各机构意见进行会计及税务处理。**

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、外贸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、外贸信托签署、交付和
履行前述交易文件不违反适用于广汽汇理、
外贸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、外贸信托合法
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、外贸信托主张相应权利，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、外贸信托就签署、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外贸信托后，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。广汽汇理依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，如果广汽汇理不是信托的唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，只是广汽汇理持有的次级资产支持证券和特别信托受益权将作为其清算财产；如果届时优先级资产支持证券的应付款项已全部足额清偿，广汽汇理作为次级资产支持证券持有人和特别信托受益人是信托的唯一受益人的，则信托终止，信托财产作为其清算财产。信托财产亦与属于受托机构所有的财产相区别，受托机构依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其清算财产。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。本交易约定因资产池中某笔抵押贷款未办理抵押变更登记，出现善意第三人对抵押车辆主张抵押权，而受托机构所持抵押权无法对抗善意第三人的资产将被认定为不合格资产，发起机构应按照约定赎回该等不合格资产。资产支持证券将会被合法有效地发行和销售，且资产支持证券持有人有权获得《信托合同》约定的权利、权益和利益。

联合资信收到的会计意见书表明：将信托财产委托给受托人设立信托后，广汽汇理仍然拥有对信托相关活动的主导权力，通过参与信托的相关活动而享有可变回报，且有能力运用对信托相关活动的权力对其可变回报金额产生重大影响。广汽汇理对信托具有控制，应该将信托纳入合并范围；广汽汇理作为发起机构和委托人仍保留了金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬，不应当终止确认该金融资产。

联合资信收到的税务意见书表明：企业所得税方面，广汽汇理将抵押贷款作为基础资产信托予特殊目的信托，并收取资产支持证券认购款项的行为，应将取得的认购收益一次性并入当年应纳税所得额计算缴纳企业所得税，同时，相应的信托财产历史计税基础可在计算应纳税所得额时予以扣除；在持续购买期间，若广汽汇理对于将新增基础资产注入特殊目的信托的会计处理与设立信托时一致，则企业所得税处理与设立信托时一致。若广汽汇理的会计处理与设立信托时不一致，则应结合实际会计处理方式进一步考虑企业所得税处理方式；若特殊目的信托在收到广汽汇理转付的利息后，于当年向投资者分配的，则无需缴纳企业所得税。增值税方面，转让个人汽车抵押贷款应比照营业税下处理，不缴纳增值税；受托机构发行资产支持证券不属于增值税应税范围，故应无需缴纳增值税，受托机构对于特殊目的信托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；优先级支持证券持有人取得的收益属于保本收益，应就取得的收益按 6% 缴纳增值税，次级资产支持证券持有人取得的收益属于保本收益需要缴纳增值税的可能性较小。印花税方面，广汽汇理和外贸信托签署的信托合同应无需缴纳印花税。

三、基础资产分析

联合资信对本交易入池资产信用风险的评估主要基于委托人个人汽车抵押贷款业务模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池的个人汽车抵押贷款的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池汽车贷款的违约率和回收率与贷款本身的诸多特征密切相关，主要包括入池贷款资产质量、借款人信用质量、抵押物价值等。

1. 资产池分析

本交易入池资产的借款人全部为中国公民或永久居民，且在初始起算日时至少为年满18周岁的自然人。本交易涉及111938笔个人汽车抵押贷款，截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为600000.00万元。

截至初始起算日资产池概要统计如表3所示：

表3 资产池概况

贷款户数（户）	111927
贷款笔数（笔）	111938
合同金额（万元）	855852.17
未偿本金余额（万元）	600000.00
单笔最大合同金额（万元）	40.00
单笔平均合同金额（万元）	7.65
单笔最大未偿本金余额（万元）	25.84
单笔平均未偿本金余额（万元）	5.36
加权平均贷款执行利率（%）	3.38
加权平均合同期限（月）	30.83
加权平均账龄（月）	7.71
加权平均剩余期限（月）	23.12
最短剩余期限（月）	1.00
最长剩余期限（月）	58.00
加权平均首付比例（%）	42.42
借款人加权平均年龄（岁）	35.73

注：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，下同；资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（1）入池贷款未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产单笔汽车贷款平均未偿本金余额为5.36万元，单笔最大未偿本金余额为25.84万元，占初始资产池全部未偿

本金余额的0.0043%，资产池分散度较高，资产池的未偿本金余额分布如表4所示。

表4 入池贷款未偿本金余额分布（单位：万元、笔、%）

金额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0, 5]	56802	202942.88	33.82
(5, 10]	48645	316752.66	52.79
(10, 15]	5816	68551.46	11.43
(15, 20]	608	10305.14	1.72
20 以上	67	1447.86	0.24
合计	111938	600000.00	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0, 5]表示大于0但小于等于5，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

（2）入池贷款抵押物类型

本交易入池贷款所购车辆全部为新车，并且于初始起算日抵押车辆均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。

（3）入池贷款首付比例分布

截至初始起算日，本交易入池贷款加权平均首付比例为42.42%，首付比例主要集中在30%至50%的区间内。本交易入池贷款的首付比例分布见表5。

表5 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
(0, 30]	13842	91382.48	15.23
(30, 40]	29667	176750.84	29.46
(40, 50]	36623	184635.40	30.77
(50, 60]	16627	80984.35	13.50
(60, 70]	12178	55589.13	9.26
(70, 80]	2905	10420.37	1.74
(80, 90]	94	234.10	0.04
(90, 100]	2	3.34	0.00
合计	111938	600000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

在其他条件相同的情况下，一般来说，汽车贷款的首付比例越高，借款人违约的意愿越低。

(4) 入池贷款利率类型

本交易入池贷款中的合同利率全部为固定利率。

(5) 入池贷款利率分布

本交易入池贷款加权平均利率为3.38%，最高利率为16.99%，最低利率为0%⁷，利率为0%有75384笔，未偿本金余额占57.23%，利率分布如表6所示。

表 6 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	75384	343367.04	57.23
(0,5]	7534	44192.00	7.37
(5,10]	22652	174738.61	29.12
(10,15]	5604	34320.48	5.72
(15,20)	764	3381.87	0.56
合计	111938	600000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(6) 入池贷款账龄分布

截至初始起算日，本交易入池贷款加权平均账龄为 7.71 个月，入池贷款的账龄分布见表 7。

表 7 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]	80801	483114.50	80.52
(12,24]	27728	107492.45	17.92
(24,36]	3315	9039.74	1.51
(36,48]	84	330.98	0.06
48 以上	10	22.33	0.00
合计	111938	600000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(7) 入池贷款剩余期限分布

截至初始起算日，本交易入池贷款的加权平均剩余期限为 23.12 个月，最长剩余期限为 58.00 个月，最短剩余期限为 1.00 个月，入池贷款的剩余期限分布如表 8 所示。

表 8 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]	25994	79398.61	13.23
(12,24]	59228	310270.06	51.71
(24,36]	23546	178928.07	29.82
(36,48]	1259	12009.34	2.00
(48,60]	1911	19393.92	3.23
合计	111938	600000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(8) 入池贷款还款方式

本交易入池贷款的还款方式分为等额本息及智慧还款，还款方式分布如表 9 所示。

表 9 入池贷款还款方式分布（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	111640	598251.93	99.71
智慧还款	298	1748.07	0.29
合计	111938	600000.00	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(9) 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35.73岁，未偿本金占比最大的年龄段集中在20岁到50岁之间，基本处于个人职业发展的上升或稳定阶段。借款人年龄分布如表10所示。

表 10 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]	1146	6237.19	1.04
(20,30]	36635	192728.85	32.12
(30,40]	41830	226869.30	37.81
(40,50]	23546	127384.49	21.23
(50,60]	8140	43542.22	7.26
(60,70]	641	3237.94	0.54
合计	111938	600000.00	100.00

注：[,]为左闭右开区间，例如[18, 20]表示大于等于 18 但小于等于 20，下同

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

(10) 借款人地区分布

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

⁷ 此处存在入池贷款利率为 0%主要系主机厂经销商部分所承担的利息不入池所致

入池贷款分布在全国众多的城市，地区分布较为分散。截至初始起算日，入池贷款中占比前十大地区分布如表11所示。

表 11 入池贷款未偿本金余额占比前十大地区分布
(单位：笔、万元、%)

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
广东	18813	98203.69	16.37
河南	8237	44432.35	7.41
山东	8427	44314.93	7.39
江苏	7417	37496.18	6.25
湖南	6371	33524.30	5.59
湖北	5379	27750.10	4.63
四川	4816	26459.78	4.41
浙江	5468	26274.59	4.38
河北	4953	24813.11	4.14
福建	3715	19866.16	3.31
合计	73596	383135.20	63.86

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

其中广东地区的借款人未偿本金余额占比最大，达到 16.37%。广东省经济发展良好，2020 年广东实现地区生产总值（初步核算数）110760.94 亿元，比上年增长 2.3%。其中，第一产业增加值 4769.99 亿元，增长 3.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 6.4%；第二产业增加值 43450.17 亿元，增长 1.8%，对地区生产总值

增长的贡献率为 33.7%；第三产业增加值 62540.78 亿元，增长 2.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 59.9%。三次产业结构比重为 4.3:39.2:56.5，第三产业所占比重比上年提高 0.7 个百分点。新经济增加值 27862.23 亿元，增长 3.0%，占地区生产总值的 25.2%。2020 年全年，广东省全部工业增加值比上年增长 1.3%，规模以上工业增加值增长 1.5%；规模以上服务业企业实现营业收入 34023.46 亿元，比上年增长 1.5%。2020 年，广东省地方一般公共预算收入 12921.97 亿元，比上年增长 2.1%；广东省居民人均可支配收入 41029 元，比上年增长 5.2%。总体来看，广东省经济运行总体平稳，主要经济及财政指标稳中向好，整体经济发展稳健。

2. 宏观经济及环境政策

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信对入池资产建模时考虑了宏观经济及外部环境波动的影响，对使用的参数进行了相应的调整。

四、定量分析

1. 现金流分析

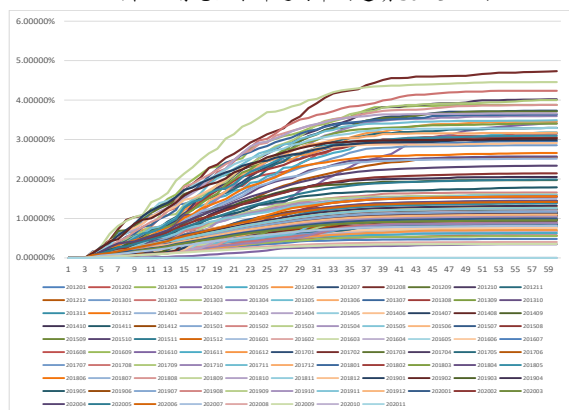
本交易的基础资产为发起机构广汽汇理持有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据广汽汇理的个人汽车抵押贷款业务的历史表现，计算出累计违约率⁸、回收率、收益率和月还款率四个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

广汽汇理提供了 2012 年 1 月至 2020 年 12 月间发放的个人汽车抵押贷款回款数据，共计 108 个静态池。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累计违约率进行分析，得出各月发放的贷款的累计违约表现如下图所示：

⁸ 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

图2 静态池累计违约率（逾期30天以上）



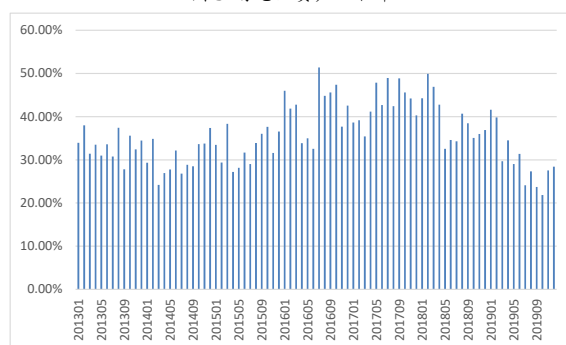
注：“201201”指在2012年1月1日至2012年1月31日期间发放的贷款，以此类推。

资料来源：发起机构提供

累计违约率是判断基础资产表现的指标，通过对静态池数据分析计算得出，用于模拟在本交易成立后因违约而导致的资产池本金的减少。联合资信根据历史数据整理出各有效静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有有效静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到静态池60个月的预期累计违约率为1.64%。

回收率方面，联合资信根据所提供的实际回收数据计算出每个静态池资产逾期30天及以上的回收率。广汽汇理提供了2012年1月至2020年12月发放贷款的静态池历史数据，再去除少数因贷款存续时间太短或贷款发放数量过少而未能体现回收能力的静态池样本之后，联合资信选择自2013年1月至2019年12月各静态池回收率的平均值作为各月发放贷款的资产回收率。并计算出平均回收率为35.78%，各静态池如下图所示。

图3 静态池资产回收率



资料来源：发起机构提供

收益率，是分析资产盈利能力的指标，根据静态池现金流的实际表现情况计算，用于模拟信托成立后随同本金流入的利息金额。联合资信根据本交易关于持续购买合格标准的设置，得出基准年化收益率为3.10%。

月还款率，是度量基础资产还款进度的指标，根据静态池中每月本金还款的比率平均得出。在本交易中，根据历史静态数据计算得到基准月还款率为9.60%。

购买率，在循环购买项目中，用于衡量循环购买效率，根据动态池中每月新增符合入池标准的标的资产与上月到账本息的比率计算。由于广汽汇理业务较为稳定，因此，对购买率指标，根据该资产的历史动态数据表现，设定基准购买率为100.00%。

表12 基准参数表

参数名称	参数基准值
累计违约率	1.64%
回收率	35.78%
收益率	3.10%
月还款率	9.60%
购买率	100.00%

2. 现金流压力测试

（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证券是否能足额兑付。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对累计违约率、回收率、收益率和月还款率四个量化指标按照优先 A 级证券的目标评级为 AAA_{sf} 的压力倍数进行加压考量。其中，针对累计违约率、收益率设置过渡时间，即从信托成立到指定月份逐步达到最终压力参数，回收率与购买率不设置过渡时间，直接达到最终压力参数，目标评级 AAA_{sf} 的过渡时间设置为 4 个月。考虑到本交易入池资产加权平均利率低于证券预期发行利

率，提前偿还有助于优先级证券本金和利息的兑付。因此，针对本交易，联合资信不再对月还款率进行额外加压设置。广汽汇理已建立适合当前发展阶段的治理架构和内部控制体系，根据广汽汇理提供的历史数据进行分析，各期个人汽车贷款业务的发放规模存在一定的波动；逾期、回收情况随着业务不断的成熟逐步改善。因此，联合资信确定压力调整系数取值为 1.00。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 13 压力测试的违约率/回收率加压结果

参数名称	收益率	累计违约率	月还款率	回收率	购买率
目标评级	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}
基准参数（%）	3.10	1.64	9.60	35.78	100.00
加压过渡时间（月）	4	4	0	0	0
目标级别折损率/乘数加压标准（倍）	0.45	5.50	1.00	0.45	0.45
压力调整系数	1.00				
最终压力参数（%）	1.71	9.02	9.60	19.68	55.00

现金流流出端压力因子设置

在现金流流出端，联合资信主要针对各项支出进行加压，得到最大压力情景。优先级证券预期利率：优先 A1 级和优先 A2 级证券的预期利率分别为 3.30% 和 3.50%，加压 50 个 bps 后，得到压力情形下优先 A1 级证券预期利率为 3.80%，优先 A2 级证券预期利率为 4.00%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 14 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先 A1 级证券预期利率	3.80% (3.30%+50bps)
优先 A2 级证券预期利率	4.00% (3.50%+50bps)

税率	3.26%
参与机构报酬合计	0.43%/年
预计信托设立日	2021/5/25

总体看，联合资信根据优先级证券所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了各种压力因子，通过判断优先级证券的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

(2) 压力测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，得到优先 A 级证券目标评级 AAA_{sf} 情境下的压力测试结果，具体如下表所示。

表 15 AAA_{sf} 压力情景下证券压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	14674.88	税费	9547.98	9547.98
		优先 A1 级利息	6308.42	6308.42
		优先 A2 级利息	14242.31	14242.31
		持续购买支出	--	264545.77
回收款本金	830031.16	优先 A1 级本金	210000.00	210000.00
		优先 A2 级本金	279000.00	279000.00
		次级本金	111000.00	61061.56
流入合计	844706.04	流出合计	630098.71	844706.04

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先 A1 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 297445.78 万元可用于兑付优先 A2 级和次级证券的本息，对优先 A1 级证券本金形成 141.64% 的安全距离⁹；优先 A2 级证券可偿还完所有本息，同时交易账户中尚余 61061.56 万元可用于兑付次级证券的本息，对优先 A2 级

证券本金形成 12.49% 的安全距离¹⁰。因此，优先 A 级证券可以通过 AAA_{sf} 级别压力测试，

综合考虑上述因素，联合资信最终确定“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”项下优先 A1 级证券的信用等级能够达到 AAA_{sf}；优先 A2 级证券的信用等级能够达到 AAA_{sf}。

五、评级结论

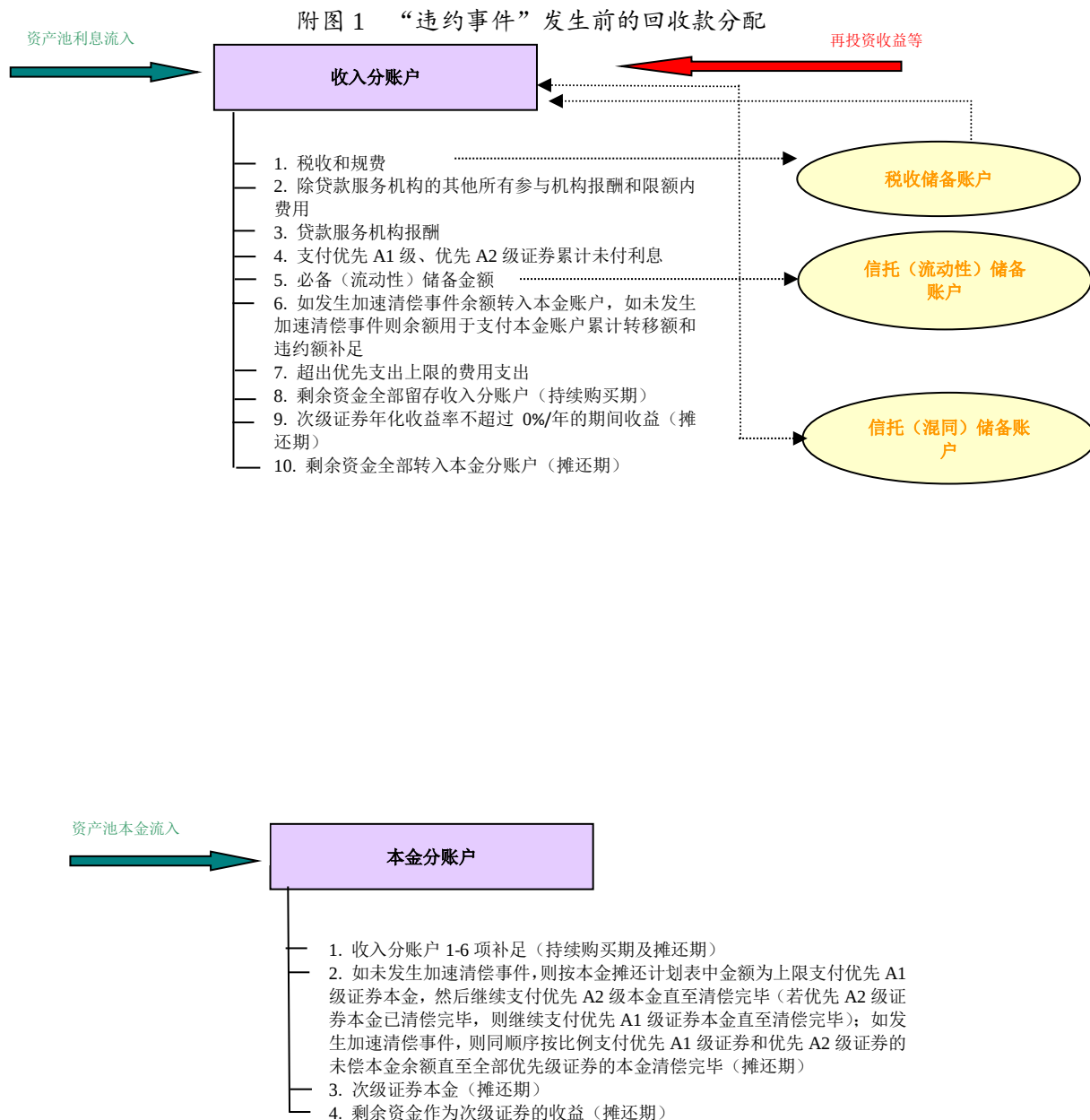
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证

券”项下优先 A1 级和优先 A2 资产支持证券的信用等级均为 AAA_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

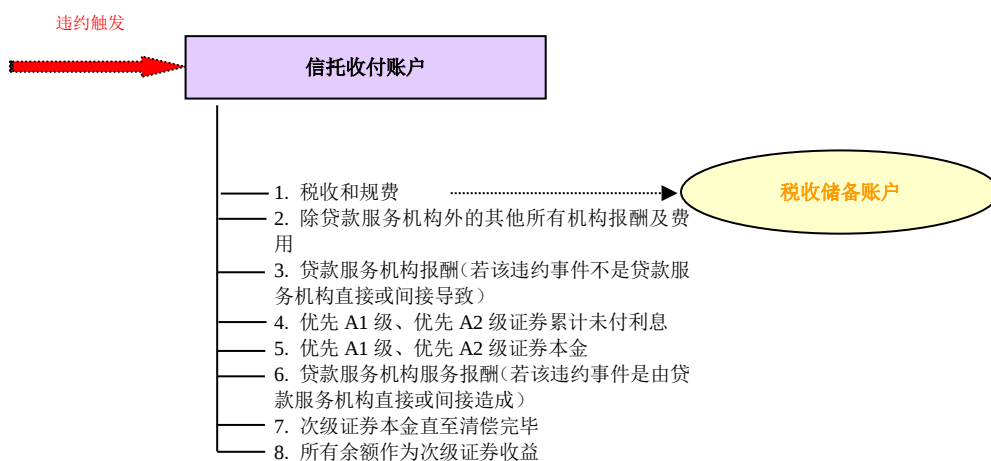
⁹ 优先 A1 级证券的安全距离=优先 A1 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A1 级证券发行规模

¹⁰ 优先 A2 级证券的安全距离=优先 A2 级证券本息支付完毕后剩余的现金/优先 A2 级证券发行规模

附图 现金流支付机制



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含义

联合资信资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

附件 2 优先 A1 级资产支持证券计划还款方式

在信托期限内，在优先 A2 级资产支持证券的本金偿付完毕之前且在发生违约事件之前，优先 A1 级资产支持证券在相应的支付日按下表摊还本金，优先 A1 级资产支持证券的本金摊还计划表如下所示：

支付日 ¹¹	当期应摊还本金金额（万元）
2021 年 12 月 26 日	37000.00
2022 年 1 月 26 日	36000.00
2022 年 2 月 26 日	36000.00
2022 年 3 月 26 日	35000.00
2022 年 4 月 26 日	34000.00
2022 年 5 月 26 日	32000.00

¹¹ 支付日：系指每个公历月的第 26 日（第一个支付日应为 2021 年 6 月 26 日），但如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日

联合资信评估股份有限公司关于 汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范,联合资信将在“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”优先级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/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 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。联合资信将在“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级有效期内,于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化,或发生可能对“汇聚通 2021 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,广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”相关信息,如发现“汇聚通 2021 年第一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“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级产生较大影响事项时,联合资信将就该项进行必要调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易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“汇聚通 2021 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”信用等级变化情况做出判断,联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广汽汇理汽车金融有限公司/中国对外经济贸易信托有限公司联系,并及时出具跟踪评级报告和结果。