

兴瑞 2026 年第一期 不良资产支持证券 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕1257号

联合资信评估股份有限公司通过对“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”项下优先档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

二〇二六年三月六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联信智评数字科技有限公司（以下简称“联信智评”）为委托人/发起机构/贷款服务机构兴业银行股份有限公司提供了非评级业务服务。由于联合资信与关联公司联信智评之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

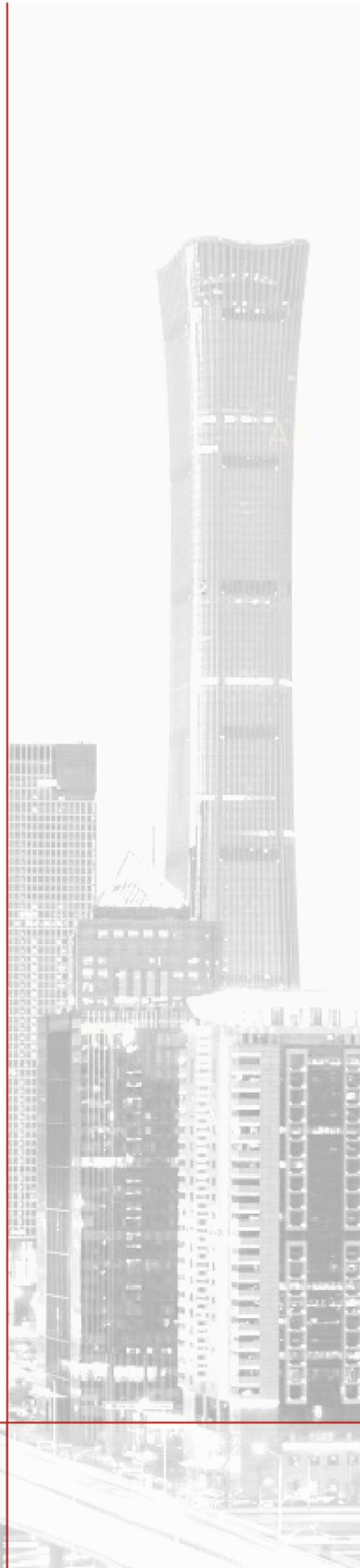
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券 信用评级报告

证券名称	金额（万元）	回收占比	证券占比	预期到期日	偿付方式	信用等级
优先档	8200.00	37.44%	70.69%	2027/08/26	过手	AAA _{sf}
次级档	3400.00	15.52%	29.31%	2029/02/26	过手	NR
证券合计	11600.00	52.97%	100.00%	--	--	--
预计毛回收	21901.19	100.00%	--	--	--	--

注：1.本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的评级报告，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.预计毛回收为联合资信预测的资产池 36 期毛回收金额；3.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，下同；4.NR 表示未予评级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）基于发起机构提供的基础资产相关历史回收记录及尽职调查所获信息，对“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“本交易”）资产池回收金额和回收时间进行了预测，并结合交易结构、量化模型测试、量化模型外的调整因素等进行了综合考量，以评定本交易项下优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）的信用等级。

本交易基础资产为兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）持有的不良信用卡债权及其附属担保权益（如有）。入池资产均为信用类贷款，单户借款人平均未偿本息费余额很小，资产池分散度极高。联合资信预测本交易入池贷款 36 期毛回收率为 5.14%（即毛回收金额 21901.19 万元）。

本交易以优先/次级结构作为主要信用提升机制，在此基础上设置信托（流动性）储备账户及触发机制等信用保护措施；同时，入池资产在过渡期²内也会产生一定金额的现金回收，将有助于及时补充信托（流动性）储备账户，能较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

量化测算结果显示，本交易项下优先档证券的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}。

本交易主要风险已得到缓释处理或已有充分考量，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信评定“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- **资产池分散度极高。**本交易入池资产共计 125346 笔，涉及 115673 户借款人，单户借款人最高未偿本息费余额占比为 0.02%，单户借款人最高回收金额占比为 0.01%。
- **优先/次级结构为优先档证券提供了充足的信用支持。**本交易以优先/次级结构作为主要的内部信用提升机制，联合资信预测在一般情景下，本交易入池贷款的毛回收率为 5.14%，即毛回收金额 21901.19 万元。本交易优先档证券发行规模为 8200.00 万元，优先档证券将获得资产池处置收入的优先偿付。
- **信托（流动性）储备账户设置及过渡期内回收金额能较好缓释流动性风险。**本交易设置了信托（流动性）储备账户，且在过渡期内资产池也会产生一定金额的现金回收，这将有助于及时补充信托（流动性）储备账户，较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。
- **超额奖励资产管理服务费支付机制。**本交易中设置了贷款服务机构的超额奖励资产管理服务费支付机制（定义详见附件 1），有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，进而有利于提高资产池的回收率。

¹ 毛回收率=未扣除处置费用的资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额

² 过渡期：自初始起算日（含该日）至信托生效日（不含该日）的期间

- **贷款服务机构不良贷款处置经验丰富。**贷款服务机构具有丰富的不良贷款处置经验，能够较好规避信息不对称、处理不及时所带来的回收风险。

关注

- **不良贷款的回收情况具有不确定性。**影响不良贷款处置的因素较多且较复杂，各种事先难以预计的偶然性事件的发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在很大的不确定性。本交易入池贷款为不良信用卡债权，未附带抵押或质押担保，相较于附带抵押/质押物的不良资产，单笔不良债权的回收不确定性较大。
- **可能存在一定的流动性风险。**本交易未设置外部流动性支持机制，不良资产处置过程中的回收金额和回收时间存在较大的不确定性，本交易优先档证券按季付息，优先档证券的利息兑付可能存在一定的流动性风险。
- **存在一定宏观经济系统性风险。**2025年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。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。

评级时间

2026年3月6日

评级项目组

项目负责人：李玲珊 lils@lhratings.com

项目组成员：娄源 louyuan@lhratings.com | 裴帅军 peisj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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）



临期贷款以短信提醒为主；宽限期贷款以短信提示为主，智能外呼提醒为辅；M1 阶段逾期 1—3 天贷款通过智能外呼催收，逾期 4—30 天贷款主要通过人工电话催收；M2/M3 阶段逾期贷款主要通过现场约谈、上门等方式催收；M4 及以上阶段逾期贷款主要通过以诉促收、边诉边调等诉催结合方式开展司法清收。同时，兴业银行信用卡催收合作机构现已全面使用行方系统作业，且建立了合作机构准入机制，明确相应准入标准和程序，实行名单制管理。

2 基础资产特征

本交易入池资产全部为兴业银行不良信用卡债权，资产池分散度极高。

(1) 资产池概况

本交易初始起算日为 2025 年 12 月 26 日二十四点（24:00），入池资产涉及发起机构兴业银行向 115673 户借款人发放的 125346 笔不良信用卡债权。截至初始起算日，资产池未偿本息费余额为 425940.70 万元；入池资产全部为信用类债权，加权平均逾期天数为 253.21 天，加权平均逾期天数较长；单户借款人最高未偿本息费余额占比为 0.02%，单户借款人最高预计回收金额占比为 0.01%，资产池分散度极高。截至初始起算日，资产池统计概要如下图表所示。

图表 3 • 资产池概况

指标	数值	指标	数值
借款人户数（户）	115673	加权平均逾期天数（天）	253.21
贷款笔数（笔）	125346	借款人加权平均年龄（岁）	42.53
未偿本金（万元）	360025.83	预计回收总额（万元）	21901.19
未偿息费（万元）	65914.88	笔均预计回收金额（万元）	0.17
未偿本息费（万元）	425940.70	户均预计回收金额（万元）	0.19
单笔最高本息费（万元）	76.23	单笔最高预计回收金额（万元）	3.04
笔均未偿本息费（万元）	3.40	单户最高预计回收金额（万元）	3.06
户均未偿本息费（万元）	3.68	--	--

注：1. 加权平均指标以初始起算日的资产池未偿本息费余额为权重计算，下同；2. 上述未偿本息费余额为截至初始起算日的未偿本金和未偿息费之和；3. 借款人年龄（岁）=（初始起算日-借款人出生日期）/365，下同；4. 逾期天数系发起机构提供

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

(2) 贷款特征

图表 4 • 五级分类分布

五级分类	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
次级	26403	21.06%	89621.62	21.04%	7486.20	34.18%
可疑	57408	45.80%	159535.04	37.45%	6622.01	30.24%
损失	41535	33.14%	176784.04	41.50%	7792.97	35.58%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 5 • 未偿本息费余额分布

余额区间（万元）	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
(0,5]	97798	78.02%	171578.72	40.28%	10898.22	49.76%
(5,10]	19504	15.56%	135757.16	31.87%	6000.45	27.40%
(10,15]	5428	4.33%	64739.35	15.20%	2828.67	12.92%
(15,20]	1545	1.23%	26394.81	6.20%	1145.51	5.23%
(20,25]	633	0.51%	13981.62	3.28%	567.00	2.59%
(25,30]	266	0.21%	7243.96	1.70%	269.29	1.23%

30 以上	172	0.14%	6245.10	1.47%	192.04	0.88%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

注：本报告的表格中用以描述统计区间两端的“（”以及“）”代表统计区间不包含该端点值，同时“[”以及“]”代表统计区间包含该端点值，下同；
 资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 6 · 信用卡类型分布

卡片类型	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
金卡	67963	54.22%	219331.34	51.49%	11671.19	53.29%
白金卡	37014	29.53%	178881.72	42.00%	8577.96	39.17%
普卡	20347	16.23%	27541.89	6.47%	1643.76	7.51%
钛金卡	21	0.02%	152.24	0.04%	7.70	0.04%
钻石卡	1	0.00%	33.52	0.01%	0.58	0.00%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 7 · 逾期天数分布

逾期天数（天）	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
(90,180]	79870	63.72%	239219.44	56.16%	13535.55	61.80%
(180,270]	19501	15.56%	63310.64	14.86%	2246.78	10.26%
(270,360]	9529	7.60%	41397.77	9.72%	1718.23	7.85%
大于 360	16446	13.12%	82012.86	19.25%	4400.63	20.09%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 8 · 授信额度分布

授信额度（万元）	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
(0,5]	100538	80.21%	229381.15	53.85%	13074.77	59.70%
(5,10]	19998	15.95%	136211.86	31.98%	6188.42	28.26%
(10,15]	3954	3.15%	45143.85	10.60%	1979.04	9.04%
(15,20]	773	0.62%	13168.18	3.09%	588.65	2.69%
20 以上	83	0.07%	2035.67	0.48%	70.31	0.32%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

（3）借款人特征

图表 9 · 借款人年龄分布

年龄（岁）	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
(19,30]	6858	5.47%	12818.43	3.01%	749.34	3.42%
(30,40]	53843	42.96%	177415.77	41.65%	9256.06	42.26%
(40,50]	41585	33.18%	151389.70	35.54%	7683.48	35.08%
50 以上	23060	18.40%	84316.80	19.80%	4212.32	19.23%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 10 • 借款人行业分布

借款人行业	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数 (笔)	占比	余额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
批发和零售业	21018	16.77%	69274.34	16.26%	3584.71	16.37%
制造业	12519	9.99%	48015.89	11.27%	2437.52	11.13%
金融业	6083	4.85%	27122.43	6.37%	1325.31	6.05%
租赁和商务服务业	5119	4.08%	21226.61	4.98%	1061.12	4.85%
建筑业	4443	3.54%	17865.48	4.19%	883.66	4.03%
住宿和餐饮业	6043	4.82%	17384.84	4.08%	919.02	4.20%
交通运输、仓储和邮政业	2359	1.88%	8825.06	2.07%	449.59	2.05%
教育	2155	1.72%	7815.50	1.83%	396.56	1.81%
居民服务、修理和其他服务业	2288	1.83%	7052.60	1.66%	370.00	1.69%
信息传输、软件和信息技术服务业	1435	1.14%	6295.02	1.48%	311.17	1.42%
房地产业	1175	0.94%	5742.73	1.35%	275.01	1.26%
卫生和社会工作	1269	1.01%	4757.91	1.12%	241.08	1.10%
农、林、牧、渔业	1129	0.90%	3902.72	0.92%	190.97	0.87%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	578	0.46%	2513.04	0.59%	120.40	0.55%
公共管理、社会保障和社会组织	330	0.26%	1356.39	0.32%	68.07	0.31%
文化、体育和娱乐业	273	0.22%	960.20	0.23%	49.45	0.23%
科学研究和技术服务业	49	0.04%	223.68	0.05%	9.74	0.04%
其他	57081	45.54%	175606.26	41.23%	9207.80	42.04%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

注：借款人的职业划分为兴业银行内部设定的职业划分方式
 资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 11 • 借款人所在地区分布

地区	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数 (笔)	占比	余额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
济南	12213	9.74%	37655.52	8.84%	1996.82	9.12%
郑州	9099	7.26%	31740.62	7.45%	1600.71	7.31%
广州	6538	5.22%	26049.84	6.12%	1510.92	6.90%
深圳	4766	3.80%	20228.40	4.75%	1029.77	4.70%
南京	6586	5.25%	19399.55	4.55%	959.11	4.38%
长沙	5194	4.14%	18622.55	4.37%	925.99	4.23%
成都	6060	4.83%	17277.58	4.06%	937.15	4.28%
太原	5675	4.53%	15545.90	3.65%	777.17	3.55%
南宁	3750	2.99%	14368.02	3.37%	756.28	3.45%
呼和浩特	4734	3.78%	13828.50	3.25%	701.91	3.20%
石家庄	3698	2.95%	13528.69	3.18%	628.44	2.87%
贵阳	4649	3.71%	12756.91	2.99%	662.73	3.03%
重庆	3500	2.79%	11962.37	2.81%	626.95	2.86%
昆明	3529	2.82%	11924.37	2.80%	583.13	2.66%

杭州	3482	2.78%	11873.51	2.79%	633.01	2.89%
南昌	2974	2.37%	11256.12	2.64%	551.03	2.52%
北京	3280	2.62%	10605.28	2.49%	588.67	2.69%
沈阳	3255	2.60%	10569.88	2.48%	536.00	2.45%
西安	2892	2.31%	10294.24	2.42%	527.14	2.41%
泉州	2597	2.07%	9603.23	2.25%	498.29	2.28%
哈尔滨	3087	2.46%	9273.13	2.18%	528.96	2.42%
其他	23788	18.98%	87576.51	20.56%	4341.00	19.82%
合计	125346	100.00%	425940.70	100.00%	21901.19	100.00%

注：仅列出了本交易入池贷款未偿本息余额占比超过 2.00% 的地区，剩余的归于其他类
资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

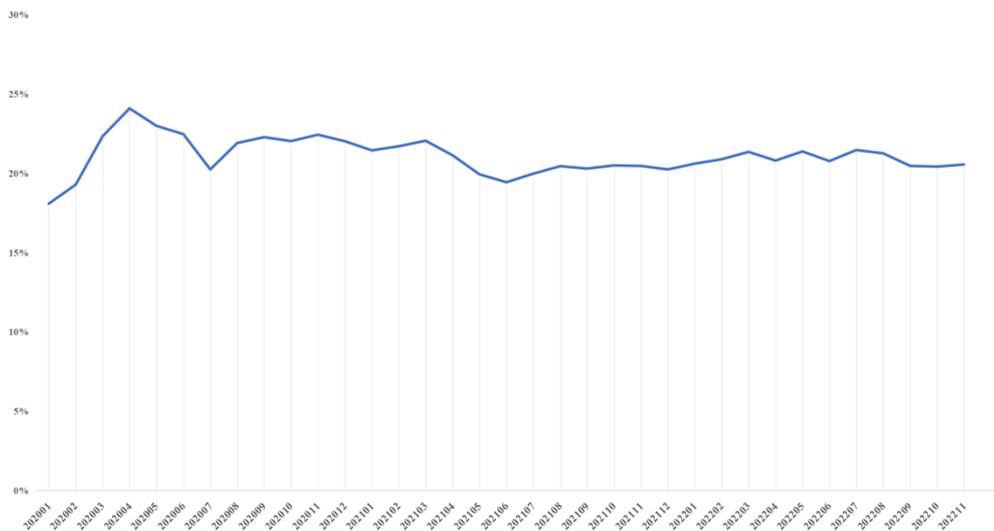
3 现金流预测

信用卡债权具有分散、同质性高、信用回收、同类型资产历史回收数据较为充足等特点，该类资产回收表现通常具有较为显著的统计特征。据此，联合资信采用针对资产池（入池贷款信息）及静态池（历史数据）分池分析、分组匹配的方式对入池资产回收率水平进行初步判断，再结合静态池和资产池回收表现的差异性分析调整、入池资产已实现回收情况、重大外部因素影响以及对未来回收趋势的预期等，得到入池资产在未来特定期间的回收金额及回收分布。

（1）历史数据分析

兴业银行提供了 2020 年 1 月至 2025 年 12 月（其中 2025 年 12 月数据表现未满足整月，未予采用）形成不良的信用卡债权历史回收数据，数据较为充足。由于不良形成时间不同，信用卡债权所适用的催收策略以及经历回收时所处的经济环境有所不同，这将在一定程度上影响总回收水平。如下图所示，兴业银行信用卡债权回收水平早期呈现出一定的波动态势，近期趋于平稳。

图表 12 • 不同不良形成时间的静态池 36 期累计本息费回收率



注：1. 202001 系指不良形成时间为 2020 年 1 月的静态池，以此类推；

2. 图中为经历了完整回收期的静态池，累计回收率 36 期曲线仅包含经历了完整 36 个月回收的静态池，即 2020 年 1 月至 2022 年 11 月成为不良的资产，下同
资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

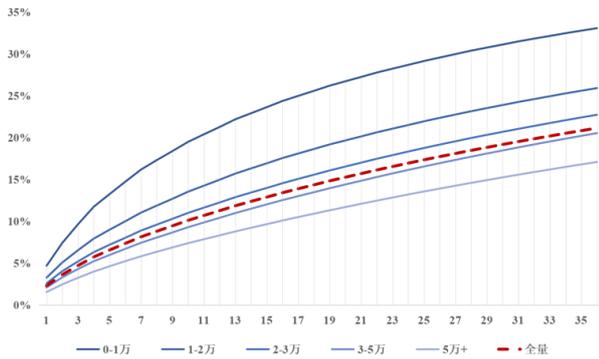
（2）统计分析过程

① 分组维度

为了确保回收预测方法的普适性以及分析过程与结果的稳定性，联合资信采用分池分析的方式对基础资产回收率进行预测。

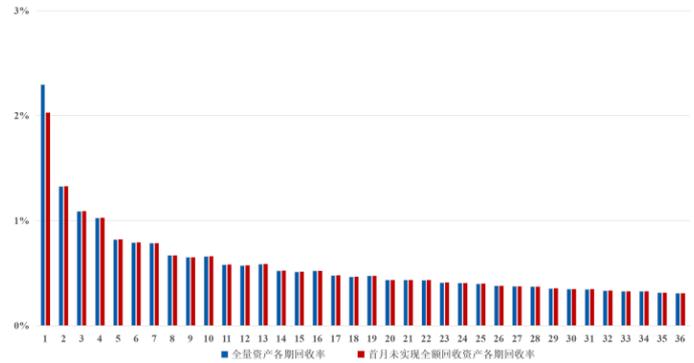
分组维度选取方面，考虑到借款人特征（如是否失联、年龄、职业、收入等）以及贷款特征（不良形成时贷款本息费金额、初始起算日贷款本息费金额、贷款形成不良的时间、贷款类型和额度、区域分布等）均与信用卡债权的回收表现可能存在一定关联，联合资信基于数据准确性、数据时点及时性以及单一因素对于信用卡债权回收表现影响的重要程度，并结合对兴业银行历史数据的统计分析以及项目研究，认为影响回收效果的主要因素有三个：从形成不良到入池所经历的时间（不良账龄）长短、从形成不良到入池是否存在回收和形成不良时本息费余额的大小。下文以可采用静态池成为不良后 36 期累计回收表现为例进行对比分析。

图表 13 • 静态池各未偿本息费分组的 36 期累计回收率



资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

图表 14 • 静态池 36 期各期本息费回收率



资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

形成不良时本息费余额：信用卡债权不良资产的回收主要依赖于自然人借款人自身的还款能力与还款意愿，对于满足小额分散的资产池而言，形成不良时本息费余额较高的入池资产，通常回收表现相对较低。如图表 13 所示，从各金额分组累计本息费回收率曲线差异度可以看出，兴业银行信用卡债权不良资产形成不良时的未偿本息费余额越大，回收率越低。

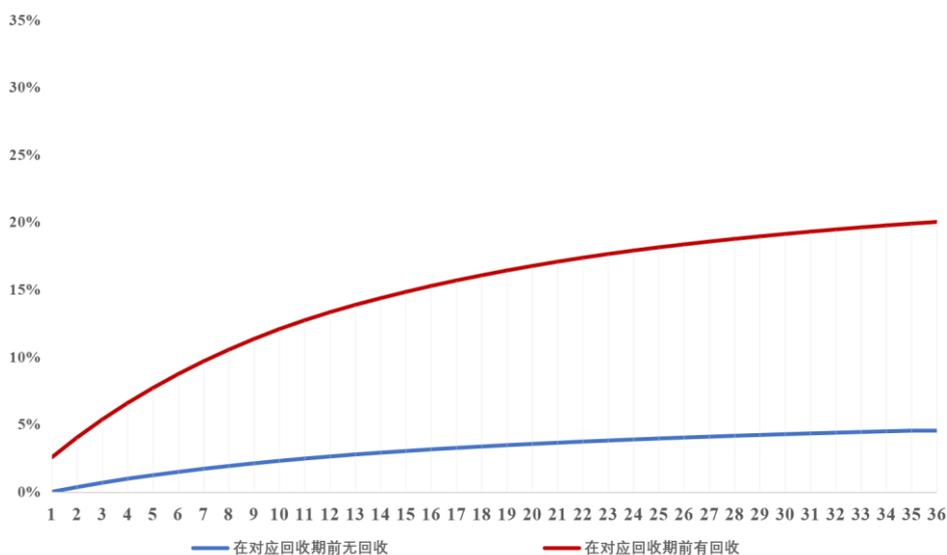
不良账龄：对于满足小额分散的资产池而言，信用卡债权回收分布通常呈现前高后低、现金流随着时间推移衰减的特点。如图表 13 所示，从兴业银行静态池全量资产累计本息费回收率曲线斜率变动趋势可以看出，随着资产不良账龄不断增长，兴业银行信用卡债权月度回收率波动下降。此外，由于入池贷款并没有在其已经历的回收期间内实现全额回收，因此，联合资信在对每笔入池贷款未来的回收情况进行预测时，从全量历史数据中剔除了该笔贷款对应的不良账龄期间内已实现全额回收的资产，并以剩余资产的历史回收情况为预测基准，进而尽可能保证所用历史数据与入池资产的同质性。

以首月未实现全额回收的资产的回收情况为例，其与全量资产的回收情况相比，前者首月回收率明显偏低，并且回收率随着催收时间的增长大体呈波动下降，后续趋于稳定的趋势。具体差异可见图表 14。

还款特征（形成不良后是否有回收）：兴业银行提供的历史回收数据显示，截至初始起算日，资产在形成不良后任一回收期的回收情况与该笔资产在此回收期之前是否有回收有一定关联。一般情况下，截至某个时点，已经实现过回收的贷款后期累计回收率高于未实现过回款的贷款。依据从形成不良到入池是否有回收，可将历史数据分为有回收和无回收两类。

以静态池不良账龄为 1 的资产回收情况为例，截至初始起算日，已实现过回收的贷款 36 期累计回收率高于未实现过回款的贷款。具体差异可见图表 15 所示。

图表 15 • 静态池截至初始起算日不良账龄为 1 的资产 36 期各期本息费累计回收率



资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

综上，本交易最终确定的分组维度及分组区间如下图表所示。

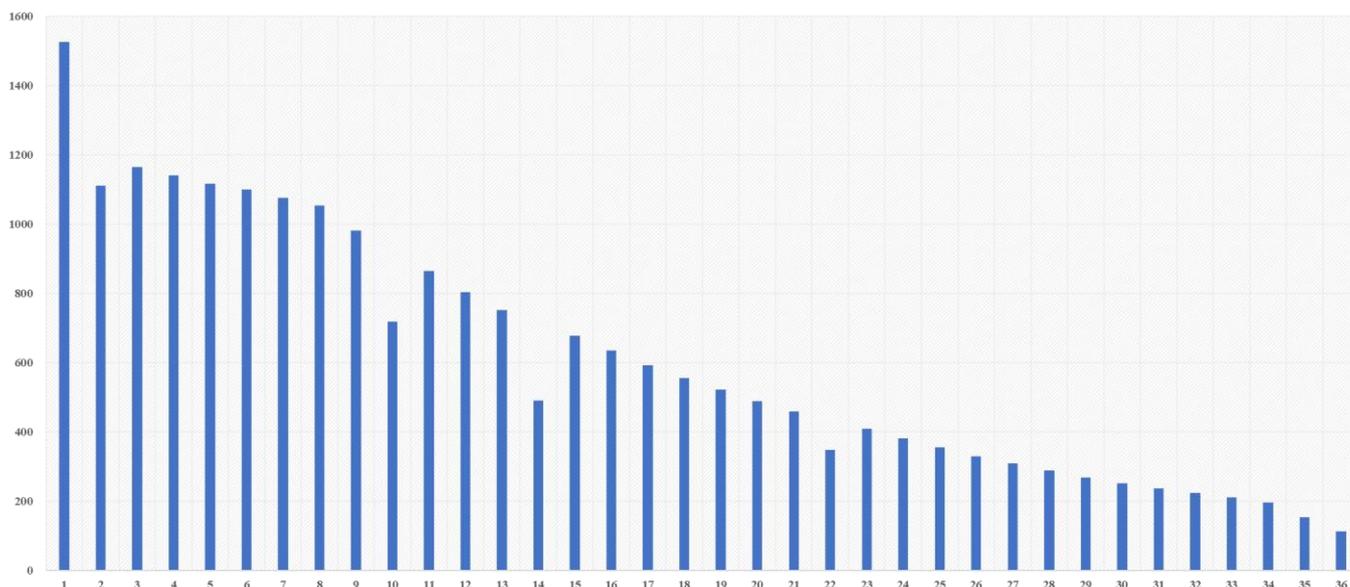
图表 16 • 分组维度及分组区间

分组维度	分组区间
形成不良时本息费余额（万元）	(0,1], (1,2], (2, 3], (3, 5], >5
不良账龄（月）	[0,36]
还款特征（形成不良后是否有回收）	有回收，无回收

②回收金额与分布

根据分析测算，联合资信预测得到资产池预计 36 期毛回收额为 21901.19 万元，即资产池 36 期毛回收率为 5.14%。在此基础上，联合资信对毛回收现金流分布进行季节性调整，得到的预计毛回收金额分布分别如下图表及附件 3 所示。

图表 17 • 资产池预计 36 期毛回收金额及分布（单位：万元）



注：第 1 期为初始起算日 2025 年 12 月 26 日（24:00）至 2026 年 1 月 31 日，后续每期为一个自然月

（3）现金流预测风险因素

①利用历史数据估计资产池未来回收率的风险

本交易现金流预测过程中主要利用兴业银行信用卡债权不良资产的历史回收数据计算回收率，进而估计资产池的未来回收情况。由于历史数据和资产池在某些属性上有所差异，如所处的经济环境有所不同、信用卡债权发放时的准入标准有所不同、债务人的各项属性有所不同等，因此存在回收预测出现偏差的风险。在现金流预测时，联合资信尽量选取属性和资产池比较相近的历史数据作为预测的基础数据。

②催收政策和催收环境变化的风险

在对资产池进行现金流预测时，联合资信假设兴业银行未来的催收政策保持稳定，其与相关催收公司的合作关系保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来现金流的预测产生影响。在现金流预测时，考虑到兴业银行很强的催收管理能力和过去几年稳定的催收政策，联合资信认为该风险的影响较小。

另外，由于信用卡不良的催收工作主要依靠专业的催收公司进行，而整个催收行业承接了国内金融行业众多不同性质的催收工作，在国内整体经济增长承压，金融行业不良率持续上升的背景下，催收行业整体将承受较大的催收业务压力。在估值过程中，考虑到兴业银行与催收公司的合作关系稳定，能够得到催收公司的有力支持；另外，兴业银行在开展委外催收业务时，优先选取经营状况良好、服务质量高、内部管理规范的外部催收机构，并设置了淘汰机制和激励机制，促进外部催收机构良性竞争，提高委外催收效果。

③存在一定宏观经济系统性风险

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。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。在估值过程中，联合资信假定未来经济环境继续承压，在对未来现金流进行预测时施加了一定的压力，力求减小未来经济环境变化带来的不利影响。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。

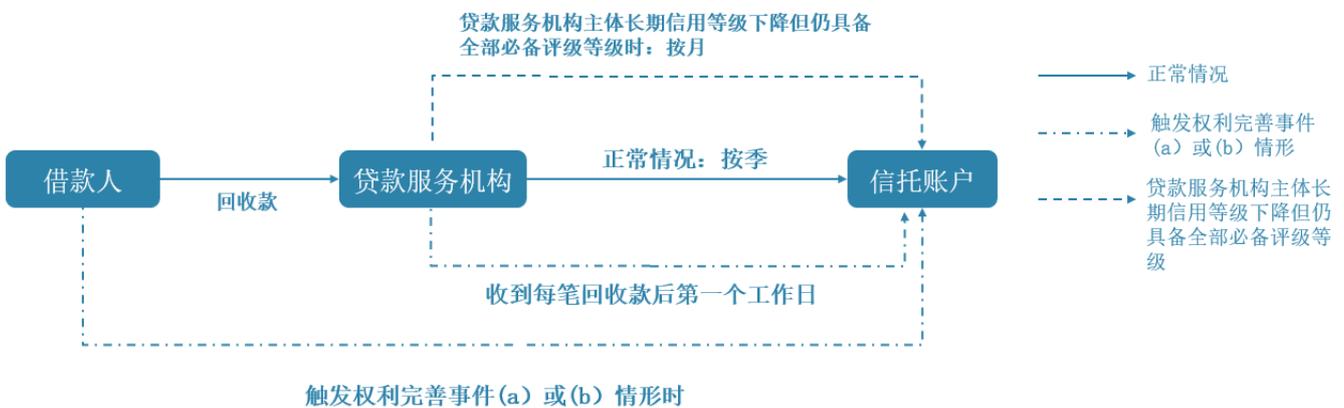
(1) 账户设置

本交易主要涉及信托账户，信托账户下设信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户三个一级分账户，信托付款账户下设信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户和信托分配（证券）账户三个二级分账户。

(2) 现金流流入机制

正常情况下，本交易处置收入转付日（日期定义详见附件 1）为每个计算日（日期定义详见附件 1）至其后第 6 个工作日内的任一日，即按季转付；当贷款服务机构主体长期信用等级下降但仍具备全部必备评级等级时或发生权利完善事件（事件定义详见附件 1）（a）项或（b）项情形时，处置收入转付频率将加快，具体如下图表所示。

图表 18 • 现金流流入机制



资料来源：联合资信根据《信托合同》整理

就处置收入转付的具体安排，在信托设立后，受托人应授权并要求贷款服务机构按照《服务合同》的相关约定，于每个处置收入转付日下午 17:00 前将前一个处置收入转付期间的全部处置收入存入信托账户，并由资金保管机构将该等处置收入记入信托收款账户。

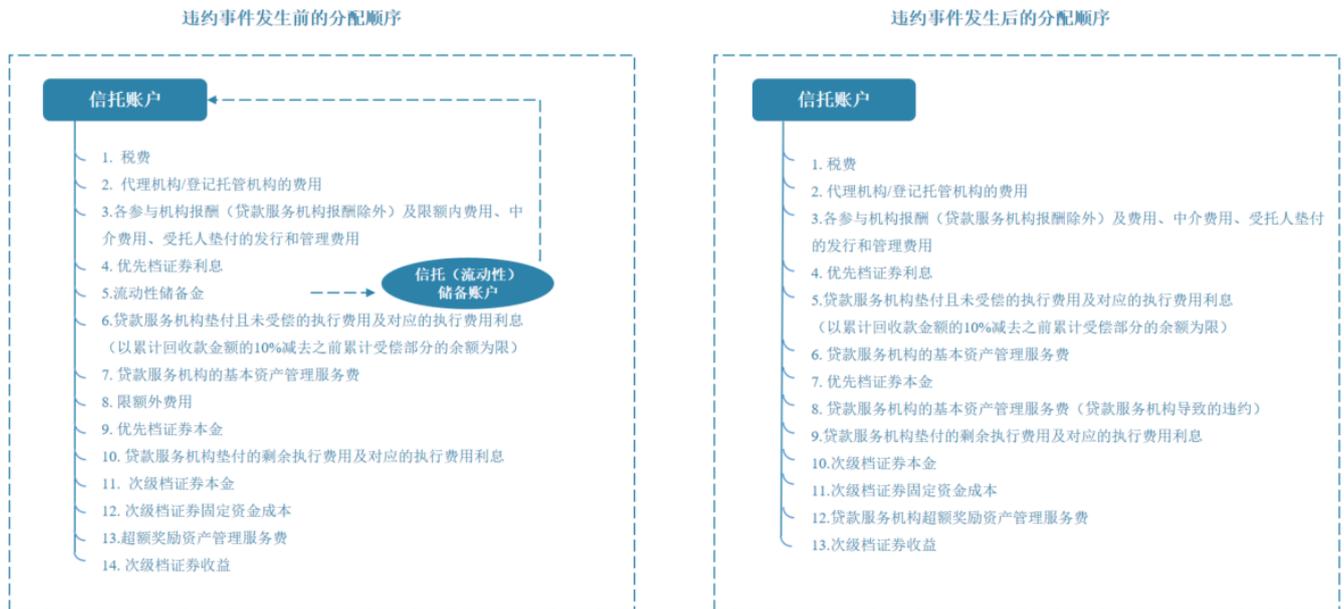
(3) 不合格资产赎回机制

在信托期限内，如委托人或者贷款服务机构发现不合格资产（定义详见附件 1），则委托人或贷款服务机构应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知受托人，受托人有权通知委托人对前述不合格资产予以赎回，委托人应于发出该书面通知要求所在的收款期间的第一个处置收入转付日，将等同于待赎回全部不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户。其中，赎回价格=[截至回购起算日二十四时（24:00）该笔不合格资产的未偿本金余额及全部应付未付利息、费用（如有）、违约金（如有）及其他全部应付款项之和]*初始折扣率（回购起算日定义详见附件 1）。其中，初始折扣率=全部证券截至信托生效日的未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额。

(4) 现金流支付机制

本交易支付日（日期定义详见附件 1）为每个计算日下一个月的第 26 日。本交易现金流支付顺序按照违约事件（事件定义详见附件 1）是否发生有所差异，同时违约事件发生后，不再支付必备流动性储备金额（指标定义详见附件 1）和超过优先支出上限的费用。本交易现金流支付机制如下图表所示。

图表 19 • 现金流支付机制



资料来源：联合资信根据《信托合同》整理

2 内部增信

本交易中，优先/次级结构为核心的内部信用提升机制，同时信托（流动性）储备账户和触发机制安排对相应事件风险起到缓释作用。

（1）优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先档证券和次级档证券。联合资信预测在一般情景下，本交易入池贷款的毛回收率为 5.14%，即毛回收金额 21901.19 万元，本交易优先档证券发行规模为 8200.00 万元，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，优先档证券将获得资产池处置收入的优先偿付。

（2）信托（流动性）储备账户

本交易设置了信托（流动性）储备账户，在发生违约事件前，每个信托分配日，受托人应指令资金保管机构将相应金额记入信托（流动性）储备账户，使该账户的余额不少于必备流动性储备金额。必备流动性储备金额在发生违约事件、优先档证券的全部未偿本金余额及利息偿付完毕或信托终止之前，为下一期按照《信托合同》约定预计所有应付金额[其中涉及各方的费用支出以优先支出上限数额为限，无法提前计算的项目（例如下期的税费）以当期的金额进行计提]之总和的 1.5 倍；发生违约事件、优先档证券全部本息偿付完毕（包括优先档证券的未偿本金余额及利息当期预计可以偿付完毕的情形）或信托终止后，必备流动性储备金额为 0。

在发生违约事件、优先档证券全部未偿本金余额及利息偿付完毕及信托终止之前的每个信托分配日，受托人应指示资金保管机构将该日在信托（流动性）储备账户中的全部金额记入信托收款账户，并按照《信托合同》的约定运用信托收款账户项下的资金。如发生违约事件、优先档证券本息偿付完毕（包括优先档证券的未偿本金余额当期预计可以偿付完毕的情形）或信托终止后的第一个信托分配日，受托人应指示资金保管机构将信托（流动性）储备账户内的全部金额记入信托收款账户，此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。该账户的设置能够较好地缓释因资产池现金流入与优先档证券利息支出错配而导致的流动性风险。

（3）触发机制

本交易设置了违约事件和权利完善事件。违约事件发生后，现金流支付机制将重新安排。同时，本交易也安排了以贷款服务机构的主体长期信用等级和权利完善事件为触发条件的处置收入划转机制。具体而言，当贷款服务机构的主体评级低于特定级别或触发权利完善事件时，将触发处置收入加速划转或者引致还款路径变更。本交易中，触发机制的设置在一定程度上缓释了事件风险的影响。

四、现金流分析及压力测试

1 现金流分析

在完成对资产池中每笔资产的回收估值后，联合资信还需要估计出资产池总回收率的波动情况以判断资产池回收面临的风险。联合资信选取了兴业银行提供的分别在 2020 年 1 月至 2025 年 6 月形成信用卡债权不良资产回收静态池数据。同时，为了尽可能匹配资产池的不良账龄及不良账龄内回收情况等因素，联合资信分别统计出每个静态池中在形成不良第 5 个月尚未全额回收进入不良时应偿本息费的资产的 36 个月总回收金额以及回收率，共计 66 个样本。在估计历史回收波动情况之前，联合资信利用回归方法剔除了样本中时间因素对回收率的影响，统计检验显示残差序列近似服从于正态分布，此分布反映了回收率的波动情况。

在回归模型中，联合资信以样本回收率作为回归模型的被解释变量，以时间作为解释变量，进行线性回归。

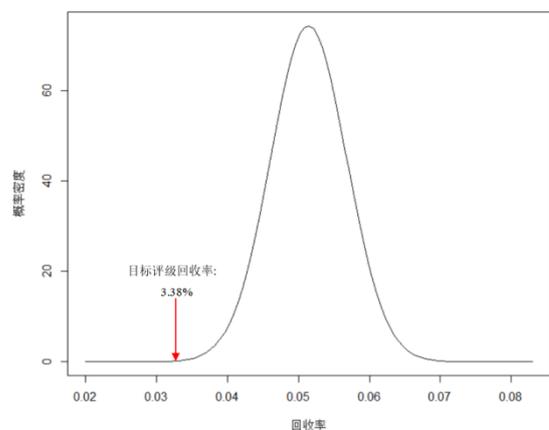
在剔除样本中时间因素对回收率的影响后，联合资信将残差标准化处理，并采用 K-S 统计检验，结果显示残差序列近似服从于正态分布。经过进一步拟合，该正态分布参数如下图表所示。

图表 20 • 正态分布参数

期望	标准差
0.00	0.0054

将上述估计出的回收率波动情况应用于本交易资产池总回收率分布的估计，根据联合资信对于 AAA_{sf} 级证券的置信度要求，并结合本交易资产池过渡期内已实现的回收情况，可计算出本交易资产池 AAA_{sf} 级信用等级下的目标评级回收率，具体如下图表所示。

图表 22 • 回收概率分布图



图表 21 • 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	3.38%

联合资信基于预设的证券发行规模、分层比例及证券预期发行利率，根据信托合同约定的现金流支付顺序、账户设置和触发机制等交易结构安排，编制了特定的现金流模型以返回检验优先档证券拟发行规模能否通过目标信用水平的压力测试。进行压力测试是为了反映出资产池在某些不利情景下产生的现金流对优先档证券本息偿付的覆盖情况，压力测试的输出结果为优先档证券必要回收率，即在优先档证券存续期间的前端处置费用、各项税费、发行费用、各参与机构费用及报酬（优先于优先档证券本金兑付的部分）、优先档证券利息和优先档证券本金之和与资产池期初未偿本息费余额的比值，若优先档证券必要回收率小于相应级别的目标评级回收率，则说明优先档证券通过了该级别的压力测试。

2 压力测试

联合资信主要的压力测试方式包括证券发行利率上浮、回收率下降、回收时间分布改变等。证券发行利率越高，为覆盖证券利息所需的现金流越多，从而压力越大；回收率下降意味着资产池现金流流入低于预期标准，从而加大了优先档证券本息偿付的压力；回收时间分布发生改变可能会影响证券偿付速度和各期证券利息及相关费用（含处置费用）支出的金额，从而影响对优先档证券的保护距离。除了以上三种单因素压力测试外，联合资信还设置了三种因素的组合压力情景。压力测试的相关参数及结果详见如下图表所示。

图表 23 • 压力测试基准条件

参数名称	基准条件
毛回收率	5.14%
回收周期	36 期
优先档证券预期发行利率	2.10%
税率	3.26%
前端费率合计	1.03%
预计信托设立日	2026/03/19

注：本交易首期固定费用已在模型中体现
 资料来源：牵头主承销商提供，联合资信整理

图表 24 • 压力测试结果

压力测试内容	基准		加压情况		优先档证券必要回收率
发行利率情景 1	优先档证券预期发行利率 2.10%		预期发行利率上浮 25BP		2.27%
发行利率情景 2			预期发行利率上浮 50BP		2.27%
回收时间情景 1	回收期 1	22.55%	回收期 1	20.29%	2.26%
	回收期 2	15.03%	回收期 2	15.78%	
	回收期 3	12.57%	回收期 3	12.82%	
	回收期 4	11.05%	回收期 4	11.20%	
	回收期 5	8.23%	回收期 5	8.51%	
	回收期 6	7.63%	回收期 6	7.69%	
	回收期 7	5.91%	回收期 7	6.08%	
	回收期 8	5.23%	回收期 8	5.30%	
	回收期 9	4.24%	回收期 9	4.34%	
	回收期 10	3.46%	回收期 10	3.54%	
	回收期 11	2.88%	回收期 11	2.94%	
	回收期 12	1.22%	回收期 12	1.38%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.12%	
回收时间情景 2	回收期 1	22.55%	回收期 1	18.04%	2.26%
	回收期 2	15.03%	回收期 2	16.54%	
	回收期 3	12.57%	回收期 3	13.07%	
	回收期 4	11.05%	回收期 4	11.35%	
	回收期 5	8.23%	回收期 5	8.79%	
	回收期 6	7.63%	回收期 6	7.75%	
	回收期 7	5.91%	回收期 7	6.26%	
	回收期 8	5.23%	回收期 8	5.37%	
	回收期 9	4.24%	回收期 9	4.44%	
	回收期 10	3.46%	回收期 10	3.62%	
	回收期 11	2.88%	回收期 11	3.00%	
	回收期 12	1.22%	回收期 12	1.55%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.24%	
回收率情景 1	毛回收率 5.14%		回收率下降 5% 比例		2.26%
回收率情景 2			回收率下降 10% 比例		2.24%
组合压力情景 1	--		预计发行利率	上浮 25BP	2.25%
			回收率	下降 5% 比例	

		回收时间	回收期 1	20.29%	
			回收期 2	15.78%	
			回收期 3	12.82%	
			回收期 4	11.20%	
			回收期 5	8.51%	
			回收期 6	7.69%	
			回收期 7	6.08%	
			回收期 8	5.30%	
			回收期 9	4.34%	
			回收期 10	3.54%	
			回收期 11	2.94%	
			回收期 12	1.38%	
			回收期 13	0.12%	
			组合压力情景 2	--	
回收率	下降 10%比例				
回收时间	回收期 1	18.04%			
	回收期 2	16.54%			
	回收期 3	13.07%			
	回收期 4	11.35%			
	回收期 5	8.79%			
	回收期 6	7.75%			
	回收期 7	6.26%			
	回收期 8	5.37%			
	回收期 9	4.44%			
	回收期 10	3.62%			
	回收期 11	3.00%			
	回收期 12	1.55%			
	回收期 13	0.24%			

注：回收期 1 为初始起算日 2025 年 12 月 26 日（24:00）至 2026 年 4 月 30 日，后续回收期为 3 个自然月

压力测试结果显示，各种压力情景下的优先档证券必要回收率均小于 AAA_{sf} 级目标评级回收率 3.38%。

基于上述压力测试结果，“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”项下优先档证券的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}。

五、量化模型外的调整因素

1 法律要素分析

北京市中伦律师事务所本交易出具相关法律意见。根据法律意见：北京市中伦律师事务所本交易出具相关法律意见。根据法律意见：各参与方均具备相应的法律资格，交易结构合法有效。

联合资信收到的法律意见书表明：兴业银行、兴业信托及其他各方均有效存续，具有完全的民事权利能力和民事行为能力签署、交付和履行其作为一方的交易文件，签署、交付和履行的交易文件不违反适用于其各自的中国现行法律、行政法规和部门规章，在交易文件各自约定的生效条件全部满足后，前述交易文件构成对其各自合法的、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”的条款向各方主张权利，除非该等权利主张受到影响债权人权利的破产清算、重整、和解或其他类似法律的限制。

除法律意见书假设的有关事项及以下事项外，兴业银行、兴业信托就签署、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、授权或同意：（1）兴业银行和兴业信托已根据《中国银保监会办公厅关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关

事项的通知》的要求在银登中心办理完毕本项目信息的初始登记；（2）人民银行对兴业银行和兴业信托在全国银行间债券市场注册发行兴瑞系列不良贷款资产支持证券的许可；（3）人民银行对兴业信托根据《信托合同》在全国银行间债券市场发行本次资产支持证券的备案；（4）兴业信托就本项目的关联交易向国家金融监督管理总局进行报告。

信用卡债权的转让和债务人的抵销权与抗辩权：（1）根据《中华人民共和国民法典》的规定，兴业银行作为原始债权人转让信用卡债权，不必办理专门的批准、登记手续，信用卡债权的转让自信托成立时起即在原债权人和受让人之间发生法律效力。兴业银行转让信用卡债权，亦不必取得债务人的同意，但未经通知债务人的，信用卡债权的转让对债务人不发生法律效力，债务人仍向原债权人履行债务，受让人无权要求债务人履行债务。对于债权转让通知对债务人生效，中国目前采用的是通知到达主义，除国有商业银行向金融资产管理公司转让不良贷款债权以外，转让信用卡债权的兴业银行如在信托生效后，就债权转让的事实逐一通知债务人，则债权转让可对债务人生效。此外，根据《信贷资产证券化试点管理办法》的规定，转让信用卡债权的发起机构应在全国性媒体上发布公告，将通过设立特定目的信托转让信用卡债权事项，告知相关权利人。若国家金融监督管理总局或其他监管部门对于信贷资产证券化中信用卡债权的转让还有其他要求的，应从其规定。（2）兴业银行转让信用卡债权，受让人的权利可能受到债务人对于原债权人的抵销权和抗辩权的影响。根据《民法典》的规定，债务人接到原债权人的债权转让通知时，债务人对原债权人享有债权，并且该债权先于转让的信用卡债权到期或者同时到期的，或者债务人的债权与转让的信用卡债权是基于同一合同产生的，债务人可以向受让人主张抵销权。另一方面，债务人接到债权转让通知后，债务人此前就已经享有的对抗原债权人的抗辩权，可以向受让人主张。

在《信托合同》约定的信托生效的前提条件全部满足且委托人将信托财产交付给受托人后，信托生效。信托一经生效，委托人信托给受托人的资产即与委托人未设立信托的其他财产相区别，但过渡期收到的资产池的所有回收款在委托人实际交付至信托账户后方能与委托人未设立信托的其他财产相区别而成为信托财产。在信托生效后，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其清算财产，但是委托人持有的信托受益权（包含以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产。信托财产亦与属于受托人所有的财产相区别。受托人依法解散、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。在兴业银行、兴业信托已在银登中心办理完毕本项目信息的初始登记和人民银行依法完成对本项目的注册和备案后，如果各方均依据《信托合同》《主承销协议》发行和销售资产支持证券，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。

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。该等资产支持证券不是委托人的负债，委托人对资产支持证券的收益做出任何保证或担保，除了《信托合同》明确约定的职责外，委托人不承担任何默示的承诺或者义务，并不做出任何进一步的陈述与保证。资产支持证券也不是受托人的负债，除因受托人故意、欺诈或重大过失致使信托财产遭受损失外，受托人按照《信托合同》约定以信托财产为限向资产支持证券持有人承担支付信托利益的义务，对信托利益不作任何保证或担保。《主定义表》《信托合同》《服务合同》《资金保管合同》《主承销协议》没有违反中国现行法律、行政法规和部门规章，本项目交易结构合法有效。

2 交易结构风险分析

本交易主要面临混同风险、抵销风险、流动性风险和再投资风险。各项风险在本交易中或得到缓释处理或已有充分考量，均处于可控状态。

（1）混同风险

混同风险是指因贷款服务机构发生信用危机，贷款组合的本息费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。

正常情况下，本交易处置收入按季划转，转付频率尚可。此外，本交易安排了以贷款服务机构的主体长期信用等级变化和权利完善事件为触发条件的处置收入高频转划机制来缓释贷款服务机构的混同风险。当联合资信和/或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 AA 级时，处置收入转付日为每个计算日至其后第 6 个工作日内的任一工作日；当联合资信和/或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 级，但贷款服务机构仍具备全部必备评级等级时，处置收入转付频率变为按月划转，且处置收入转付日为每个自然月最后一日至其后第 3 个工作日内的任一工作日；当发生权利完善事件（a）项或（b）项情形时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人、担保人（如有）仍将处置收入划付至贷款服务机构的，处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后的第 1 个工作日。

本交易处置收入转付频率尚可，上述安排缓释了混同风险。同时，作为贷款服务机构，兴业银行良好的经营能力、稳健的财务状况有助于缓释混同风险。

（2）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费回收出现风险。

本交易文件约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则委托人应无时滞地将相当于被抵销款项的资金全额支付给贷款服务机构，作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。

如果委托人对借款人有多笔债权，且借款人依法行使抵销权，借款人未声明其具体抵销债权的，则委托人应与借款人确认被抵销债权是否属于信托财产并向受托人提供相关证明。如无法判断被抵销债权是否属于信托财产，则委托人和受托人同意按照实际抵销债权之日委托人和受托人（代表信托）对借款人的未偿债权金额的比例在委托人和受托人（代表信托）之间分配。如果被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应按前述约定履行义务。

兴业银行自身财务状况稳健，盈利能力强，风控制度完善。联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起机构兴业银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（3）流动性风险

不良贷款在处置过程中往往受到多种不确定性因素的干扰，导致现金流回收时间具有一定不规则性，有可能引发流动性风险。

一方面，信用卡债权具有单笔贷款金额小、笔数多、分散性好的特点，在资产池的资产数量较多的情况下，整体回收水平较为稳定；另一方面，本交易设置了信托（流动性）储备账户，且在过渡期内资产池将产生一定金额的现金回收，能够在信托成立后及时补足流动性储备金额。以上两点能够较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

（4）再投资风险

在本交易的各个偿付期内，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，本交易制定了下述合格投资标准：受托人有权指示资金保管机构将信托账户中待分配的资金按《信托合同》的约定投资于（a）受托人与合格实体[指主体长期信用等级高于或等于中债资信给予的 A⁺级、且高于或等于联合资信给予的 AA 级（或当某一主体没有联合信信的长期信用等级时，由联合资信确认其主体信用质量评估结果能够支持联合资信对相关债项的评级）的金融机构]进行的以人民币计价和结算的金融机构存款；和（b）符合监管规定的、低风险、高流动性的国债、政策性金融债、货币市场基金。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于下一个信托分配日上午九点（9:00）前到期。较为严格的合格投资标准能够有效降低再投资风险。

3 参与机构履职能力分析

本交易各主要参与方均具备相应的履职能力，能够为本交易提供良好的服务。

（1）委托人/发起机构/贷款服务机构

本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构为兴业银行。

兴业银行成立于 1988 年 8 月，是经国务院、中国人民银行批准成立的首批股份制商业银行之一，于 2007 年 2 月 5 日在上海证券交易所正式挂牌上市，股票代码为“601166.SH”。截至 2025 年 9 月底，兴业银行股本总额 211.63 亿股，福建省金融投资有限责任公司持股比例最高，所持比例为 16.59%。

在风险管理方面，兴业银行制定了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的事前、事中、事后风险控制体系，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、国别风险、银行账簿利率风险、声誉风险、战略风险、信息科技风险、洗钱风险等纳入全面风险管理范畴，进一步明确明确了董事会、监事会、高级管理层、操作执行层在风险管理上的具体职责，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。

兴业银行建立并持续完善信用风险管理体系，提升信用风险管理专业化水平和精细化程度，优化贷投向及客户结构，不断强化信贷业务全流程风险管控，实现风险和收益平衡，有效控制风险。加强重点领域、重点分行资产质量管控。总行建立行领导挂钩督导和重点领域风险防控敏捷小组机制，分行成立一把牵头的风险处置专班，提高决策的灵敏性、及时性，整合全集团专业力量，抢抓风险化解政策机遇，持续推进房地产、地方政府融资平台、信用卡等重点领域的风险化解，并取得明显成效。兴业银行建立潜在风险项目的监控体系，及时掌握资产质量变动趋势，推动潜在风险项目的前瞻性化解，有效控制新发生不良增长。

截至 2024 年底，合并口径下，兴业银行资产总额 105078.98 亿元，其中发放贷款和垫款净额 56088.59 亿元；负债总额 96142.87 亿元；股东权益 8936.11 亿元。截至 2024 年底，兴业银行不良贷款率 1.07%，拨备覆盖率 237.78%；资本充足率为 14.28%，一级资本充足率为 11.23%，核心一级资本充足率为 9.75%。2024 年，兴业银行实现营业收入 2122.26 亿元，净利润 774.91 亿元。

截至 2025 年 9 月底，合并口径下，未经审计的财务报告显示，兴业银行资产总额 106732.53 亿元，负债总额 97707.88 亿元，股东权益 9024.65 亿元。截至 2025 年 9 月底，兴业银行不良贷款率 1.08%，拨备覆盖率 227.81%；资本充足率为 13.85%，一级资本充足率为 10.97%，核心一级资本充足率为 9.66%。2025 年 1—9 月，兴业银行实现营业收入 1612.34 亿元，净利润 633.44 亿元。

兴业银行盈利能力强，风控制度完善。本交易还设置了贷款服务机构的超额奖励资产管理服务费支付机制，贷款服务机构可获得在按照交易文件约定的现金流分配顺序支付完毕次级档证券固定资金成本之后按照《服务合同》确定的贷款服务机构超额奖励资产管理服务费。超额奖励资产管理服务费的设置进一步促进贷款服务机构的履职意愿，有助于提高资产池的回收率。

兴业银行作为本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构，盈利能力强，风控制度完善，能够很好地履行其相应的职能。

（2）受托人/受托机构

本交易的受托人/受托机构为兴业信托。

兴业信托成立于 2003 年 3 月。2011 年 1 月，经国务院同意以及中国银行保险监督管理委员会批准，兴业信托由兴业银行控股，成为经国务院特批的我国第三家银行系信托公司，同时也是我国第一批引进境外战略投资者的信托公司。截至 2024 年底，兴业信托股本总额为 100.00 亿元，主要股东总数为 5 家，其中兴业银行、福建华投投资有限公司、福建省华兴集团有限责任公司为关联方，合并持有兴业信托股权比例为 82.33%，其中兴业银行为兴业信托控股股东，实际控制人，持股比例为 73.00%。

截至 2024 年底，兴业信托资产总额为 666.37 亿元，所有者权益为 218.95 亿元。截至 2024 年底，信托业务方面，兴业信托信托资产 4044.27 亿元；固有业务方面，信用风险资产总计 180.52 亿元，其中不良资产金额合计 84.72 亿元，兴业信托已按照相关要求足额计提拨备。2024 年，兴业信托实现营业收入 49.03 亿元，利润总额 1.04 亿元，净利润 0.94 亿元。

在风险管理组织建设方面，兴业信托严格执行前、中、后台分立运行的业务流程：前台负责对业务进行前期立项、初步论证、尽职调查、方案设计和材料收集；中台贯穿业务的决策程序和管理环节，负责业务的合法合规性审核、项目评估和业务审批，负责对业务的运营维护；后台负责对信托业务和自营业务的支持保障，包括财务管理和会计核算、科技支持、审计监督等，对前中台提供支持服务和监督评价等。兴业信托前、中、后台形成高效配合和有效制衡运行机制。

兴业信托拥有稳健的财务实力、完善的风险管理组织建设，本交易因受托机构尽职能力或意愿影响而引发风险的可能性较小。

（3）资金保管机构

本交易的资金保管机构为平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）。

平安银行的前身是深圳发展银行，深圳发展银行成立于 1987 年 12 月，系原深圳经济特区内六家农村信用社改组设立的股份有限公司。该行于 1991 年 4 月在深圳证券交易所上市，是中国第一家面向社会公众公开发行股票并上市的商业银行。截至 2025 年 9 月底，平安银行总股本 194.06 亿元，第一大股东为平安集团，其持股比例为 49.56%。

截至 2024 年底，平安银行资产总额 57692.70 亿元，负债总额 52744.28 亿元，股东权益 4948.42 亿元。截至 2024 年底，平安银行不良贷款率 1.06%；拨备覆盖率 250.71%，资本充足率 13.11%，一级资本充足率 10.69%，核心一级资本充足率 9.12%。2024 年，平安银行实现营业收入 1466.95 亿元，利润总额 547.38 亿元，净利润 445.08 亿元。

根据未经审计的财务报表，截至 2025 年 9 月底，平安银行资产总额为 57667.64 亿元，负债总额为 52488.34 亿元，股东权益 5179.30 亿元。2025 年 1—9 月，平安银行实现营业收入 1006.68 亿元，利润总额 459.20 亿元，净利润 383.39 亿元。

托管业务方面，平安银行围绕“托管+服务”，优化产品结构，并依托资产托管的全业务链经营能力，完善“托管+融资+投资”一体化服务体系，将托管服务向投资链条的各个环节延伸，提升综合服务优势，实现客户的深度经营。截至 2025 年 6 月底，平安银行资管类产品托管资产规模 4.88 万亿元。

内部控制方面，平安银行注重优化内部控制管理体系，提升内部控制管理水平。一是法律合规部作为内控管理职能部门，牵头内部控制管理体系的统筹规划，优化完善内部控制管理政策、框架、工具、流程、运作规范等，发挥内部控制体系的强基固本作用，提升防范化解重大风险的能力。二是建立健全监督制约均衡、职责分离明确的内部控制管理机制，完善授权管控、风险监控、业务检查、内部控制报告和纠正机制，夯实内部控制核心能力建设。三是推进信息化建设，运用科技手段赋能内部控制管理，升级完善部门控制检查体系，提升管理工具的精细化和智能化水平。四是提升内部控制有效性，组织推动内部控制自我评估，检视内部控制的执行情况。五是强化内部控制的管理效能，跟踪监督内部控制管理状况，提升依法合规经营和抗风险能力。六是推进内部控制管理文化建设，培育良好的企业内部控制文化。

整体来看，平安银行财务状况良好，具有丰富的托管业务经验，作为本交易的资金保管机构，能够较好地履行其相应的职能。

综上所述，结合对本交易的法律要素、交易结构风险、参与机构履职能力等因素的综合分析，联合资信认为无需调整优先档证券的信用等级。

六、评级结论

联合资信基于发起机构提供的基础资产相关资料及尽职调查所获信息，通过对本交易所涉及的资产池回收金额估值和回收时间预测、交易结构、量化模型测试、量化模型外调整因素等因素的综合考量，确定“兴瑞 2026 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评级。

上述优先档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，违约概率极低。

附件 1 本交易相关定义

一、日期相关定义

1. 计算日

系指每年 1 月、4 月、7 月、10 月的最后一日。其中，第一个计算日将为 2026 年 4 月 30 日，最后一个计算日为信托终止日。特别的，在优先档证券的本金和利息全部偿付完毕后，计算日为每个自然月的最后一日。

2. 处置收入转付日

处置收入转付日按照如下规则确定：

(a) 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（或当相关主体没有联合资信的长期信用等级时，由联合资信确认其主体信用质量评估结果能够支持联合资信对相关债项的评级）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 AA 级时，处置收入转付日为每个计算日至其后第 6 个工作日内的任一日；

(b) 当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 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 AA 级（或当相关主体没有联合资信的长期信用等级时，由联合资信确认其主体信用质量评估结果能够支持联合资信对相关债项的评级），但贷款服务机构仍具备全部必备评级等级时，处置收入转付日为每个自然月最后一日至其后第 3 个工作日内的任一工作日；

(c) 当发生权利完善事件（a）项或（b）项情形时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人、担保人（如有）将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人、担保人（如有）仍将回收款支付至贷款服务机构的，处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后的第 1 个工作日。

(d) 委托人行使清仓回购权利的，如贷款服务机构届时仍存在尚未转付予信托的、资产于回购起算日二十四点（24:00）前所产生的处置收入的，处置收入转付日为委托人或其协调的第三方向受托人发出《清仓回购承诺通知书》后的 8 个工作日内的任一工作日（但最晚不得晚于委托人发出《清仓回购通知书》所在收款期间结束后的第 6 个工作日）。

如果评级机构中任一家给予贷款服务机构的主体长期信用等级评级在某一处置收入转付期间内发生变化且因此需要改变处置收入转付日时，自该处置收入转付期间届满之日起，相关处置收入转付日按照前述规则进行相应的改变。处置收入转付日发生上述改变之后，即使贷款服务机构的主体长期信用等级重新提高，处置收入转付日的频率也不再恢复。

3. 支付日

系指每个计算日下一个月的第 26 日，如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日。特别的，第一个支付日为 2026 年 5 月 26 日，最后一个支付日为信托清算完毕后 10 个工作日内的任一工作日，但信托因委托人或其协调的第三方行使清仓回购权利而终止的，信托终止后的支付日应为委托人或其协调的第三方发出《清仓回购承诺通知书》且已经将等同于清仓回购价格的资金转付至信托账户，且贷款服务机构已将归属于信托的全部处置收入转付至信托账户后的第 8 个工作日。

4. 回购起算日

(a) 就《信托合同》约定的不合格资产的赎回而言，回购起算日系指受托人提出赎回相应不合格资产要求的当日或书面赎回通知记载的日期，但不晚于受托人提出赎回相应不合格资产要求所在收款期间的最后一日。但如果委托人在首个收款期间结束前赎回不合格资产，则回购起算日为委托人和受托人共同确定的日期。(b) 就《信托合同》约定的清仓回购而言，回购起算日系指委托人或其协调的第三方向受托人发出《清仓回购通知书》的当日。

二、与资产池、信托相关定义

1. 合格标准

就每一笔信用卡债权及其附属担保权益（如有）而言，系指在初始起算日和信托财产交付日（以下各项对时间另有说明的除外）满足以下合格标准，如任一笔信用卡债权于初始起算日之后且在信托财产交付日之前被清偿完毕，则就该笔信用卡债权及其附属担保权益（如有）而言，仅在初始起算日（以下各项对时间另有说明的除外）满足如下合格标准：

(a) 借款人在申请信用卡账户时为中国公民或永久居民，且年满 18 周岁；

(b) 相关信用卡账户项下的所有应付金额均以人民币为单位；

(c) 资产均由借款人在相关信用卡账户项下进行取现、消费等交易所形成，且在信托财产交付日前借款人对该等交易的事实（包括该等交易金额）未提出异议；

(d) 根据兴业银行的贷款风险分类标准，资产在初始起算日为次级、可疑或损失类；

- (e) 兴业银行已办理相关信用卡账户的停卡手续；
- (f) 信用卡账户及资产适用中国法律；
- (g) 借款人在兴业银行的信用卡账户项下的全部未偿债务均入池；
- (h) 兴业银行合法拥有每笔资产，且未在资产上设定质押或其他权利负担；
- (i) 自初始起算日起至信托财产交付日，兴业银行未曾主动减免每笔信用卡债权对应的本金；
- (j) 兴业银行在相关信用卡账户项下不享有除债权之外的抵债资产；
- (k) 信用卡债权未根据兴业银行标准程序予以核销；
- (l) 资产可以进行合法有效的转让，无需取得借款人或任何第三方的同意。

2. 不合格资产

系指在初始起算日二十四点（24:00）或信托财产交付日或《信托合同》约定的其他时间不符合资产保证的资产。

三、事件相关定义

1. 违约事件

违约事件系指以下任一事件：

- (a) 信托财产在支付日后 5 个工作日内（或在证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时存在的优先档证券应付未付利息的（但只要优先档证券的利息得到足额支付，即使次级档证券收益未能得到足额支付的，也不构成违约事件）；
- (b) 信托财产在法定到期日后 10 个工作日内（或在证券持有人大会允许的宽限期内）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档证券本金的。

2. 贷款服务机构解任事件

贷款服务机构解任事件系指以下任一事件：

- (a) 贷款服务机构未能于处置收入转付日根据《服务合同》按时付款（除非由于贷款服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款，而经受托人同意处置收入转付日顺延），且在处置收入转付日或顺延后的 5 个工作日内仍未付款；
- (b) 贷款服务机构停止或明确表示将停止其信用卡业务；
- (c) 发生与贷款服务机构有关的丧失清偿能力事件；
- (d) 贷款服务机构未能保持履行《服务合同》项下实质性义务所需的资格、许可、批准、授权和/或同意，或上述资格、许可、批准、授权和/或同意被中止、收回或撤销；
- (e) 贷款服务机构未能按时提供相关的期间贷款服务机构报告或相关会计年度的年度贷款服务机构报告（除非由于贷款服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时提供，而经受托人同意期间贷款服务机构报告日或年度贷款服务机构报告的日期顺延），且在其应当提供报告的最晚日期或顺延后的 3 个工作日内仍未提交；
- (f) 贷款服务机构严重违反：(i) 除付款义务和提供报告义务以外的其他义务；(ii) 贷款服务机构在交易文件中所做的任何陈述和保证，且在贷款服务机构实际得知（不管是否收到受托人的通知）该等违约行为后，该行为仍持续超过 30 个工作日，以致对资产池的回收产生重大不利影响；
- (g) 证券持有人大会合理认为已经发生与贷款服务机构有关的重大不利变化；
- (h) 仅在兴业银行为贷款服务机构时，贷款服务机构在信托生效后 90 日内，未能按照受托人的要求，对《服务合同》指明的所有账户记录原件以及与上述账户记录相关的所有文件按《服务合同》的约定进行保管；
- (i) 在将对贷款服务机构报告执行商定程序的报告的审阅结果书面通知贷款服务机构后的 90 日内，受托人合理地认为：(i) 贷款服务机构已经实质性违反其在任何交易文件中所做的陈述或保证；或 (ii) 审阅结果无法令人满意时，受托人应立即通知贷款服务机构。贷款服务机构在接到该通知后 5 个工作日内应向受托人书面出具回复意见。如果受托人对贷款服务机构的书面回复意见仍不满意，则受托人将上述相关事项提交证券持有人大会决议，且证券持有人大会合理认为已经发生重大不利影响；

3. 权利完善事件

权利完善事件系指以下任一事件：

- (a) 发生任何一起贷款服务机构解任事件，导致贷款服务机构被解任；
- (b) 贷款服务机构不具备任一必备评级等级；
- (c) 委托人不具备任一必备评级等级；
- (d) 委托人发生任何一起丧失清偿能力事件。

4. 丧失清偿能力事件

就委托人、受托人、贷款服务机构、后备贷款服务机构及资金保管机构而言，系指以下任一事件：

- (a) 经国务院金融监督管理机构（如国家金融监督管理总局，下同）同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或国务院金融监督管理机构向人民法院提出对上述机构进行重整或破产清算的申请；
- (b) 其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在 120 个工作日内被驳回或撤诉；
- (c) 上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向国务院金融监督管理机构申请解散；
- (d) 国务院金融监督管理机构根据《金融机构撤销条例》规定责令上述机构解散；
- (e) 国务院金融监督管理机构公告将上述机构接管；
- (f) 上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的中国法律被视为不能按期偿付债务；或
- (g) 上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。

四、指标相关定义

1. 必备评级等级

就联合资信的评级系统而言，系指 AA⁻级（或当某一主体没有联合资信的长期信用等级时，由联合资信确认其主体信用质量评估结果能够支持联合资信对相关债项的评级）及更高的主体长期信用等级；就中债资信的评级系统而言，系指 AA⁻_{ori}级及更高的主体长期信用等级。

2. 必备流动性储备金额

必备流动性储备金额系指如下金额：

- (a) 信托（流动性）储备账户中存放的流动性储备金的必备金额。具体而言，在发生违约事件、优先档证券的全部未偿本金余额及利息偿付完毕或信托终止之前，为下一期按照《信托合同》约定的预计所有应付金额[其中涉及各方的费用支出以优先支出上限数额为限，无法提前计算的项目（例如下一期的税费）以当期的金额进行计提]之总和的 1.5 倍。
- (b) 发生违约事件、优先档证券本息偿付完毕（包括优先档证券的未偿本金余额当期预计可以偿付完毕的情形）或信托终止后，必备流动性储备金额为 0。

3. 超额奖励资产管理服务费支付机制

超额奖励资产管理服务费为按照《信托合同》约定的现金流分配顺序，在支付完毕所有次级档证券固定资金成本之后，如有剩余资金的，剩余资金由受托人按照如下比例向贷款服务机构支付，作为贷款服务机构的超额浮动报酬：受托人第一次向贷款服务机构支付的超额奖励资产管理服务费为届时信托收款账户剩余金额的 80%；受托人第二次起向贷款服务机构支付超额奖励资产管理服务费的，受托人每一次应当支付的超额奖励资产管理服务费占届时信托收款账户剩余金额的比例为：上一次超额奖励资产管理服务费的支付比例/2+50%，金额四舍五入到分。超额奖励资产管理服务费取决于资产池的回收情况、处置费用及对应的处置费用利息的支付情况和次级档证券的收益状况，受托人对其不作担保。

附件 2-1 入池贷款未偿本息费余额占比前二十大借款人回收情况表

序号	未偿本息费余额（万元）	余额占比	贷款五级分类	预计回收金额（万元）	预计回收占比
借款人 1	76.23	0.02%	损失	1.98	0.01%
借款人 2	72.55	0.02%	损失	0.84	0.00%
借款人 3	71.68	0.02%	损失	0.00	0.00%
借款人 4	66.09	0.02%	损失	0.00	0.00%
借款人 5	65.98	0.02%	损失	2.43	0.01%
借款人 6	63.37	0.01%	损失	1.01	0.00%
借款人 7	59.49	0.01%	可疑	0.00	0.00%
借款人 8	57.18	0.01%	损失	0.00	0.00%
借款人 9	55.50	0.01%	损失	2.37	0.01%
借款人 10	55.14	0.01%	损失	0.00	0.00%
借款人 11	54.97	0.01%	损失	0.95	0.00%
借款人 12	52.21	0.01%	损失	0.91	0.00%
借款人 13	47.80	0.01%	损失	0.00	0.00%
借款人 14	47.37	0.01%	损失	0.00	0.00%
借款人 15	46.25	0.01%	损失	0.44	0.00%
借款人 16	46.11	0.01%	损失	0.35	0.00%
借款人 17	45.93	0.01%	损失	0.00	0.00%
借款人 18	44.67	0.01%	损失	0.51	0.00%
借款人 19	44.06	0.01%	损失	2.12	0.01%
借款人 20	43.39	0.01%	损失	1.50	0.01%
合计	1115.97	0.26%	—	15.41	0.07%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

附件 2-2 回收金额占比前二十大资产的特征情况表

序号	未偿本息费余额 (万元)	借款人职业	借款人地区	担保方式	预计回收金额 (万元)	预计回收占比
入池贷款 1	37.94	制造业	宁波	信用	3.04	0.01%
入池贷款 2	37.44	金融业	广州	信用	3.00	0.01%
入池贷款 3	36.53	批发和零售业	重庆	信用	2.92	0.01%
入池贷款 4	31.64	其他	青岛	信用	2.53	0.01%
入池贷款 5	31.26	金融业	广州	信用	2.50	0.01%
入池贷款 6	29.80	其他	深圳	信用	2.50	0.01%
入池贷款 7	30.38	其他	杭州	信用	2.43	0.01%
入池贷款 8	65.98	建筑业	西安	信用	2.43	0.01%
入池贷款 9	30.28	制造业	深圳	信用	2.42	0.01%
入池贷款 10	29.94	制造业	济南	信用	2.42	0.01%
入池贷款 11	55.50	信息传输、软件和信息技术服务业	深圳	信用	2.37	0.01%
入池贷款 12	28.89	其他	深圳	信用	2.31	0.01%
入池贷款 13	28.82	制造业	武汉	信用	2.31	0.01%
入池贷款 14	27.32	其他	泉州	信用	2.31	0.01%
入池贷款 15	28.63	批发和零售业	重庆	信用	2.29	0.01%
入池贷款 16	28.54	租赁和商务服务业	北京	信用	2.29	0.01%
入池贷款 17	28.44	其他	石家庄	信用	2.28	0.01%
入池贷款 18	37.32	其他	济南	信用	2.22	0.01%
入池贷款 19	27.50	批发和零售业	济南	信用	2.20	0.01%
入池贷款 20	37.64	教育	济南	信用	2.17	0.01%
合计	689.79	—	—	—	48.94	0.22%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

附件3 资产池预计毛回收金额及预计回收时间分布

预计回收时间	预计毛回收金额（万元）	金额占比
2025/12/26 (24:00) ~2026/04/30	4938.17	22.55%
2026/05/01~2026/07/31	3292.16	15.03%
2026/08/01~2026/10/31	2753.72	12.57%
2026/11/01~2027/01/31	2419.78	11.05%
2027/02/01~2027/04/30	1802.44	8.23%
2027/05/01~2027/07/31	1670.49	7.63%
2027/08/01~2027/10/31	1295.03	5.91%
2027/11/01~2028/01/31	1145.65	5.23%
2028/02/01~2028/04/30	927.86	4.24%
2028/05/01~2028/07/31	758.35	3.46%
2028/08/01~2028/10/31	630.82	2.88%
2028/11/01~2028/12/31	266.73	1.22%
合计	21901.19	100.00%

附件 4 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构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本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。