

结构融资评级报告:

先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期资产支持票据（债券通）

2026 年 4 月 30 日

预期信用等级:

优先级票据

AAA_{spc(sf)}

分析师:

施蓓蓓, CFA: 010-6516 6084; beibei.shi@spgchinaratings.cn

朱偲玥: 010-6516 6092; april.zhu@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要

一、宏观经济与行业环境	1
二、交易概况	1
三、基础资产信用质量	3
四、现金流和交易结构	11
五、运营和管理风险	13
六、交易对手风险	14
七、法律和监管风险	15
八、评级结论	15
附录 1: 资产支持票据信用等级符号及定义	16
附录 2: 跟踪评级安排	17
附录 3: 基础资产合格标准	18
附录 4: 基础资产统计信息	19

本售前评级报告是根据截至 2026 年 4 月 30 日的资料及分析准备。本售前评级报告仅供应相关法律法规要求向监管机构报备使用。本报告里的信用等级为预期信用等级,并非最终信用等级,不可也不应被视为或被不实地表述为最终信用等级。标普信用评级(中国)有限公司授予的最终信用等级可能会因为我们后续获得的信息而与预期信用等级有所差异。本报告不构成购买、持有、或出售证券的建议。

本报告中的预期信用等级结果将在我们做出进一步更新前持续有效。标普信用评级(中国)有限公司的评级(以“spc”后缀标识)是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。我们所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等,或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

报告摘要

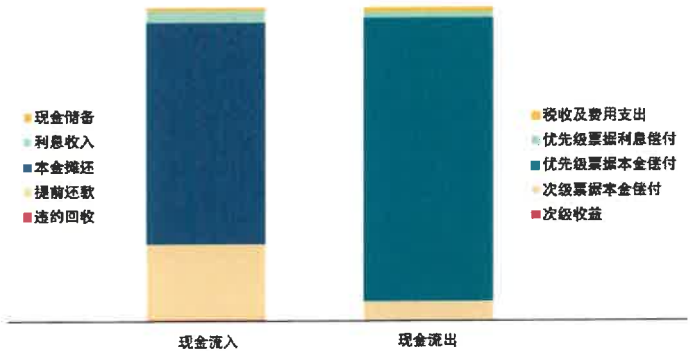
结构	预期信用等级	金额 (万元)	占比 (%)	利率类型	预期到期日	还本方式	增信缓冲 (%)
优先级	AAA _{spc(sf)}	255,000.00	85.00	固定利率	2029/4/26	过手摊还	>2
次级	未予评级	45,000.00	15.00	-	2029/4/26	-	-
票据 (资产) 合计	-	300,000.00	100.00	-	-	-	-

基础资产信用质量分析：标普信评综合考虑了发起机构的运营模式、风险管理能力和历史经验，静态池和动态池的历史数据表现，以及资产池信用特征等因素，并应用前瞻性分析方法对预期基准假设加以优化调整。我们认为本期项目的基准违约率为 1.50%，基准回收率为 10.00%；然后考虑交易结构的特殊性对基准违约率采用在 AAA_{spc(sf)} 评级压力情景下的特定压力倍数，得出最终违约率为 8.25%，对基准回收率采用 50% 的折扣调整，得出最终回收率为 5.00%。

信用分析假设

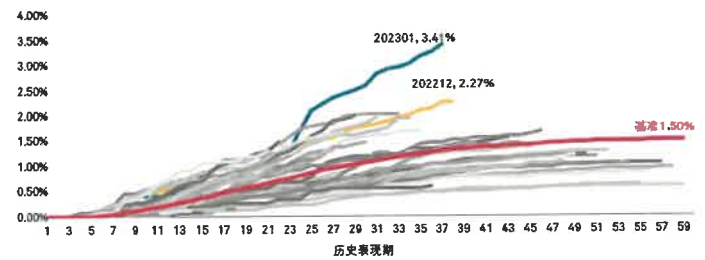
基准违约率 (%)	1.50
基准回收率 (%)	10.00
评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
压力倍数 (倍)	5.50
回收折扣 (%)	50.00
违约率 (%)	8.25
回收率 (%)	5.00

现金流分析及压力测试：下图展示了标普信评根据当前的票据级别与交易结构，在违约分布、早偿率、费用假设、触发机制及偿付结构等所组成的最严格压力情景下，本期交易生命周期内全部现金流入的组成和现金流出的分布情况。我们预计本期优先级票据可以在目标评级所对应的压力下按时还本付息。



发起机构/资产服务机构概况：先锋租赁于 2009 年成立，后于 2016 年被宝马集团收购，股东为宝马荷兰控股有限公司和华晨宝马汽车有限公司，其实际控制人为宝马集团。截至 2026 年 3 月末，先锋租赁未经审计的总资产规模 202.63 亿元人民币，其中应收融资租赁款净值为 190.44 亿元。

静态池 91-120 天逾期率：标普信评根据静态池数据测算，先锋租赁近五年来的静态池加权平均 91-120 天累计逾期率在 1.0% 以下。下图为先锋租赁静态池逾期 91-120 天数据，红线为我们对本期项目基准违约率分布曲线的假设。



早偿率：标普信评根据动态池数据测算，近五年，先锋租赁的早偿率基本处在 3%-14% 的区间。

关键交易信息：

发债主体	先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期资产支持票据（债券通）信托
发债主体主要财务数据	N/A
发行目的	补充营运资金，业务开展资金投放以及偿还存量债务
基础资产	租赁债权及其附属担保权益
发起机构/资产服务机构	先锋租赁
受托机构/特定目的载体	外贸信托
管理机构	建设银行辽宁分行
资金保管机构	N/A
债项信用增信主体	N/A
初始起算日	2026 年 1 月 31 日 24:00
预计信托成立日	2026 年 5 月 28 日
法定到期日	2033 年 1 月 26 日
特殊交易安排	现金储备（发起机构提供初始金额）

项目比较：

	德宝天元 ABN2026-1	德宝天元 ABN2025-1	弗迪 ABN2025-3	一汽租赁 ABN2024-2	智慧 ABN2023-2	
发起机构	先锋租赁	先锋租赁	弗迪租赁	一汽租赁	智慧租赁	
信托成立日	2026/5/28 (预计)	2025/10/16	2025/12/25	2024/9/24	2023/8/11	
资产笔数 (笔)	22,433	21,012	122,367	24,397	16,091	
未偿本金余额 (亿元)	30.00	30.00	76.76	19.30	12.52	
单笔资产平均未偿本金余额 (万元)	13.37	14.28	6.27	7.91	7.78	
加权平均账龄 (月)	18.45	16.59	3.49	5.48	1.79	
加权平均剩余期限 (月)	31.22	35.26	24.55	30.27	35.87	
加权平均合同年利率 (%)	3.35	4.51	0.81	2.83	3.14	
加权平均初始抵押率 (%)	91.76	87.11	64.71	78.32	72.06	
持续购买 (Y/N)	Y	Y	N	N	N	
分层	优先级	85.00	88.00	87.55	87.68	91.87
概况	次级	15.00	12.00	8.73	9.74	8.13
(%)	超额担保	-	-	3.72	2.57	-

信用等级概况

项目名称	报告类型	评级类型	评定日期
先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期资产支持票据（债券通）	售前报告	预期信用等级	2026 年 4 月 30 日

评级观点

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定“先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期资产支持票据（债券通）信托”项下优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）的预期信用等级为 AAA_{SPC(SF)}。

标普信评给予的上述信用等级主要反映了如下因素：

- ⇒ **基础资产信用质量：**标普信评综合考虑发起机构的运营模式、风险管理能力和历史经验，静态池和动态池的历史数据表现，以及资产池信用特征等因素，同时应用前瞻性分析方法对预期基准假设加以优化调整。我们认为本期交易的基准违约率为 1.50%，基准回收率为 10.00%；资产池在 AAA_{SPC(SF)} 级别压力情景下的违约率为 8.25%，回收率为 5.00%。
- ⇒ **现金流和交易结构：**通过现金流分析和压力测试，标普信评预计本期交易在当前票据级别、交易结构及相关假设下，优先级票据仍能够按时足额偿付本息。我们对本期交易分析和加压的参数包括违约率、违约时间分布、损失率、回收率、回收时间、早偿率、各项支出及偿付顺序等。标普信评增信缓冲最终测算结果大于 2%。
- ⇒ **运营和管理风险：**本期交易的资产服务机构先锋国际融资租赁有限公司（以下简称“先锋租赁”）通常采取直接借记卡扣款的方式进行还款回收，一定程度上能够减轻运营风险。虽然本期交易中并未指定后备资产服务机构，但我们认为本期交易参与方具备履行其相应职责的能力。
- ⇒ **交易对手风险：**标普信评在评估交易对手风险时考虑了资金保管机构风险、偿付中断风险、混同风险和抵销风险等因素。我们认为目前的交易安排能够缓释相关交易对手风险。
- ⇒ **法律和监管风险：**我们认为本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求。本期交易存在债权转让未通知承租人、租赁物件未办理所有权转移登记及部分资产免抵押登记等所涉及的法律风险。我们认为现有的交易安排可在一定程度上有效缓释上述风险。

主要优势与风险关注

优势
<ul style="list-style-type: none"> 资产池整体情况较好。截至初始起算日，本期交易入池资产均为宝马/MINI品牌的新车，加权平均账龄为18.45个月，加权平均合同年利率为3.35%。
<ul style="list-style-type: none"> 入池资产集中度风险较低且信用特征良好。截至初始起算日，入池资产达22,433笔，单笔资产平均未偿本金余额约为13.37万元，前十大承租人占比约0.21%，入池资产地区遍布于30个省、自治区和直辖市。
<ul style="list-style-type: none"> 次级票据为优先级票据提供了15.00%的信用增级，为优先级票据兑付提供了较好的支持。经过标普信评测算，目前本期交易具备一定的增信缓冲。
<ul style="list-style-type: none"> 本期交易中发起机构提供初始现金储备（必备现金储备），为优先级票据利息支付提供了流动性支持。

关注
<ul style="list-style-type: none"> 本期交易采用持续购买机制且循环期相对较长（12个月）。基于目前的合格标准及触发条件设置，在持续购买期间买入新增资产可能导致资产池的构成和特征发生变化，给资产池信用表现及现金流带来不确定性。
<ul style="list-style-type: none"> 本期交易资产池的加权平均剩余期限为31.22个月，风险暴露时间较长，且资产池的加权平均初始抵押率较高，为91.76%。
<ul style="list-style-type: none"> 本期交易存在一定资金保管机构风险、偿付中断风险、混同风险和抵销风险。
<ul style="list-style-type: none"> 本期交易存在债权转让未通知承租人、租赁物件未办理所有权转移登记及部分资产免抵押登记（占比约13.33%）等所涉及的法律风险。

相关方法论、模型与研究

评级方法：

- ⇒ [标普信用评级（中国）— 结构融资评级方法论](#)
- ⇒ [标普信用评级（中国）个人消费贷款资产支持证券分析方法](#)

相关评论与研究：

- ⇒ [中国个人汽车抵押贷款资产支持证券市场多维度观察 2026 版](#)

模型：

- ⇒ [标普信用评级（中国）结构融资现金流模型](#)

先锋国际融资租赁有限公司（发起机构/资产服务机构）相关信息

主要观点：

先锋国际融资租赁有限公司（以下简称“先锋国际租赁”或“公司”）由中国汽车租赁有限公司注册成立于 2009 年 9 月，后于 2016 年 1 月被宝马集团收购，主要业务为向客户提供 BMW 和 MINI 品牌汽车的融资租赁服务，与集团协同较强。

先锋国际租赁零售业务基本覆盖全国，但目前业务规模小。

先锋国际租赁 2024 年债务增速较快，但考虑到股东的持续资金支持，其杠杆率将维持在合理水平。

由于信用成本上升，先锋国际租赁的盈利性明显弱化。

先锋国际租赁资产质量较好，拨备对不良租赁资产覆盖充分，但在当前的经济环境下租赁资产质量仍面临一定下行压力。

先锋国际租赁能够获得来自集团的资金支持，同时通过银行借款与发行债券的方式筹集资金，融资渠道较为丰富，流动性很充足。

BMW Holding B.V.持有公司的直接及间接股权比例合计 89.50%，公司最终控制方为 BMW AG。先锋国际租赁在业务、资金和风控上能够得到集团支持，与集团关系密切，但其对集团的利润贡献很小。综合考虑，我们认为 BMW AG 给予先锋国际租赁的外部支持高。

优势

- 与集团有很强的业务协同，在危机情形下获得集团的外部支持高，且集团的支持能力极强。
- 公司融资来源很稳定，得到集团的日常流动性支持，流动性很好。

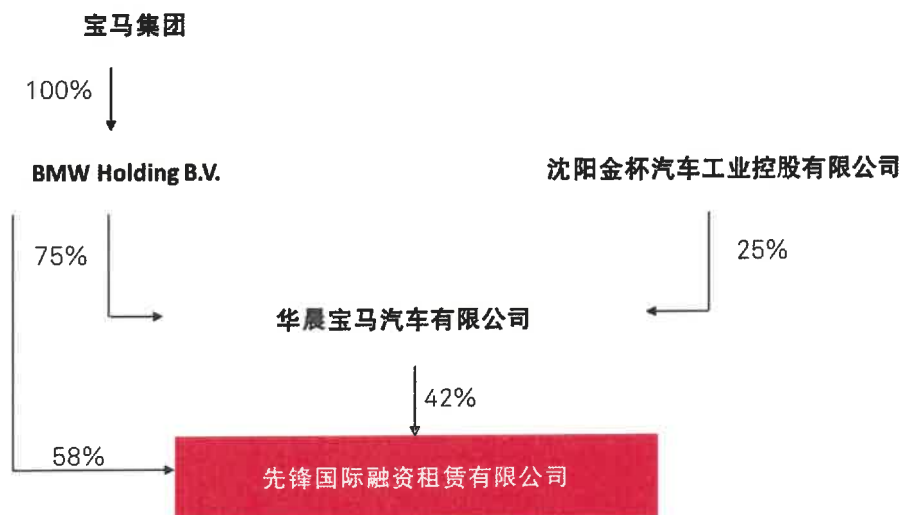
关注

- 融资租赁公司并非银行业金融机构，无法在银行间市场进行同业拆借，所受到的金融监管弱于汽车金融公司和金融租赁公司。
- 业务规模较小，且业务发展明显受到宝马汽车销量的影响。

展望：

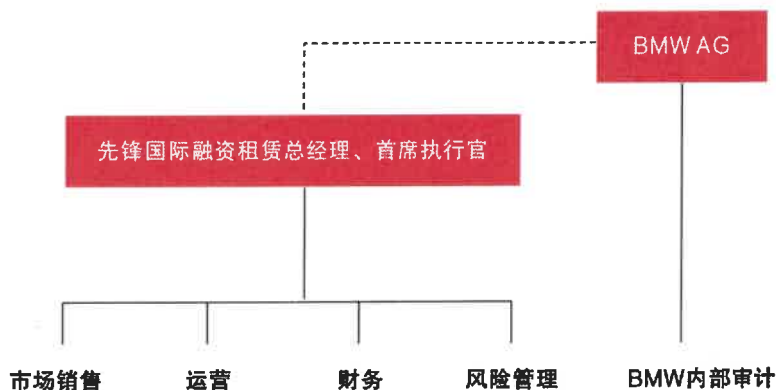
先锋国际租赁信用质量展望为稳定。我们认为，在未来一至两年内，先锋国际租赁业务竞争力和财务实力维持稳定；同时，集团对先锋国际租赁的外部支持保持不变。

（一）股权结构图



资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

(二) 组织结构图



资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

(三) 相关财务数据

先锋国际租赁关键财务数据					
	2022	2023	2024	2025	2026.03 (未经审计)
业务状况 (亿元人民币, %)					
总资产	171.06	166.98	195.84	189.03	202.63
应收融资租赁款净值	163.94	157.93	181.51	178.04	190.44
营业收入	13.22	11.41	10.96	10.27	2.52
净利润	4.13	2.83	0.07	-1.09	-0.19
资本与盈利性					
披露口径监管杠杆倍数 (X)	5.88	6.01	7.76	7.58	7.72
总债务/净资产 (X)	4.72	4.72	6.36	6.14	6.30
平均总资产回报率 (%)	2.35	1.67	0.04	-0.57	不适用
平均净资产回报率 (%)	15.47	10.04	0.26	-4.44	不适用
风险状况 (%)					
应收融资租赁款不良率	0.32	0.46	0.70	0.75	0.64
应收融资租赁款减值准备/应收融资租赁款	1.40	1.83	2.32	2.79	2.62
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款	438.24	400.46	328.71	387.12	422.68
融资与流动性					
短期债务/总债务 (%)	51.98	65.68	33.57	55.28	43.80

资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

(四) 相关财务指标计算公式

财务指标	计算公式
披露口径监管杠杆倍数	= 风险资产/净资产
平均总资产回报率	= 净利润/[(期初总资产+期末总资产) /2]
平均净资产回报率	= 净利润/[(期初净资产+期末净资产) /2]
应收融资租赁款不良率	= 不良应收融资租赁 / (应收融资租赁款总额-未实现融资收益)
总债务	= 同业及其他金融机构存放款项+拆入资金+卖出回购金融资产+短期借款+长期借款+应付债券+其他付息负债
短期债务	总债务中一年以内到期部分

资料来源：标普信评调整及整理。

声明

一、除因本次评级事项标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）与评级对象构成委托关系外，标普信评、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、标普信评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。

三、本信用评级报告的评级结论是标普信评依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。标普信评认为评级结果客观公正并充分反映标普信评的观点。在评级对象和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，标普信评在最大限度范围内确认评级报告内容无虚假、误导性陈述或重大遗漏。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。本信用评级报告不构成购买、持有、或出售证券的建议。

五、本次信用评级结果的有效期限自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评证券的存续期。证券存续期内，标普信评将按照其跟踪评级安排，定期及不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定采取适当的评级行动，并按监管要求及时对外公布。

六、标普信评的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。我们所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

项目负责人

施蓓蓓

北京

beibei.shi@spgchinaratings.cn

项目组成员

朱偲玥

北京

april.zhu@spgchinaratings.cn

一、宏观经济与行业环境

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们预计，国内新能源供给端的产品更新及促消费政策的正向作用将中和需求前置的负面影响，叠加国内新能源产业链在全球视野下技术、规模等方面的优势，2026 年乘用车国内零售销量将与 2025 年持平，出口将实现 5%-10% 的增长。乘用车市场激烈竞争仍将延续，行业内产能出清是缓解竞争、修复企业利润水平的主要路径。短期内，产能的出清将反映在工厂关停、产线更新等落后产能的淘汰。长期来看，难以形成竞争优势的车企将退出舞台。受国内市场激烈竞争短期内难以缓解的影响，车企利润率和现金流继续承压，市场格局正经历洗牌，信用质量分化明显。

我们预计，2026 年融资租赁公司的信用展望稳定，但存在恶化压力。在地方政府隐性债务新增受限、银行业金融机构竞争激烈的背景下，融资租赁公司的业务增速将放缓，但融资租赁业务将进一步回归“融资+融物”本源，业务结构将得到一定优化。以服务集团为主的公司的资产质量将保持稳定，而市场化业务居多的公司的资产质量继续承压。对于整车制造企业下属的融资租赁公司，其资产增速主要由集团汽车销售情况决定，汽车租赁资产的逾期率可能上升，从而提高信用成本，影响盈利。因此集团的信用质量仍然是融资租赁子公司信用质量的决定性因素。

个人汽车融资租赁是汽车金融服务的重要组成部分，满足了客户对于丰富的产品类型、首付比例及灵活的还款方式的需求。但由于不同租赁公司商业模式、经营策略及目标客户的差异，相较于个人汽车金融贷款市场，个人汽车融资租赁行业信用表现的分化及波动更为显著。我们认为，随着共享出行与灵活用车的消费观念转变，汽车融资租赁业务的优势进一步凸显；同时，资产证券化市场已成为汽车融资租赁公司的重要融资渠道之一，我们预计，2026 年个人汽车融资租赁资产支持票据产品（以下简称“汽车融资租赁 ABN”）的发行有望延续增长态势，新能源相关产品有望成为主要增长点；但仍需关注更多的产品创新和业务渠道下沉对汽车融资租赁 ABN 的资产构成和信用表现的影响。

二、交易概况

本期汽车融资租赁 ABN 系先锋租赁自 2019 年起发行的第 8 单 ABN 产品。先锋租赁作为发起机构和委托人，与受托人中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”）签订信托合同，委托后者设立名为“先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期资产支持票据（债券通）”的特定目的信托（SPT）以发行本期资产支持票据（以下简称“德宝天元 ABN2026-1”）。本期资产支持票据所募集的资金将用于补充营运资金，业务开展资金投放以及偿还存量债务。

图表 1 中的“增信缓冲”表示在标普信评相应信用等级最严格的压力情景假设下，若优先级票据能被按时还本付息，并且之后资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流，我们则认为这部分资产能为优先级票据提供额外保护，即为“增信缓冲”。增信缓冲不代表本期交易的临界信用增级。

整体而言，我们认为中国个人汽车融资租赁 ABN 的整体信用表现在 2026 年将保持稳定，不同产品信用表现的分化和波动将更为显著。

根据标普信评的测算，德宝天元 ABN 2026-1 的增信缓冲结果大于 2%。

图表 1 交易信息

结构	预期信用等级	金额 (万元)	占比 (%)	利率类型	预期到期日	增信缓冲 (%)
优先级	AAA _(spec)	255,000.00	85.00	固定	2029/4/26	>2
次级	未予评级	45,000.00	15.00	-	2029/4/26	-
票据 (资产) 合计	-	300,000.00	100.00	-	-	-

资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

本期交易的基础资产为符合合格标准的融资租赁债权以及上述融资租赁债权的全部附属权益。本期交易有 22,433 笔入池资产，承租人作为抵押人和先锋租赁作为抵押权人已针对相关租赁车辆签署了抵押协议，且除免抵押登记资产外，该等抵押已在相关登记机关妥善登记。截至初始起算日，资产池中免抵押登记资产占比约 13.33%。资产池的加权平均账龄为 18.45 个月，加权平均剩余期限为 31.22 个月，加权平均初始抵押率（ $OLTV = \text{融资租赁债权的融资金额} / \text{车辆购买价格}$ ）为 91.76%。资产池的承租人集中度风险及地域集中度风险较低，均为个人承租人；车辆经销商所在地区遍布于全国 30 个省、自治区和直辖市，其中浙江省的未偿本金余额占比最高（22.44%）。

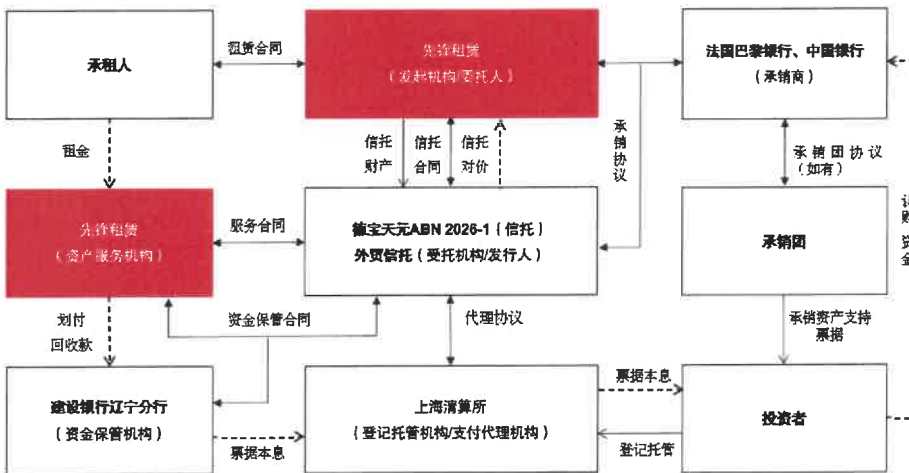
本期交易采用持续购买的交易结构，设置了现金储备账户，发起机构提供的初始金额为 3,000.00 万元，用于补足税收、规费、优先费用及优先级票据利息。优先级票据本金采用过手摊还方式。以下图表展示了本期交易的关键日期、支付频率、交易结构图和主要参与方。

图表 2 关键日期/频率

名称	日期/期间
初始起算日	2026 年 1 月 31 日 24:00
预计信托成立日	2026 年 5 月 28 日
持续购买期	2026 年 5 月 - 2027 年 5 月
持续购买频率/次数	按月/共 12 次
首个支付日	2026 年 6 月 26 日
支付频率	按月
法定到期日	2033 年 1 月 26 日

资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

图表 3 交易结构图



资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

本期资产池的地域和承租人集中度风险较低；但加权平均剩余期限较长，加权平均初始抵押率较高；本期交易采用持续购买的交易结构。

¹ 注：部分租赁合同项下的融资金额可能包含针对车辆购价以外附属费用（如车辆保险等）的融资。

三、基础资产信用质量

（一）发起机构/资产服务机构

1. 发起机构/资产服务机构概览

先锋租赁于 2009 年成立，后于 2016 年被宝马集团收购，股东为宝马荷兰控股有限公司（BMW Holding B.V. 直接持股比例 58%，额外间接持股比例 31.5%）和华晨宝马汽车有限公司（持股比例 42%），其实际控制人为宝马集团。截至 2026 年 3 月末，先锋租赁未经审计的总资产规模 202.63 亿元人民币，其中应收融资租赁款净值为 190.44 亿元，融资租赁资产的不良率（逾期天数超过 29 天）为 0.64%。2026 年 2 月，先锋租赁注册资本增加至 15.15 亿元人民币。

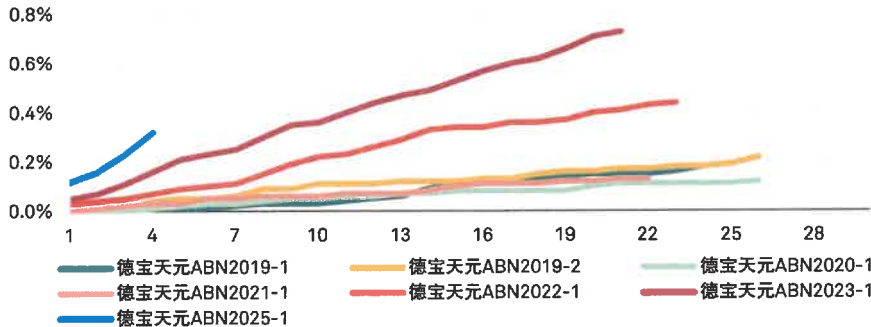
先锋租赁的主营业务为融资租赁业务，租赁方式主要为售后回租。先锋租赁主要依托于宝马的经销商网络为终端客户提供宝马和 MINI 车型的售后回租产品和直租产品。先锋租赁同时也开展少量经营租赁业务。

2. 证券化经验

先锋租赁在 ABN 产品的发行方面有着较为丰富的经验。本期交易是先锋租赁自 2019 年首次在中国银行间市场发行德宝天元系列 ABN 以来的第 8 单产品。先锋租赁于 2025 年 9 月获批的 60 亿元注册发行额度是中国银行间市场交易商协会第五次批准其资产支持票据注册。

截至 2026 年 2 月末，先锋租赁累计发行 7 单车贷 ABN，发行规模合计 200.00 亿元，其中 6 单项目已足额偿付本息，且累计违约率均低于 0.80%。目前已发行项目的累计违约率如下图所示：

图表 4 先锋租赁已发行项目累计违约率



资料来源：公开信息，经标普信评调整及整理。

3. 主要租赁产品分析

先锋租赁目前的融资租赁产品主要包括悦享售后回租产品、悦加直租产品、悦选明天售后回租产品（残值产品）、悦先行经营性租赁产品和企业租赁产品等；这些产品具备不同的产品特性，以满足不同客户的需求。目前先锋租赁存量资产以悦享融资租赁产品为主；具体而言，悦享融资租赁产品的最低首付比例为车价和车辆附加产品费用（如适用）的 0%（除特定车型/期限），融资租赁期限 12 至 60 个月，可以细分为标准等额本息和弹性尾款产品（尾款最高为车价的 40%）；近期还推出了融资租赁加保险的综合服务产品。此外，根据访谈，先锋租赁悦享融资租赁的弹性尾款产品不包含

截至 2026 年 3 月末，先锋租赁总资产规模 202.63 亿元人民币，其中应收融资租赁款净值为 190.44 亿元。

截至 2026 年 2 月末，先锋租赁累计发行 7 单汽车融资租赁 ABN，发行规模合计 200.00 亿元。

返还车辆选项，仅有残值产品的承租人可以返还车辆，占比较小且不入池。

4. 融资租赁款发起与审批流程分析

先锋租赁在全国范围内建立了成熟的展业网络。截至 2026 年 3 月末，先锋租赁通过宝马经销商网络为终端客户提供售后回租产品和直租产品，先锋租赁的业务覆盖率占全国宝马经销商总量的 100%，MINI 经销商总量的 100%。

目前，先锋租赁的主营业务融资租赁的租赁方式主要为售后回租。在这种模式下，先锋租赁代表承租人将购车款支付给汽车经销商，承租人获得汽车的所有权，并同时将所有权转让给先锋租赁。承租人将为先锋租赁的利益签署针对汽车的抵押协议，并在车辆管理局办理车辆抵押登记手续。随后，先锋租赁将汽车租赁给承租人。租赁期结束，承租人租金付讫后，先锋租赁到车辆管理局办理解抵押手续，并将车辆所有权转移至承租人。

我们认为，先锋租赁建立了较为严谨的融资租赁款审批及发放流程。2017 年 4 月，先锋租赁上线了新的零售审批系统。该零售审批系统整合了零售评分卡模型和信用决策规则，从而实现了自动审批决策流程。根据访谈，先锋租赁 2024 年对评分卡进行了重新校准，并在同年推出了 AI 反欺诈模型，进一步提升了甄别欺诈的能力。自 2023 年末起，先锋租赁对于零首付/低首付和长期限的融资租赁产品也提高了客户准入的要求。先锋租赁的评分系统主要基于客户提交的个人信息、内部历史数据及黑名单，人民银行数据、公安系统犯罪历史查询、个人信用报告的信息，外部反洗钱数据、外部反欺诈数据等，结合上述信息对每个申请人进行综合打分，并从分数转化为从 1-7 的评级，最高评级为 1。

就融资租赁款的审批及发放流程而言，申请汽车融资租赁的客户向先锋租赁经销商处提出书面申请，并提供身份证明、收入财力证明等相关资料。经销商通过系统提交预申请，经系统对相关数据核查通过后，经销商方可正式创建申请并上传审核资料。系统根据所提供的资料自动生成客户评分及客户评级，并根据先锋租赁审批政策做出自动批复、人工审核及自动拒绝三种结论。融资审批通过的申请可进入合同签订与办理抵押环节。审批通过后，先锋租赁通过经销商与客户沟通并签订相关融资租赁合同及抵押合同，并与有关担保人签订相应的担保合同。除免抵押登记资产外，经销商应协助客户完成相关车辆的抵押登记手续，并向先锋租赁提供机动车登记证书与租赁合同。融资审批通过的申请在完成合同签订与抵押手续的办理（如有）后需进行放款前核查，放款核查通过后方可进行放款。

5. 融资租赁款发放后管理分析

根据市场惯例，承租人通常开设自动扣款账户以支付每月的还款，还款日可能是每个月中的任意一天。先锋租赁的催收方式包括短信提醒、电话催收、邮件催收、委外催收、外访催收和诉讼等。具体而言，若承租人逾期 1-15 天，先锋租赁主要采用短信提醒的方式进行辅助催收；逾期 1-4 天，主要为智能语音电话催收；逾期 5-15 天，主要为外包的早期催收供应商进行催收等；逾期 16-180 天的合同会外包给中长账龄催收供应商；逾期大于 180 天的合同将转交给律师事务所提起诉讼。对于逾期 90 天以上的欺诈相关的零售融资租赁款，先锋租赁将进行核销，对于符合相关标准的逾期 180 天以上的零售融资租赁款，先锋租赁将进行核销和转让。

根据我们对先锋租赁的访谈及行业研究，通常非诉讼处置是逾期融资租赁款催收的主要方法，逾期融资租赁款主要通过承租人的现金收入而非抵押车辆变现来回收。

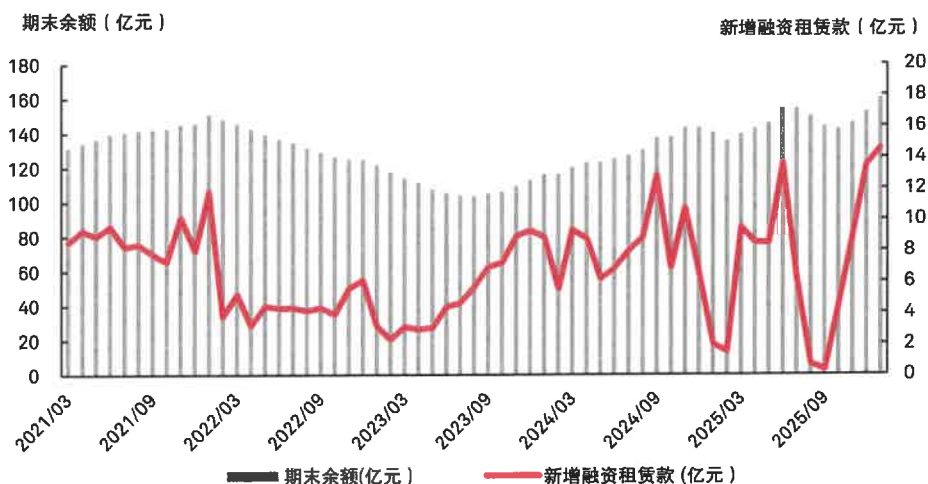
先锋租赁展业网络成熟，并建立了较严谨的融资租赁款审批及发放流程。

先锋租赁对融资租赁款存续期间的有关情况持续监测。对于逾期融资租赁款，先锋租赁采用多种方式进行催收，并主要通过承租人的现金收入而非抵押车辆变现来回收。

（二）先锋租赁整体资产分析

我们分析了先锋租赁 2021 年 3 月至 2026 年 1 月的动态池数据。截至 2026 年 1 月末，融资租赁款余额约 160.21 亿元。自 2021 年以来，先锋租赁的融资租赁款规模在波动中整体保持增长。2023 年下半年以来，先锋租赁在零首付/低首付以及长周期产品方面进行发力，新增租赁金额有所回升。2025 年初，受经济环境承压和银行竞争加剧的影响，整体融资租赁规模 and 新增租赁金额均有所下滑；2025 年 8 月和 9 月由于资本约束，新增融资租赁款发放基本暂时停滞，之后较快恢复。

图表 5 先锋租赁融资租赁款概况（动态池数据）



资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

（三）证券化资产池分析

1. 资产池概况

截至初始起算日 2026 年 1 月 31 日 24:00，资产池的未偿本金余额为 30.00 亿元，约占先锋租赁融资租赁款余额的 19%。资产池中的租赁债权均依照合格标准随机抽选。

图表 6 资产池概况

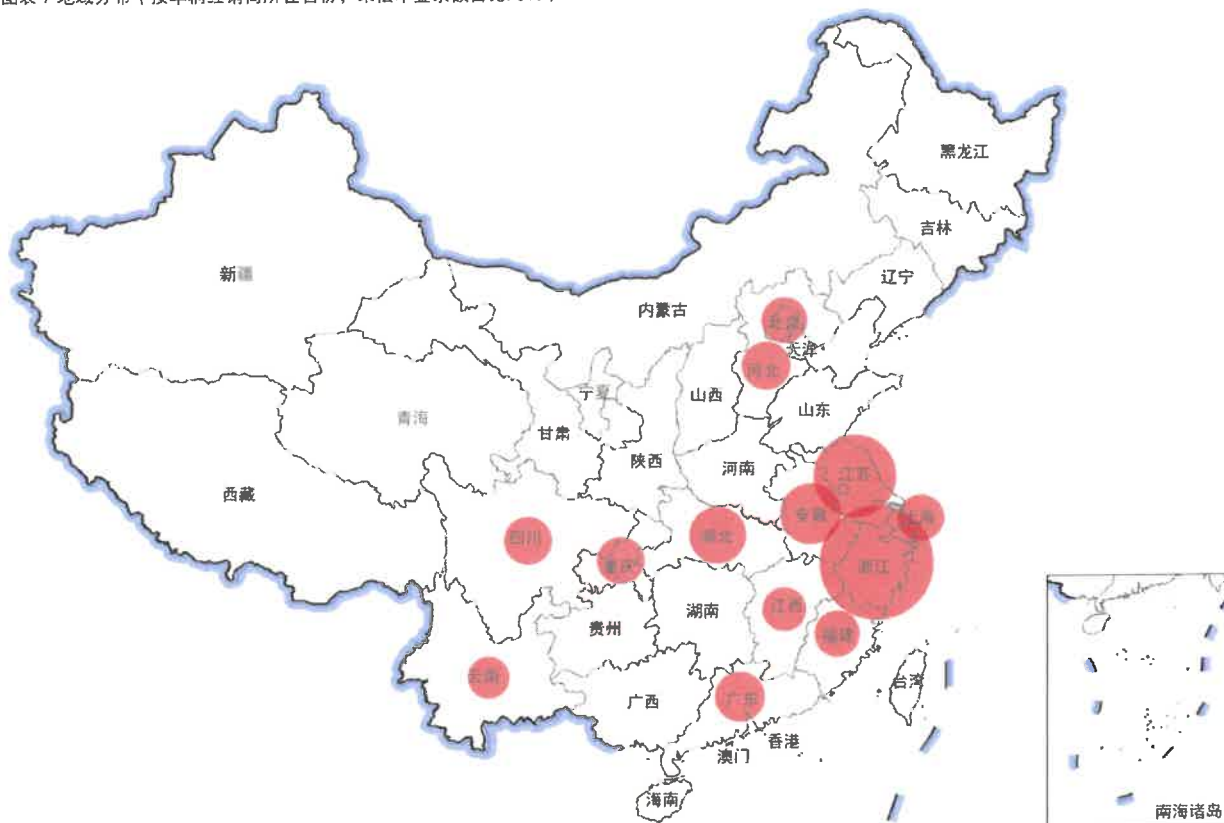
主要特征（于初始起算日）	德宝天元 ABN2026-1
资产笔数（笔）	22,433
承租人数量（户）	22,395
未偿本金余额（万元）	30.00
单笔资产平均未偿本金余额（万元）	13.37
加权平均初始抵押率（%）	91.76
加权平均现时抵押率（%）	58.01
加权平均合同年利率（%）	3.35
加权平均账龄（月）	18.45
加权平均剩余期限（月）	31.22
等额本息/弹性尾款（%）	99.97 / 0.03
前十大承租人占比（%）	0.21
抵押已登记/抵押未登记占比（%）	86.67 / 13.33
新能源占比（%）	8.91
新车占比（%）	100.00

资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

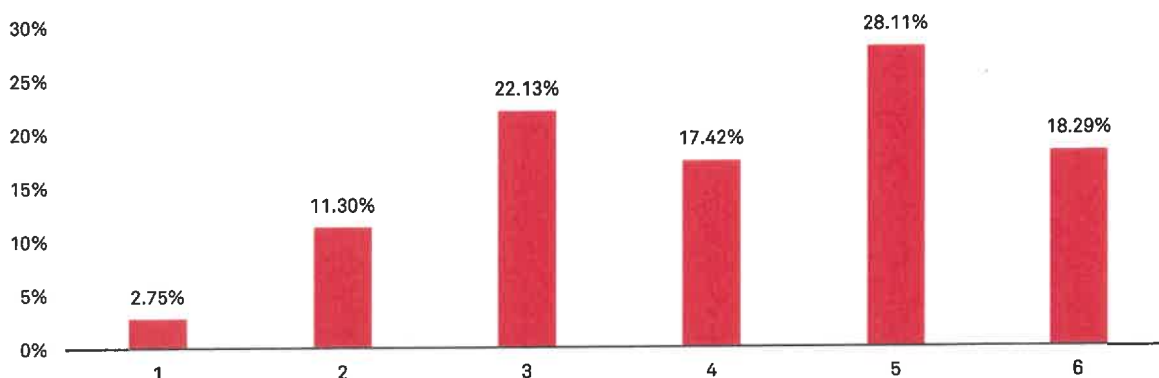
2. 资产池统计信息及分布特征

本期资产池特征与其他德宝天元系列 ABN 产品相似，资产池整体情况较好。截至初始起算日，加权平均合同年利率为 3.35%，主要为等额本息支付产品（弹性尾款仅占 0.03%）。同时，本期交易的资产集中度风险及地域集中度风险较低，单笔资产平均未偿本金余额约 13.37 万元，前十大承租人占比 0.21%，车辆经销商遍布于全国 30 个省、自治区和直辖市，其中浙江省的未偿本金余额占比最高（22.44%）。但资产池加权平均初始抵押率较高（91.76%），加权平均剩余期限为 31.22 个月，风险敞口较长。

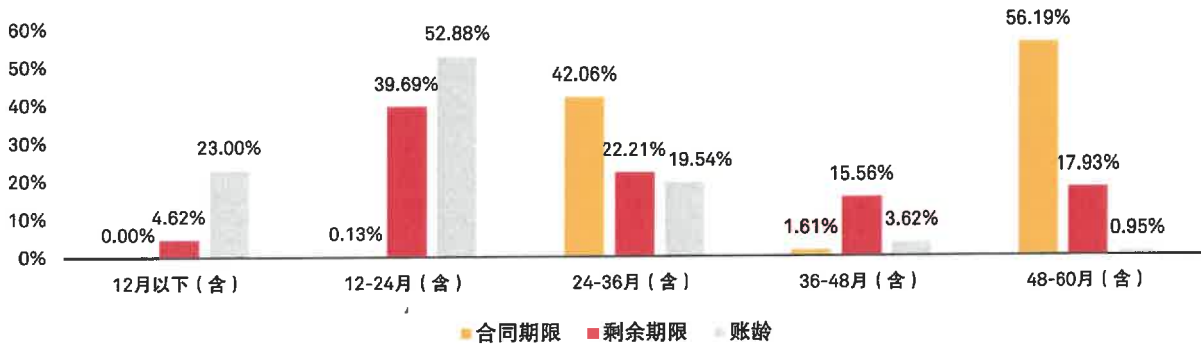
图表 7 地域分布（按车辆经销商所在省份；未偿本金余额占比>3%）



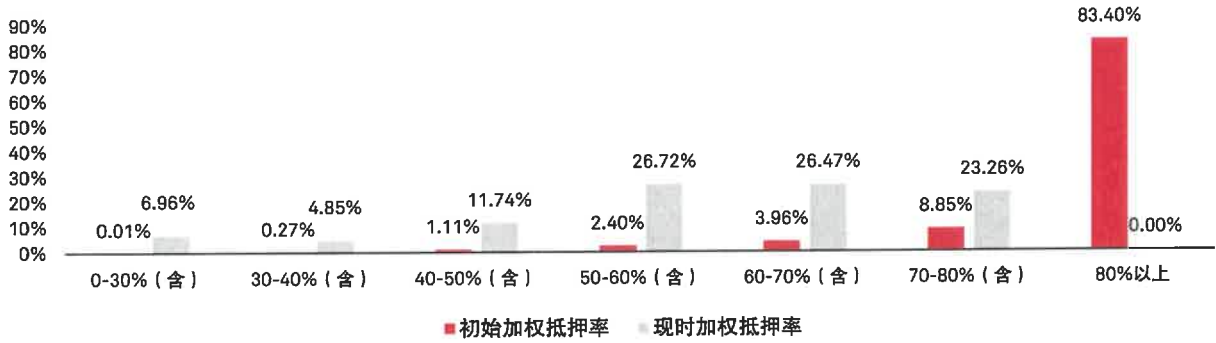
图表 8 承租人信用评分分布



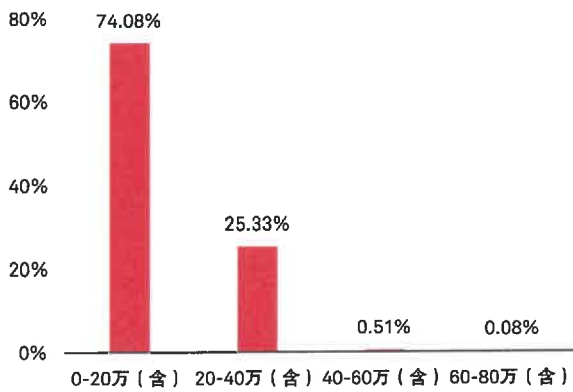
图表 9 合同期限、账龄及剩余期限分布（未偿本金余额占比）



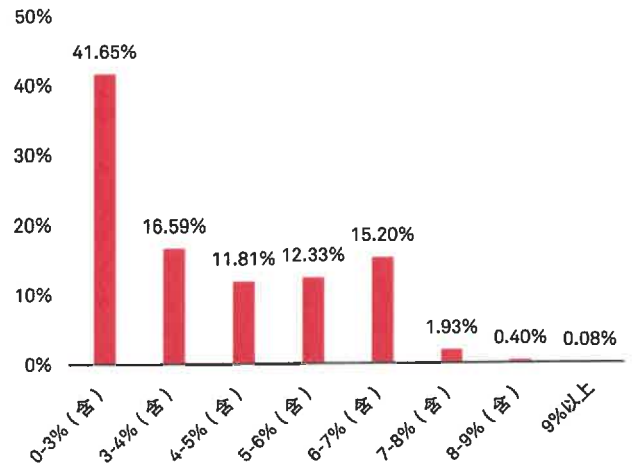
图表 10 抵押率分布（未偿本金余额占比）



图表 11 未偿本金余额分布（未偿本金余额占比）



图表 12 合同年利率分布（未偿本金余额占比）



3. 同类项目比较

图表 13 同类项目对比

项目名称	德宝天元	德宝天元	弗迪	一汽租赁	智慧	
	ABN2026-1	ABN2025-1	ABN2025-3	ABN2024-2	ABN2023-2	
发起机构	先锋租赁	先锋租赁	弗迪租赁	一汽租赁	智慧租赁	
信托成立日	2026/5/28 (预计)	2025/10/16	2025/12/25	2024/9/24	2023/8/11	
资产特征						
资产笔数 (笔)	22,433	21,012	122,367	24,397	16,091	
承租人数 (户)	22,395	20,995	122,351	NA	16,085	
未偿本金余额 (亿元)	30.00	30.00	76.76	19.30	12.52	
单笔资产平均未偿本金余额 (万元)	13.37	14.28	6.27	7.91	7.78	
加权平均合同期限 (月)	49.66	51.85	28.04	35.75	38.17	
加权平均账龄 (月)	18.45	16.59	3.49	5.48	1.79	
加权平均剩余期限 (月)	31.22	35.26	24.55	30.27	35.87	
加权平均合同年利率 (%)	3.35	4.51	0.81	2.83	3.14	
加权平均初始抵押率 (%)	91.76	87.11	64.71	78.32	72.06	
新车占比 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100	
承租人占比最高省/占比 (%)	浙江/22.44	浙江/17.12	广东/9.16	吉林/64.84	广东/12.66	
交易特征						
发行金额 (亿元)	30.00	30.00	73.90	18.80	12.52	
发行金额占比	优先级占比 (%)	85.00	88.00	90.93	90.00	91.87
	次级占比 (%)	15.00	12.00	9.07	10.00	8.13
资产池金额占比	优先级占比 (%)	85.00	88.00	87.55	87.68	91.87
	次级占比 (%)	15.00	12.00	8.73	9.74	8.13
	超额担保 (%)	-	-	3.72	2.57	-
持续购买 (Y/N)	Y	Y	N	N	N	

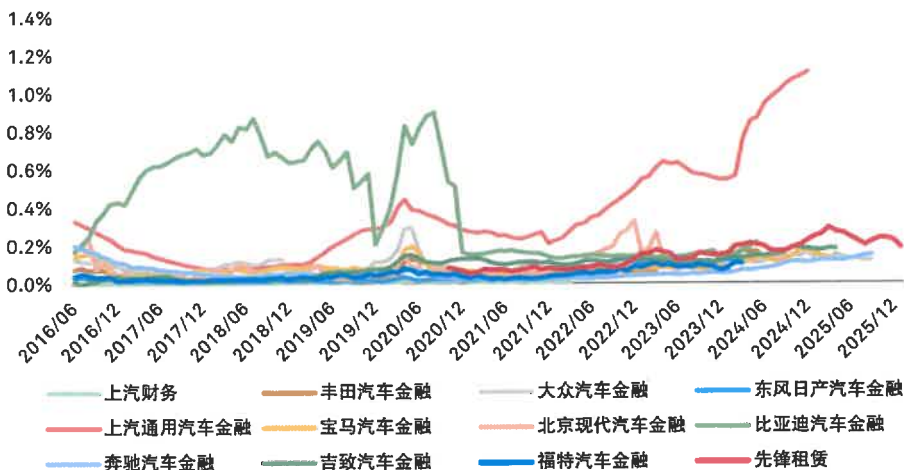
资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

(四) 信用分析

根据标普信评结构融资评级方法论，历史数据是我们构建预期基准违约率、回收率和损失率等基准假设的重要基础。在此基础上，我们也会应用前瞻性分析方法对预期基准假设加以优化调整。

对于本期交易，我们分析了先锋租赁自 2021 年 3 月至 2026 年 1 月的动态池历史数据。根据对先锋租赁动态池数据的分析，近五年来，先锋租赁的动态池 90 天以上逾期率基本处在 0.00%-0.30% 的区间，优于行业平均水平。2023 年 90 天以上逾期率出现波动，根据先锋租赁的反馈主要是因为低首付/零首付产品的推出，客户群体有所下沉，但 2024 年调整了相关产品的准入政策。2025 年上半年，受宏观经济及资产余额下滑等因素的综合影响，90 天以上逾期率有所上升，但下半年以来逾期率呈下降趋势。整体来看，先锋租赁的整体资产表现符合我们对其的预期。下图展示了近年来先锋租赁与其他汽车金融公司及融资租赁公司的动态池 90 天以上逾期率的对比。

图表 14 动态池数据分析—90 天以上逾期率对比*



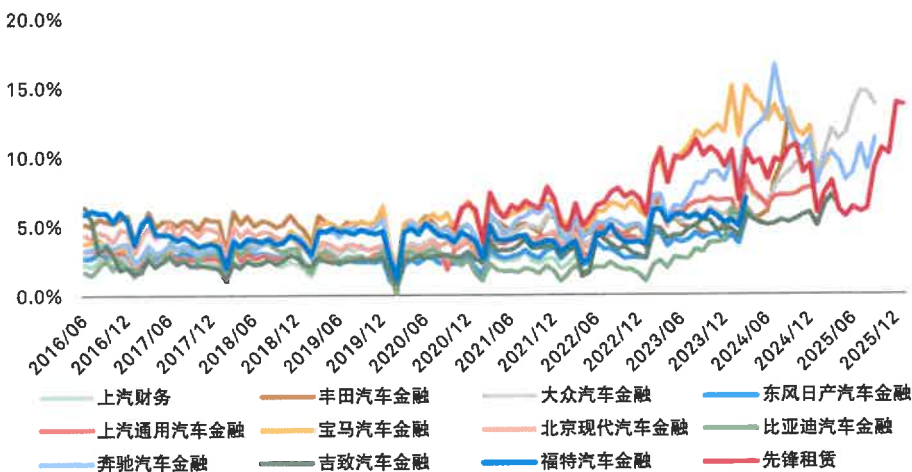
注*：逾期率是标普信评根据动态池数据计算得出，计算公式为逾期率=当月逾期 90 天以上总额/月初未偿本金余额。

资料来源：先锋租赁提供资料，其他同类发起机构动态池数据为公开资料，经标普信评调整及整理。

图表 15 展示了先锋租赁与其他汽车金融公司历史年化早偿率（CPR）的对比情况，行业整体早偿率呈上升趋势。近五年，先锋租赁的早偿率基本处在 3%-14% 的区间。根据与先锋租赁的访谈，2024 年四季度后早偿率有所下降，主要是由于先锋租赁 0 利率金融方案的推出；2025 年三季度以来早偿率持续攀升，主要由于承租人提前还款意愿较强导致提前结清比例上升。考虑到先锋租赁的历史早偿情况，我们采用了调整后的早偿率假设来分析现金流中的早偿压力。我们将持续关注其早偿率表现。

近年来，汽车金融/融资租赁公司的整体早偿率呈上升趋势；近五年，先锋租赁的早偿率基本处在 3%-14% 的区间，我们将持续关注其表现。

图表 15 动态池数据分析—早偿率对比*



注*：CPR 是标普信评根据动态池数据计算得出，计算公式为 $CPR = 1 - (1 - \text{当月早偿金额} / \text{月初未偿本金余额})^{12}$ 。

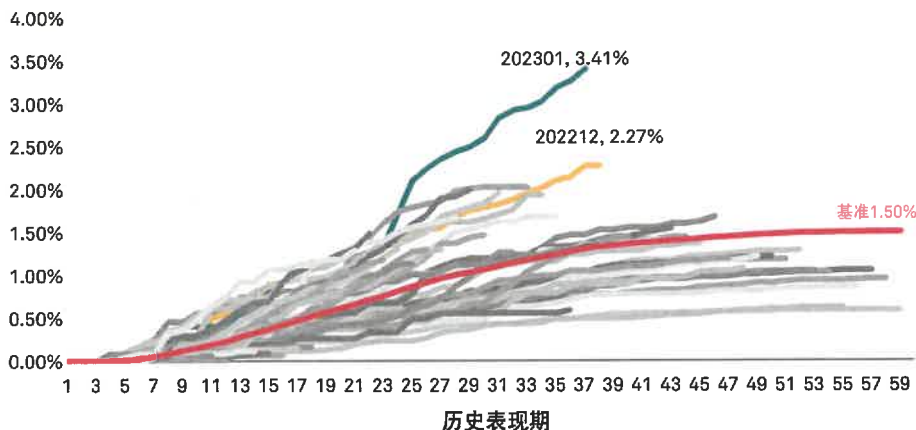
资料来源：先锋租赁提供资料，其他同类发起机构动态池数据为公开资料，经标普信评调整及整理。

我们也分析了先锋租赁自 2021 年 3 月至 2026 年 1 月的静态池历史表现数据。在这 59 个发放期形成的静态池中，有 25 个静态池的偿付比率在 80% 以上。对于尚未偿付完毕的静态池，我们采取外推法来预测其未来信用表现。

在基础资产信用分析中，我们认为逾期 91-120 天的租赁款是反映违约率的重要指标。

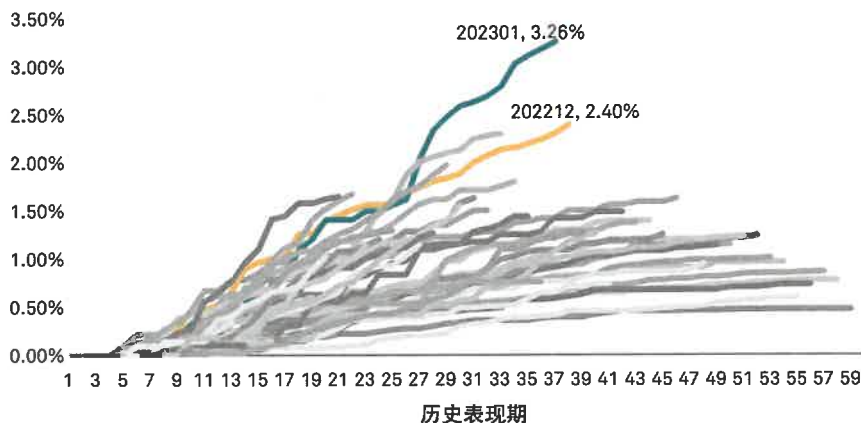
我们观察到 2023 年 1 月的静态池 91-120 天累计逾期率最高为 3.41%，对应的核销率为 3.26%。根据与先锋租赁的访谈，2023 年的静态池累计逾期率偏高，主要是由于 2023 年为了拓展市场，先锋租赁推出了零首付/低首付的融资租赁产品，并尝试向相对下沉的客户市场进行拓展；在 2023 年末及 2024 年，先锋租赁调整了上述产品策略，相对收紧了客户准入标准，并调整了抵押登记豁免的政策，同时上线了大量反欺诈政策与反欺诈模型，以提升资产池客户质量。我们将持续关注上述静态池的信用表现。下图展示了先锋租赁的历史累计 91-120 天逾期率和核销率。

图表 16 静态池分析—历史累计 91-120 天逾期率



资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

图表 17 静态池分析—历史累计核销率



资料来源：先锋租赁提供资料，经标普信评调整及整理。

我们也考虑了本期资产池的平均剩余期限为 31.22 个月，风险敞口较长；同时资产池中含弹性尾款产品，这部分租赁合同到期时承租人或将面临较大的尾款支付压力，但考虑到本期交易中尾款产品占比很低（0.03%），尾款金额占资产池未偿本金余额比仅 0.02%，本期交易可能面临的短期流动性压力和额外的最终偿付风险有限。综合考虑发起机构的运营模式、风险管理能力和历史经验，静态池和动态池的历史数据表现，以及资产池信用特征等因素，同时应用前瞻性分析方法对预期基准假设加以优化调整，我们认为本期交易的基准违约率为 1.50%，并采用在 $AAA_{spc(st)}$ 评级压力情景下 5.50 倍的压力倍数，得出最终违约率为 8.25%。在分析回收率时，我们考虑了 91-120 天累计逾期金额的迁徙率、租赁款核销率以及租赁款逾期的回收政策等因素，得出本期交易的基准回收率为 10.00%；然后我们对其采用 50% 的折扣率调整以反映在 $AAA_{spc(st)}$ 压力

情景下回收的不确定性，最终得出回收率为 5.00%。本期交易的主要信用分析假设如下表所示：

图表 18 信用分析假设

信用分析假设	
基准违约率（%）	1.50
基准回收率（%）	10.00
评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
压力倍数（倍）	5.50
回收折扣（%）	50.00
违约率（%）	8.25
回收率（%）	5.00

资料来源：标普信评假设。

本期项目在对应评级压力 AAA_{spc(sf)} 级别下，标普信评预计资产池违约率为 8.25%，回收率为 5.00%。

四、 现金流和交易结构

本期信托将按照面值发行优先级和次级票据，优先级票据均为固定利率，按月支付利息。优先级票据本金采取过手摊还的方式，每月偿付一次。本期票据在各支付日的偿付来源包括但不限于租赁本金和利息的回收款、租赁车辆处置的收入、合格投资收益、现金储备分账户提取的款项、混同储备分账户提取的款项、持续购买分账户提取的款项等。我们在现金流分析中通常不将保险金、违约金、罚息和手续费收入（如有）等计入偿付来源。

本期交易未采取本金账和收入账的分账形式。本期交易的资金保管账户项下设有现金储备分账户、分配分账户、混同储备分账户和持续购买分账户等。其中，必备现金储备金额为 3,000 万元；在优先级票据本息全部清偿或清仓回购或在法定最终到期日，该必备金额为零。

（一） 现金流支付机制

在循环期结束后，发生强制执行事件之前，资产池回收款项首先用于支付税费、规费及优先费用；其次，回收款会用于支付优先级票据利息，补足现金储备账户，支付优先级票据本金直至优先级票据全部清偿，支付次级票据本金直至次级票据全部清偿；然后所有剩余款项作为最终成功费支付给发起机构。主要现金流支付机制总结见下图：

图表 19 现金流支付机制



资料来源：交易文件，经标普信评调整及整理。

(二) 持续购买机制

本期交易采用持续购买的机制，即在循环期从交割日开始并止于(i)2027 年 5 月中的支付日（含该日）和 (ii)发生提前摊还事件之日中较早一日的期间内，受托机构以额外转让对价在相应额外转让日购买符合委托人在信托合同中对于租赁款的陈述和保证的资产的行为，且优先级及次级票据的本金在持续购买期间将不被摊还。一旦发生提前摊还事件或循环期结束，持续购买账户将被关闭，且持续购买账户中的贷方余额将于下一支付日根据适用的付款优先顺序进行分配。

持续购买机制可能致使资产池的构成和特征发生变化，给资产池信用表现及现金流带来不确定性。本期交易设置了提前摊还事件，一旦被触发，将终止持续购买。同时，先锋租赁陈述并保证持续购买的基础资产符合相应的合格标准（见附录 3）。我们认为，先锋租赁具有足够的剩余资产可以用于持续购买；此外，我们在信用分析及现金流分析中均已考虑了持续购买机制的影响。

(三) 现金流分析及压力测试

本期交易的资产利率和票据利率均为固定利率，因而不面临由于基准利率、调整幅度和调整频率的不同而导致的利率风险。我们采用以下假设条件来进行现金流分析与压力测试。

图表 20 现金流模型假设

模型假设项	
评级压力情景	AAA _{spc(sf)}
违约率 (%)	8.25
回收率 (%)	5.00
额外资产特征压力	N/A
额外发起机构/服务机构压力	N/A

德宝天元 ABN2026-1 能够通过我们所有的压力情景测试。根据现有结构及分析结果，本期项目的标普信评增信缓冲大于 2%。

模型假设项	
偿付顺序假设	摊还期内按月付息，过手摊还
回收期	6 个月
早偿率	调整后假设 - 高（20%），中（10%），低（0%）
利率假设	优先级票据：2.31%；
额外交易结构压力	持续购买
其他定性或定量调整	N/A

资料来源：标普信评假设。

标普信评本期交易的现金流分析压力情景包括了违约时间分布假设（前置，基准，后置）以及早偿率假设（高，中，低）。通过不同组合形成多种压力情景，根据不同的支付顺序、触发机制及费用假设，我们预期资产池所产生的现金流可以使受评票据承受与其信用等级相对应的压力情景。基于以上分析，德宝天元 ABN 2026-1 能够通过我们所有的现金流压力测试；在标普信评 AAA_{spc(sf)} 级别最严格的压力情景下，本期交易的增信缓冲大于 2%，即优先级票据本息能被按时足额偿付并且资产池中仍有一定剩余资产能够继续产生现金流。下表展示了在标普信评 AAA_{spc(sf)} 级别不同压力情景下优先级票据的增信缓冲。

图表 21 压力情景测试*

偿付顺序	压力情景		AAA _{spc(sf)} 优先级票据 增信缓冲
	违约时间分布	早偿率	
按顺序	前置	高	
按顺序	前置	中	
按顺序	前置	低	
按顺序	基准	高	
按顺序	基准	中	
按顺序	基准	低	
按顺序	后置	高	
按顺序	后置	中	
按顺序	后置	低	

注*：图中的柱子长短代表了各个压力情景下增信缓冲的大小，柱子越长表示该压力情景下的增信缓冲越大。
资料来源：标普信评。

五、运营和管理风险

德宝天元 ABN 2026-1 为先锋租赁作为资产服务机构的第 8 单汽车融资租赁 ABN 产品。作为资产服务机构，先锋租赁负责已转让融资租赁款回收款的收取和划付，对拖欠、违约和核销租赁款的调查和处置，以及其他管理事宜。本期交易中承租人通过直接扣款的方式进行还款，该还款机制在一定程度上减轻了资产服务机构的负担。我们认为先锋租赁现有的 IT 基础设施和运营系统能够有效地支持其履行服务合同中所规定的职责。同时，我们将会持续关注先锋租赁作为资产服务机构的履约表现。

本期交易未指定后备资产服务机构，但设置了现金储备账户，发起机构提供的初始金额为 3,000.00 万元（约为初始起算日资产池余额的 1.0%），用于补足税收、规费、优先费用及优先级票据利息，能够为交易提供流动性支持。此外，我们将资产服务机构报酬年费率的假设加压以反映应对突发事件或因参与机构替换而产生的额外费用。

中国建设银行股份有限公司辽宁省分行作为本期交易的资金保管机构，负责信托账户和资金的管理。外贸信托作为本期交易的受托机构和特定目的载体管理机构，代表信托严格按照相关合同和法律规定进行信托财产的管理和信托事务的处理工作。外贸信托预计将按照监管要求的方式披露月度资产运营报告，以反映信托财产状况和各级别

我们认为本期交易参与方具备履行其相应职责的能力，不会对本期交易的信用评级分析产生负面影响。

资产支持票据对应的本息支付情况、基础资产持续购买总体情况、持续购买资产特征、持续购买分布情况、持续购买资金用途等。其他交易参与方，如支付代理机构银行间市场清算所股份有限公司（“上清所”）等均为经验丰富的资产证券化服务提供商。综上所述，我们认为上述交易参与方具备履行其相应职责的能力，不会对本期交易的信用评级分析产生负面影响。

六、交易对手风险

（一）资金保管机构风险与缓释

通常来说，我们认为结构融资产品中的各级票据应具备与其信用质量相匹配的交易对手方，该对手方的相关信用质量应满足标普信评的相关要求（若未达到这一要求，交易对手方通常需要承诺提供额外的风险缓释措施）。根据交易文件约定，一旦资金保管机构的信用质量不再能够支持标普信评授予所评票据的信用等级，会触发资金保管机构替换事件。若资金保管机构被替换，资金保管机构应立即通知受托机构和资产服务机构，受托机构有权关闭资金保管账户，资金保管机构应促使资金保管账户转移至另一家属于合格资金保管机构的银行；或如果资金保管机构不再具有资金保管机构必备评级（且仅在此情况下），资金保管机构应找到一家具备必备评级的不可撤销和无条件的担保人出具支持资金保管机构的保函。此外，合格投资的范围限于在合格实体的存款、国债或银行间政策性金融债。虽然交易文件约定中并未规定替代资金保管机构的具体上任时间，我们认为目前的交易安排能够缓释本期票据的相关交易对手风险。

我们认为目前的交易安排能够缓释本期票据的相关交易对手风险。

（二）偿付中断风险与缓释

针对偿付中断的风险，本期交易对包括资产服务机构在内的主要交易方规定了相关事件及后备机构选任机制。若发生资产服务机构终止事件，会触发权利完善事件，经资产支持票据持有人大会有效决议批准，发行人可向资产服务机构发出书面通知终止交易文件项下对资产服务机构的任命，并指定根据适用法律有权且有能够提供该等服务且具备评级的任何人士（包括发行人自身）作为后继资产服务机构接替资产服务机构。虽然目前的交易文件中并未规定后继资产服务机构的具体上任时间，但我们认为本期交易的偿付中断风险较小，目前的交易安排能够缓释相应风险，并且本次交易设置了现金储备账户，同时我们也在测算时考虑了相关的后继资产服务机构的费用。

（三）混同风险与缓释

由于回收款在被转付至信托账户之前最长可能会在资产服务机构滞留一个月左右，本期交易存在基础资产回收款与先锋租赁其他资金混同的风险。本期交易文件设置了混同储备分账户。在资产服务机构的信用质量不足以支持标普信评授予所评票据的信用等级时，先锋租赁应向混同储备分账户存入不少于该支付日的混同储备必备金额，或先锋租赁在收到任何回收款后两个工作日内将该等回收款转付至资金保管账户。我们认为目前的交易安排能够缓释本期票据的资金混同风险。

（四）抵销风险与缓释

先锋租赁作为融资租赁公司不能吸收公众存款，且本期交易合格标准中约定入池资产的承租人不是其雇员，基础资产的状况和可执行性均不会因承租人的质保索赔或任何其他权利（包括可抵销的索赔）受到影响（即便承租人在相关起算日已知道或者应已知道该等抗辩或权利的存在）。我们认为本期交易不存在抵销风险。

七、法律和监管风险

我们认为本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求；但本期交易存在债权转让未通知承租人风险、租赁物件未办理所有权转移登记及免抵押登记等所涉及的法律风险，上述风险普遍存在于汽车融资租赁资产证券化的业务实践当中。

（一）债权转让未通知承租人风险

根据监管规定，信托财产的转让会于信托生效日前发布公告并自信托生效日起生效。融资租赁债权的转让依据《中华人民共和国民法典》的规定在发起机构和信托之间发生法律效力。《民法典》规定债权转让未通知债务人的，该转让对债务人不发生法律效力，从而会产生相应的法律风险；但我们认为本期交易文件所约定的权利完善机制能够缓释因债权转让未通知承租人而导致的风险。

（二）租赁物件未办理所有权转移登记及免抵押登记风险

发起机构转让融资租赁款债权时，同时转让与该债权有关的车辆抵押权，但未办理抵押权变更登记。由于资产池的租赁车辆数量众多且遍布全国，在信托成立日时车辆抵押权人仍为发起机构是目前中国汽车租赁资产证券化交易中的惯例做法。同时，截至初始起算日，资产池中含 13.33% 的免抵押登记资产。

本期交易文件约定，在发生资产服务机构终止事件，或发起机构或资产服务机构发生丧失清偿能力事件后的二十个工作日内（“租赁车辆转让期限”），发起机构应当将相关租赁车辆的所有权转让予受托机构（且受托机构同意接受该等转让）。如发起机构未在租赁车辆转让期限内办理完成上述所有权转让的，相关租赁车辆的所有权也应视为在租赁车辆转让期限届满之日转让给受托机构。发起机构和受托机构确认并承认，租赁车辆所有权的转让对价已包含在发行收入中，且受托机构无需为该等转让支付任何额外对价。发起机构应当协助并配合受托机构完成与上述转让有关的租赁车辆所有权和/或抵押权变更登记。

我们认为目前的交易安排能够缓释租赁物件未办理所有权转移登记及免抵押登记的相关风险。

本期信托的法律结构符合资产证券化对真实出售与破产隔离的要求。我们认为现有交易安排能够一定程度上缓释项目中的法律风险。

八、评级结论

综合考虑本期交易的基础资产信用质量、现金流和交易结构、运营和管理风险、交易对手风险以及法律和监管风险，标普信评评定本期交易优先级票据的信用等级为 AAA_{spc(sf)}。

附录 1：资产支持票据信用等级符号及定义

信用等级符号	含义
AAA _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc(sf)}	结构化融资产品的偿还能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc(sf)}	在破产或重组时可获得保护较小，结构化融资产品基本不能保证偿还。
C _{spc(sf)}	结构化融资产品不能得到偿还。

* 除 AAA_{spc(sf)}级、CCC_{spc(sf)}级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc(sf)”标识，如 AA_{spc(sf)}+。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。

附录 2：跟踪评级安排

标普信评关于先锋国际融资租赁有限公司 2026 年度德宝天元第一期

资产支持票据（债券通）的跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评票据和我们认为在本次交易中跟受评票据信用质量相关的机构（如资产服务机构和资金保管机构）的信用状况进行持续监测。标普信评将关注资产池的信用质量变化和票据支付情况，参考上述相关机构出具的相关报告及其他相关信息，结合适用的评级准则，综合评估受评票据的信用质量是否受到影响。

附录 3：基础资产合格标准

就基础资产，发起机构陈述并保证，在相关起算日：

- (a) 租赁合同是合法有效的且融资租赁债权可以转让；
- (b) 租赁车辆品牌为宝马（BMW）和 MINI；
- (c) 承租人有义务根据租赁合同中规定的还款计划每月还款（包括本金或利息）；
- (d) 为租赁合同关系和相关附属权益的目的，融资租赁债权在任何时候都是可以分离且可确定的；
- (e) 发起机构是租赁车辆的唯一合法所有权人，且租赁车辆上未设立抵押、质押或任何其他担保权益或产权负担（为发起机构利益设立的担保权益或产权负担除外）；
- (f) 融资租赁债权上未设立抵押、质押或任何其他担保权益或产权负担；
- (g) 承租人作为抵押人和发起机构作为抵押权人针对相关租赁车辆签署了抵押协议，且除免抵押登记资产外，该等抵押已在相关登记机关妥善登记；
- (h) 于初始起算日，免抵押登记资产的未偿本金余额之和不高为基础资产未偿本金余额总额的 15%；
- (i) 所有融资租赁债权均受中国法律管辖；
- (j) 发起机构已经支付了租赁车辆的购买价款（根据租赁合同应由承租人支付的部分除外），且租赁车辆已交付予承租人；
- (k) 在相关起算日已经就每一租赁合同进行了至少一（1）次租金付款（无论是本金还是利息）；
- (l) 基础资产项下的所有应付数额以人民币计；
- (m) 租赁合同仅与居住地在中国境内的个人承租人签订；
- (n) 租赁合同的剩余期限（包括任何延期）在相关起算日时不超过六十（60）个月；
- (o) 信托合同项下信托或转让的、源自于同一承租人的租赁合同的已转让融资租赁债权总额不超过人民币 5,000,000 元；
- (p) 根据发起机构内部的五级分类体系，已转让融资租赁债权属于正常租赁，且均不涉及任何诉讼、仲裁、破产或执行程序；
- (q) 在租赁合同约定的期限内，对基础资产不存在任何抗辩（无论是优先权或其他性质），尤其是承租人无抵销主张（法定抵销权除外）；
- (r) 基础资产的状况和可执行性均不会因承租人的质保索赔或任何其他权利（包括可抵销的索赔）受到影响（即便承租人在相关起算日已知或者应已知该等抗辩或权利的存在）；
- (s) 承租人不是发起机构的雇员；
- (t) 每一租赁车辆在订立相关租赁合同之日时是崭新的（包括曾用于展示的汽车）且均不是二手车；
- (u) 基础资产或租赁车辆均不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (v) 就每笔融资租赁债权而言，其于相关起算日的融资租赁债权本金余额不高于相关租赁车辆购买价款的 80%；
- (w) 承租人无权根据租赁合同的条款单方面解除租赁合同，除非且直至租赁合同项下的租金以及其他款项全额支付；
- (x) 每一租赁合同均要求其项下承租人对相关的租赁车辆进行投保；
- (y) 租赁合同和/或附属权益禁止或限制承租人在未经发起机构事先同意的情况下处置租赁车辆；
- (z) 已转让融资租赁债权未逾期；且
- (aa) 针对各额外转让日由发起机构根据信托合同第 2.1(b)条转让予受托机构的额外已转让融资租赁债权：
 - (i) 该等额外已转让融资租赁债权于相关起算日的加权平均利率不低于每年 4.0%；
 - (ii) 于相关起算日，该等额外已转让融资租赁债权的剩余期限不超过六十(60)个月；且
 - (iii) 于相关起算日，根据相关租赁车辆的经销商所在地分类，在该等额外已转让融资租赁债权中，来自同一省或直辖市的额外已转让融资租赁债权未偿本金余额占比不超过 20%；
 - (iv) 于相关起算日，弹性融资租赁债权比率不超过 10%；且
 - (v) 于相关起算日，免抵押登记资产比率不超过 15%。

附录 4：基础资产统计信息

基础资产统计信息	
资产笔数（笔）	22,433
承租人数（户）	22,395
合同总金额（万元）	530,743.34
未偿本金余额（万元）	300,000.00
单笔资产最高合同金额（万元）	88.64
单笔资产最高未偿本金余额（万元）	68.00
单笔资产平均合同金额（万元）	23.66
单笔资产平均未偿本金余额（万元）	13.37
加权平均合同年利率（%）	3.35
最高年利率（%）	9.66
最低年利率（%）	0.00
加权平均合同期限（月）	49.66
最长合同期限（月）	60.00
最短合同期限（月）	24.00
加权平均剩余期限（月）	31.22
最长剩余期限（月）	59.00
最短剩余期限（月）	3.00
加权平均账龄（月）	18.45
最长账龄（月）	57.00
最短账龄（月）	1.00
个人承租人加权平均年龄（岁）	39.18
个人承租人/企业承租人（%）	100.00/0.00
加权平均初始抵押率（%）	91.76
加权平均现时抵押率（%）	58.01
等额本息/弹性尾款（%）	99.97/0.03
尾款本金占比（%）	0.02
初始车辆总价值（亿元）	60.47
新车占比（%）	100.00
新能源汽车占比（%）	8.91
占比最高城市/占比（%）	金华/6.23
占比最高省份/占比（%）	浙江/22.44

注：占比统计数据均为占初始起算日资产池未偿本金余额的比例；统计信息可能由于四舍五入导致尾数偏差，全文同。

©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能(AI)工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。