

鸿富 2025 年第二期不良资产 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〔2025〕3952号

联合资信评估股份有限公司通过对“鸿富 2025 年第二期不良资产支持证券信用评级报告”的信用状况进行综合分析和评估，确定“鸿富 2025 年第二期不良资产支持证券信用评级报告”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

二〇二五年六月六日

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，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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。

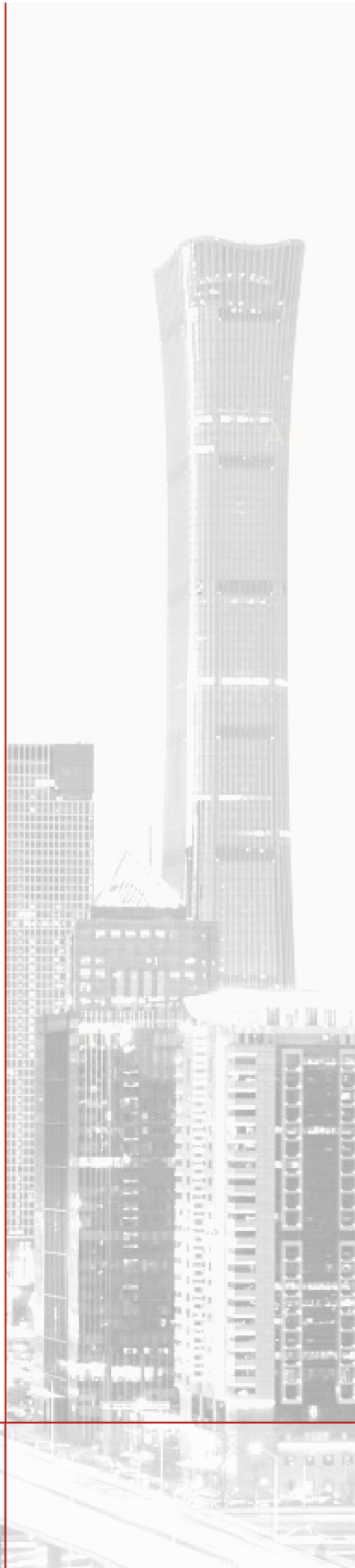
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



鸿富 2025 年第二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	4000.00	45.66%	62.50%	2027/04/23	过手	AAA _{sf}
次级档	2400.00	27.39%	37.50%	2028/07/23	过手	NR
证券合计	6400.00	73.05%	100.00%	--	--	--
预计毛回收	8761.27	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售前评级报告，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“鸿富 2025 年第二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。

本交易基础资产全部为中国民生银行股份有限公司持有的信用卡个人消费类的不良贷款，入池资产包括一般账户和协商还款账户，入池资产均为信用类贷款，且入池资产单户借款人平均未偿本息费余额较小，资产池分散性良好。联合资信预测本交易入池贷款毛回收率¹为 4.14%（即毛回收金额 8761.27 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。优先/劣后结构、信托（流动性）储备账户和触发机制为优先档证券提供了充足的信用支持。

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“鸿富 2025 年第二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

- **资产池分散性良好。**本交易入池资产共计 48391 笔³，涉及 46837 户借款人，单户借款人最高未偿本息费余额占比为 0.04%，单户借款人最高回收占比为 0.22%。
- **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 4.14%，即毛回收金额 8761.27 万元。本交易优先档证券发行规模为 4000.00 万元，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。
- **信托（流动性）储备账户的设置较好地缓释了流动性风险。**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。
- **资产服务机构处置经验丰富。**资产服务机构对资产池相关信息比较了解，且具有比较丰富的不良贷款处置经验，能够较好规避信息不对称、处置不及时所带来的回收风险。

¹ 毛回收率=未扣除处置费用的 36 期资产池回收总额/初始起算日资产池未偿本息费余额，下同

² 过渡期：自初始起算日（不含该日）至信托生效日（不含该日）的期间

³ 资产池共涉及 48391 笔未剔除未偿本息费为零的资产，其中 960 笔资产的未偿本息费为零、47431 笔资产的未偿本息费不为零

- **超额奖励服务费支付机制。**本交易中设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，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。

关注

- **不良贷款的回收情况具有不确定性。**本交易入池资产为不良信用卡债权，未附带抵押或质押担保；且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因素发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在很大的不确定性。
- **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，且优先档证券按季付息，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，有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。**2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。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

2025 年 6 月 6 日

评级项目组

项目负责人：于会涛 yuht@lhratings.com

项目组成员：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）

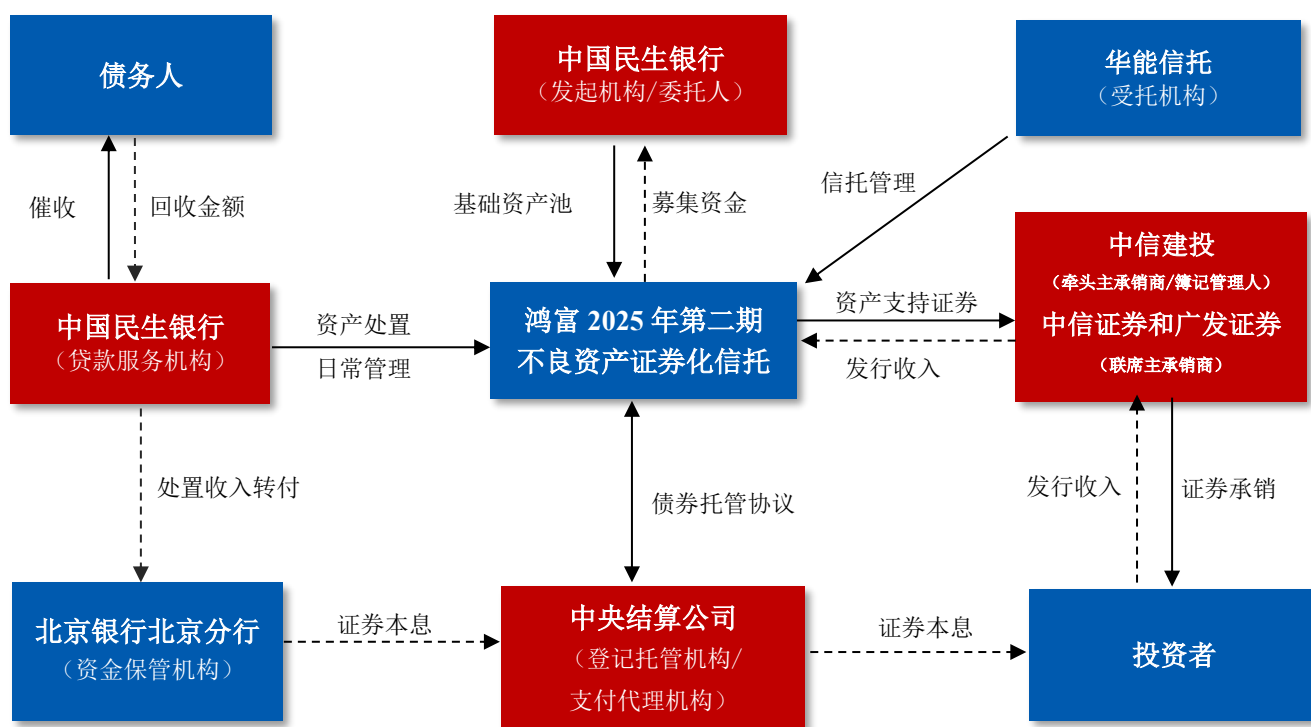


一、证券概况

本交易的发起机构/委托人中国民生银行股份有限公司（以下简称“中国民生银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有的截至初始起算日未偿本息费余额为 211861.73 万元的信用卡债权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过受托人/受托机构/发行人华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）设立“鸿富 2025 年第二期不良资产证券化信托”（以下简称“本信托”或“本交易”）。华能信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行资产支持证券。投资者通过购买并持有相应证券取得本信托项下相应的信托受益权。

本交易计划发行优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）和次级档资产支持证券（以下简称“次级档证券”）两档证券，其中优先档证券享有优先级信托受益权，次级档证券享有次级信托受益权。优先档证券按季付息过手还本，次级档证券无期间收益，在优先档证券本息清偿完毕后，次级档证券获得本金和资金成本的偿付，支付完贷款服务机构超额奖励之后如有剩余，全部作为次级档证券收益。优先档证券采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，次级档证券不设票面利率。本交易概况如下图表所示。

图表 1 · 交易结构图



资料来源：联合资信根据《主定义表》整理

图表 2 · 证券概要

证券名称	金额（万元）	回收占比	证券占比	预期到期日	法定到期日	利率类型	偿付方式
优先档	4000.00	45.66%	62.50%	2027/04/23	2030/07/23	固定	过手
次级档	2400.00	27.39%	37.50%	2028/07/23	2030/07/23	--	过手
证券合计	6400.00	73.05%	100.00%	--	--	--	--
预计毛回收	8761.27	100.00%	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据《信托合同》整理

二、基础资产分析

1 基础资产产品情况

本交易基础资产全部为中国民生银行持有的信用卡个人消费类的不良贷款。截至 2024 年底，中国民生银行信用卡不良贷款 156.64 亿元，比上年末增加 11.33 亿元；信用卡贷款不良率 3.28%，比上年末上升 0.30 个百分点。

在风险管理方面，中国民生银行严格对客户职业、收入、信用情况、还款意愿等进行核实，关注和落实“第一还款来源”，选择具有持续、稳定收入来源的客户作为民生信用卡目标客群。基于产品、区域、行业及客群维度，搭建风险政策体系。在新资本协议应用的基础上，搭建贷前风险计量与风险防控的多维评分模型体系应用于风险防控。通过客户行内外数据进行分析评估，引入评分模型制定风险策略，完成对各特征客户风险分类与风险排序，应用大数据风控，定期进行风险监测，及时预测、识别风险，并配置差异化的处置建议，及时预警高风险资产；坚持模型计量、策略评估与人工甄别结合的客户识别和风险管理方式。在客户评估和识别过程中，以模型计量和策略评估结果为主要评判依据，合理有效的人工甄别结论可对模型计量和策略评估结果予以修正和补充。

在催收方面，中国民生银行根据催收原因、逾期金额、逾期时间及持卡人还款意愿等情况，选择不同的催收方式，中国民生银行风险管理相关部门负责通过账龄分布、各逾期周期情况、资产滚动率情况等，每月监控风险资产组合的变动，适时调整催收策略。

2 基础资产特征

本交易基础资产全部为中国民生银行持有的信用卡个人消费类的不良贷款，单户借款人平均未偿本息费余额较小，资产池分散性良好。

本交易初始起算日为 2025 年 4 月 21 日二十四点（24:00），入池资产涉及中国民生银行向 46837 户借款人发放的 48391 笔信用卡债权（其中 960 笔资产的未偿本息费为零、47431 笔资产的未偿本息费不为零）。截至初始起算日，资产池未偿本息费余额为 211861.73 万元；入池资产全部为信用类债权，加权平均逾期期数为 9.68 个月；单户借款人最高未偿本息费总额占比为 0.04%，单户借款人最高预计回收占比为 0.22%，资产池分散性良好。截至初始起算日，资产池统计特征如下图表所示。

图表 3 • 资产池概况

指 标	数 值	指 标	数 值
借款人户数（户）	46837	单户借款人平均未偿本息费（万元）	4.52
贷款笔数（笔）	47431	加权平均逾期期数（月）	9.68
未偿本金余额（万元）	150005.46	借款人加权平均年龄（岁）	42.58
未偿息费余额（万元）	61856.27	预计回收总额（万元）	8761.27
未偿本息费余额（万元）	211861.73	平均单笔预计回收金额（万元）	0.18
单笔最高本息费余额（万元）	76.76	单户借款人平均预计回收（万元）	0.19
单笔平均未偿本息费余额（万元）	4.47	单笔最高预计回收金额（万元）	19.54

注：1. 上述未偿本息费余额为截至初始起算日的本金和息费之和；2. 借款人年龄、逾期期数均取自资产池提供字段，下同；3. 表中涉及贷款笔数的统计均基于剔除初始起算日未偿本息费为 0 的资产后进行，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 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	4551	9.59%	13548.34	6.39%	914.76	10.44%
可疑	31768	66.98%	110877.44	52.33%	3684.32	42.05%
损失	11112	23.43%	87435.95	41.27%	4162.18	47.51%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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]	33306	70.22%	65112.50	30.73%	4245.89	48.46%
(5, 10]	8275	17.45%	59093.15	27.89%	2324.98	26.54%
(10, 15]	3492	7.36%	42436.80	20.03%	1131.42	12.91%
(15, 20]	1792	3.78%	30646.18	14.47%	518.08	5.91%

(20, 25]	385	0.81%	8373.16	3.95%	160.40	1.83%
(25, 30]	83	0.17%	2249.68	1.06%	65.29	0.75%
30 以上	98	0.21%	3950.28	1.86%	315.21	3.60%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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 • 卡片类型分布

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
标准白金卡	18406	38.81%	100574.10	47.47%	3903.88	44.56%
金卡	23887	50.36%	95702.23	45.17%	3908.43	44.61%
普卡	4544	9.58%	7271.98	3.43%	446.50	5.10%
精英白金卡	316	0.67%	3662.54	1.73%	145.67	1.66%
豪华白金卡	229	0.48%	3569.43	1.68%	158.51	1.81%
钻石卡	29	0.06%	631.30	0.30%	108.08	1.23%
百夫长黑金卡	8	0.02%	280.11	0.13%	79.04	0.90%
百夫长白金卡	12	0.03%	170.05	0.08%	11.16	0.13%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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 • 逾期时间分布

逾期时间（月）	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
(0,12]	40287	84.94%	162448.44	76.68%	5787.02	66.05%
(12,24]	5824	12.28%	40022.80	18.89%	2252.26	25.71%
(24,36]	1123	2.37%	8054.62	3.80%	658.21	7.51%
(36,48]	128	0.27%	758.30	0.36%	46.61	0.53%
(48,60]	45	0.09%	405.05	0.19%	11.77	0.13%
60 以上	24	0.05%	172.52	0.08%	5.41	0.06%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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
[0,2]	23552	49.66%	35647.49	16.83%	2413.23	27.54%
(2, 4]	11218	23.65%	49613.60	23.42%	2114.37	24.13%
(4, 6]	6361	13.41%	49506.15	23.37%	1754.09	20.02%
(6, 8]	3194	6.73%	33572.08	15.85%	1081.10	12.34%
(8, 10]	1402	2.96%	16984.86	8.02%	515.35	5.88%
10 以上	1704	3.59%	26537.56	12.53%	883.14	10.08%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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 9 • 首次进入不良至初始起算日账龄分布

不良账龄（月）	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, 12]	41126	86.71%	168980.66	79.76%	6290.81	71.80%
(12, 24]	3567	7.52%	34684.73	16.37%	1298.92	14.83%
(24, 36]	2390	5.04%	6339.21	2.99%	1114.84	12.72%
(36, 48]	239	0.50%	1249.88	0.59%	49.80	0.57%
(48, 60]	64	0.13%	339.87	0.16%	6.89	0.08%
60 以上	45	0.09%	267.38	0.13%	0.00	0.00%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	100.00%

注：首次进入不良至初始起算日账龄=（初始起算日-首次进入不良日）/365*12，首次进入不良日系发起机构提供
 资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 10 • 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
[20,30]	3581	7.55%	9302.36	4.39%	523.28	5.97%
(30,40]	21398	45.11%	89398.20	42.20%	3877.70	44.26%
(40,50]	14655	30.90%	73719.92	34.80%	2822.87	32.22%
(50,60]	6570	13.85%	33214.58	15.68%	1213.32	13.85%
60 以上	1227	2.59%	6226.68	2.94%	324.10	3.70%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	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 11 • 持卡人行业分布

持卡人行业	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	14682	30.95%	67094.63	31.67%	2651.04	30.26%
其他	11703	24.67%	55489.18	26.19%	2331.12	26.61%
制造业	4597	9.69%	18578.20	8.77%	809.70	9.24%
金融业	2083	4.39%	10553.92	4.98%	424.98	4.85%
租赁和商务服务业	2014	4.25%	8719.96	4.12%	358.35	4.09%
住宿和餐饮业	2400	5.06%	8664.20	4.09%	404.11	4.61%
建筑业	1552	3.27%	6324.82	2.99%	281.85	3.22%
居民服务、修理和其他服务业	1547	3.26%	5584.64	2.64%	234.39	2.68%
房地产业	1075	2.27%	5306.83	2.50%	184.76	2.11%
交通运输、仓储和邮政业	1173	2.47%	4878.55	2.30%	192.72	2.20%
科学研究和技术服务业	1002	2.11%	4191.91	1.98%	187.45	2.14%
信息传输、软件和信息技术服务业	974	2.05%	4130.97	1.95%	169.43	1.93%
文化、体育和娱乐业	810	1.71%	3626.88	1.71%	140.10	1.60%
公共管理、社会保障和社会组织	604	1.27%	3437.66	1.62%	165.02	1.88%
教育	420	0.89%	2089.47	0.99%	86.84	0.99%
卫生和社会工作	244	0.51%	1131.36	0.53%	47.76	0.55%
农、林、牧、渔业	276	0.58%	902.29	0.43%	37.21	0.42%

电力、热力、燃气及水生产和供应业	158	0.33%	692.24	0.33%	34.48	0.39%
水利、环境和公共设施管理业	61	0.13%	308.97	0.15%	12.54	0.14%
采矿业	51	0.11%	145.09	0.07%	5.16	0.06%
国际组织	5	0.01%	9.94	0.00%	2.28	0.03%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	100.00%

注：持卡人行业为持卡人申请信用卡时所填写的行业
 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 12 • 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
广东	7053	14.87%	31496.66	14.87%	1270.87	14.51%
河南	4951	10.44%	23958.26	11.31%	881.62	10.06%
山东	4891	10.31%	21589.57	10.19%	798.86	9.12%
广西	2428	5.12%	18294.02	8.63%	528.34	6.03%
福建	2938	6.19%	12752.21	6.02%	528.86	6.04%
江苏	2513	5.30%	9754.03	4.60%	408.65	4.66%
河北	2373	5.00%	9687.16	4.57%	436.24	4.98%
湖南	1795	3.78%	8608.37	4.06%	376.42	4.30%
浙江	2021	4.26%	8257.82	3.90%	357.65	4.08%
山西	1417	2.99%	6206.67	2.93%	288.49	3.29%
辽宁	1263	2.66%	6051.70	2.86%	272.66	3.11%
重庆	1164	2.45%	5817.66	2.75%	250.94	2.86%
北京	1085	2.29%	5329.15	2.52%	249.52	2.85%
云南	1432	3.02%	5090.09	2.40%	237.80	2.71%
吉林	1018	2.15%	4199.22	1.98%	205.59	2.35%
湖北	1009	2.13%	4178.60	1.97%	175.01	2.00%
黑龙江	892	1.88%	3625.89	1.71%	159.86	1.82%
四川	926	1.95%	3508.96	1.66%	186.38	2.13%
贵州	1021	2.15%	3359.49	1.59%	162.08	1.85%
内蒙古	814	1.72%	3350.65	1.58%	143.58	1.64%
陕西	823	1.74%	3194.88	1.51%	167.19	1.91%
江西	628	1.32%	2471.52	1.17%	108.12	1.23%
上海	528	1.11%	2254.92	1.06%	95.37	1.09%
其他	2448	5.16%	8824.24	4.17%	471.15	5.38%
合计	47431	100.00%	211861.73	100.00%	8761.27	100.00%

注：仅列出了本交易入池贷款未偿本息费余额占比超过 1% 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

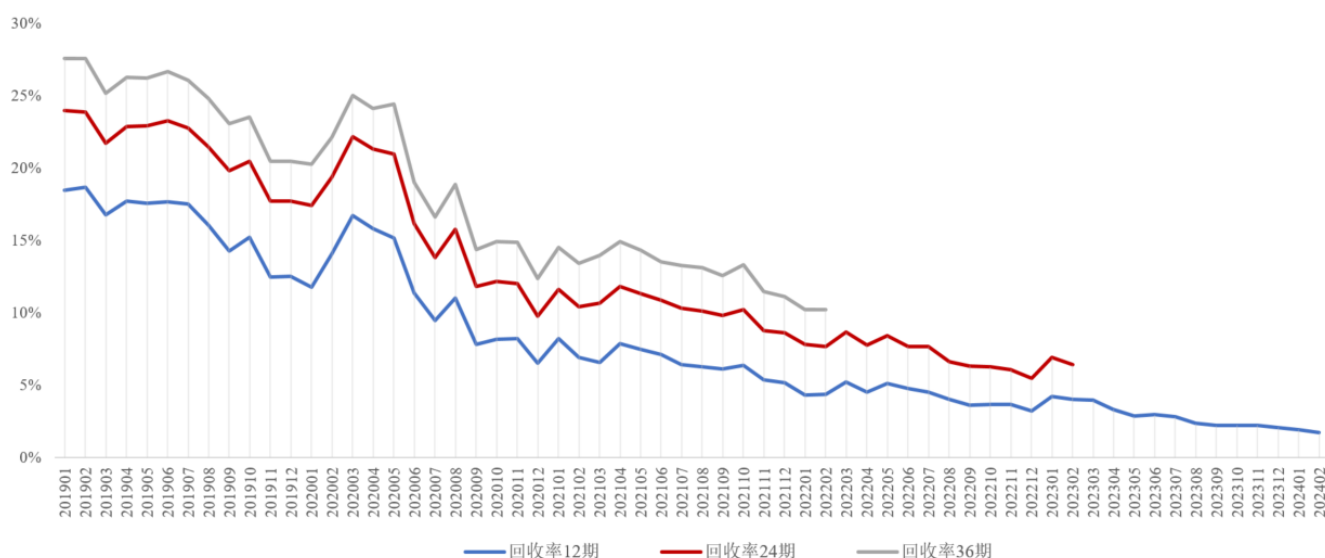
3 现金流预测

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

中国民生银行提供了 2019 年 1 月至 2025 年 2 月形成不良的信用卡一般账户历史回收数据和 2018 年 1 月至 2025 年 4 月⁴形成不良的信用卡协商还款账户历史回收数据。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。如下图表所示，中国民生银行提供的信用卡不良债权回收历史数据显示，一般账户成为不良的信用卡债权 12 期、24 期及 36 期回收水平呈现出一一定的波动下降趋势，协商还款账户成为不良的信用卡债权 12 期、24 期及 36 期回收水平较为稳定。

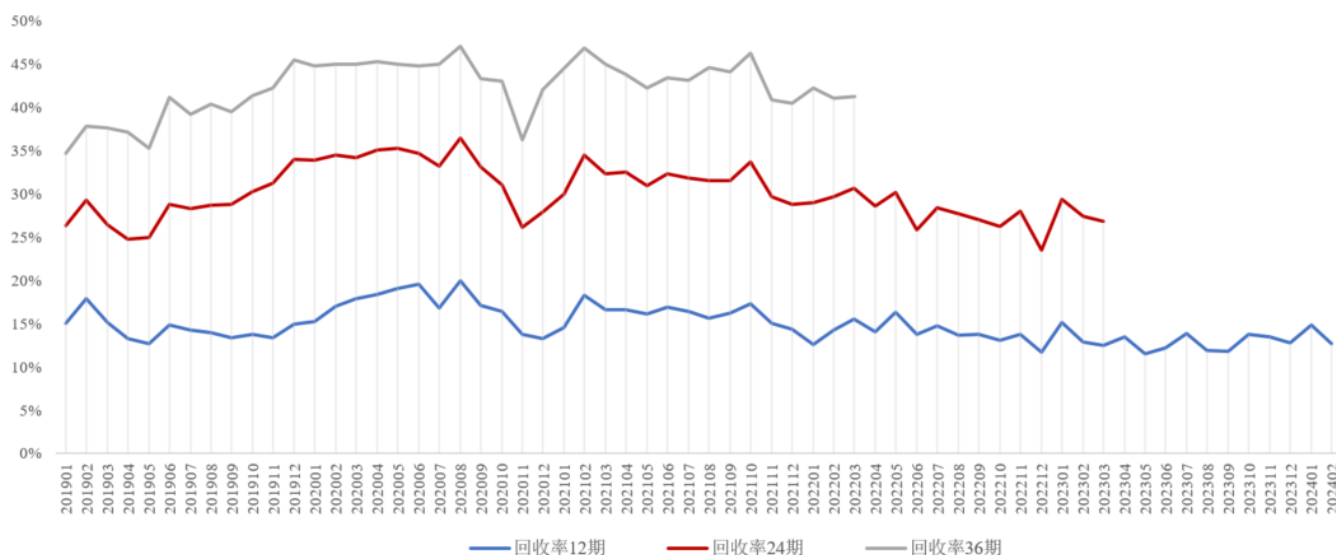
图表 13 • 一般账户不同不良形成时间的静态池 12 期、24 期及 36 期累计本息费回收率



注：1. “201901”系指不良形成时间为 2019 年 1 月的静态池，以此类推，下同；

2. 图中均为经历了完整回收期的静态池，如 36 期累计本息费回收率曲线仅包含经历了完整 36 个月回收的静态池，即 2019 年 1 月至 2022 年 2 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

图表 14 • 协商还款账户不同不良形成时间的静态池 12 期、24 期及 36 期累计本息费回收率



资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

⁴ 由于协商还款账户 2018 年数据较少以及 2025 年 4 月数据表现未满足整月，数据表现不充分，故联合资信选用 2019 年 1 月至 2025 年 3 月的历史数据进行分析，下同。

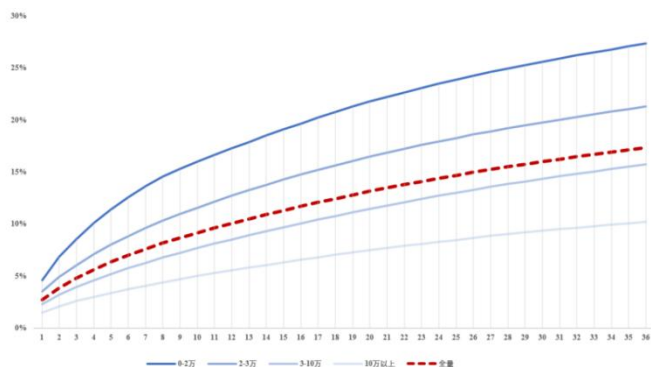
（2）统计分析过程

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。

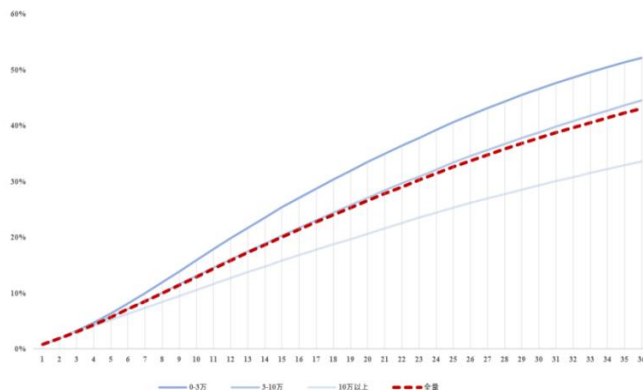
分组维度选取方面，考虑到借款人特征（如是否失联、年龄、职业、收入等）以及贷款特征（不良形成时贷款本息费金额、初始起算日贷款本息费金额、贷款形成不良的时间、贷款类型和额度、区域分布等）均与信用卡债权的回收表现可能存在一定关联，联合资信基于数据准确性、数据时点及时性以及单一因素对于信用卡债权回收表现影响的重要程度，并结合对中国民生银行历史数据的统计分析 & 项目研究，认为影响回收效果的主要因素有三个：从形成不良到入池所经历的时间（不良账龄）长短、从形成不良到入池是否有回收和形成不良时本息费余额的大小。

图表 15 • 一般账户静态池各未偿本息费分组累计回收率



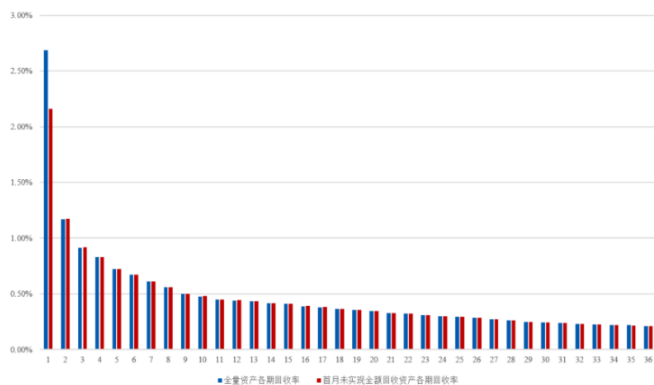
资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

图表 16 • 协商还款账户静态池各未偿本息费分组累计回收率



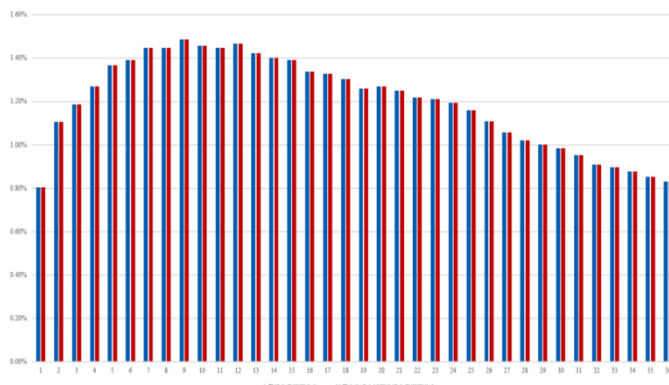
资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

图表 17 • 一般账户静态池各期本息费回收率



资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

图表 18 • 协商还款账户静态池各期本息费回收率



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 15 和图表 16 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，中国民生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：中国民生银行提供的历史回收数据显示，信用卡不良月度回收率一般情况下随着其经历催收时间的增长而逐步下降。

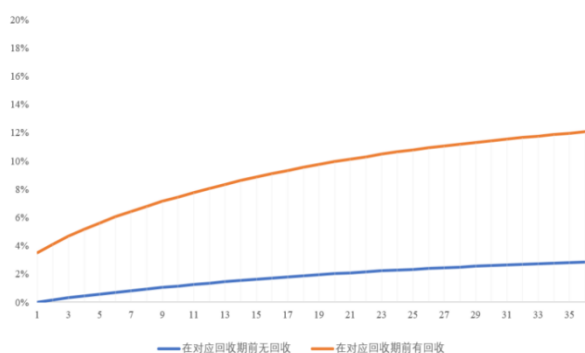
此外，由于入池贷款并没有在其已经历的回收期间内实现全额回收，因此，联合资信在对每笔入池贷款未来的回收情况进行预测时，从全量历史数据中剔除了该笔贷款对应的不良账龄期间内已实现全额回收的资产，并以剩余资产的历史回收情况为预测基准，进而尽可能保证所用历史数据与入池资产的同质性。

对于一般账户而言，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下降趋势明显；而协商还款账户由于其业务特性，首月回收率差别不大，且随着催收时间的增长，回收率整体表现出先稳定后下降的趋势。

还款特征（形成不良后是否有回收）：中国民生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。

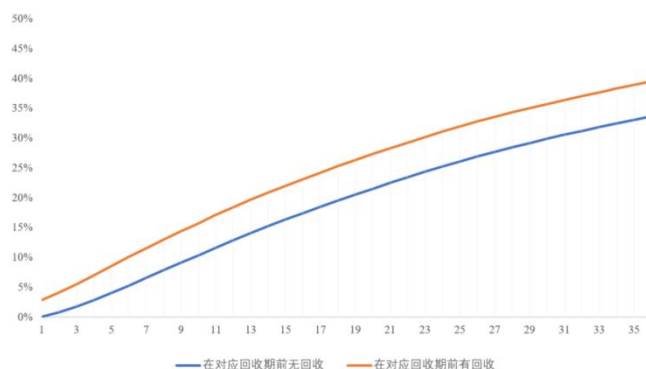
以静态池不良账龄为 1 的资产回收情况为例，截至初始起算日，一般账户静态池已实现过回收的贷款 36 期累计回收率和协商还款账户静态池已实现过回收的贷款 36 期累计回收率高于未实现过回款的贷款。具体差异可见图表 19 和图表 20 所示。

图表 19 • 一般账户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

图表 20 • 协商还款账户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。

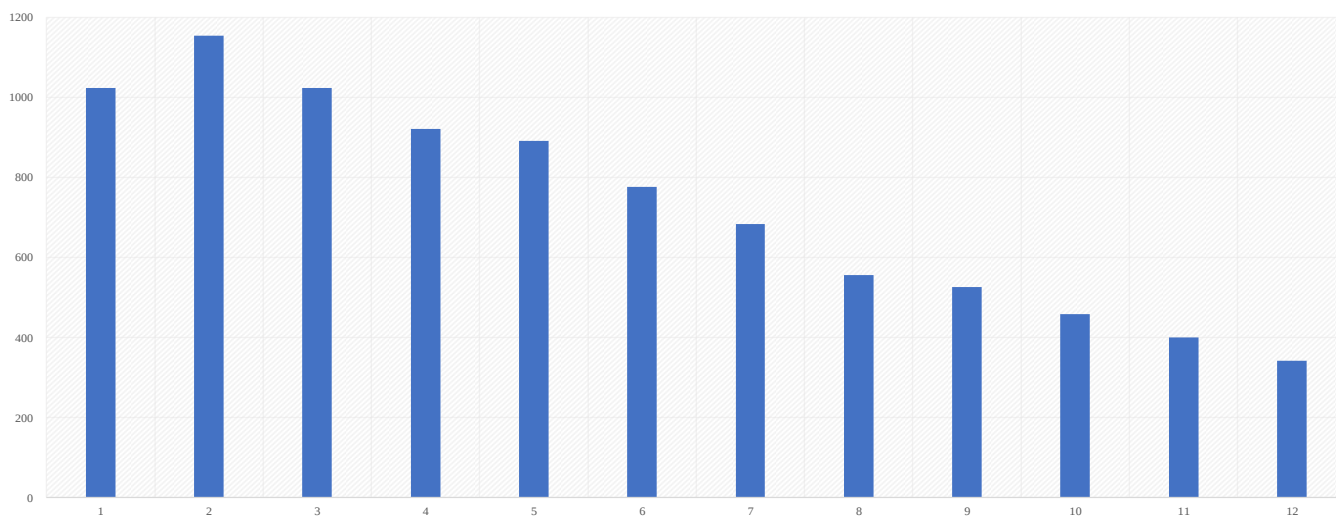
图表 21 • 分组维度及分组区间

分组维度	一般账户分组区间	协商还款账户分组区间
形成不良时本息费余额（万元）	(0,2], (2,3], (3,10], >10	(0,3], (3,10], >10
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 8761.27 万元，即资产池 36 期毛回收率为 4.14%。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如下图表及附件 4 所示。

图表 22 • 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 4 月 21 日（不含）至 2025 年 6 月 30 日（含），后续每期均为 3 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中国民生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，联合资信假设中国民生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，考虑到中国民生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，考虑到中国民生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，中国民生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未来经济环境变化的影响

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。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

本交易对信托账户的设置以及回收款在相关账户间的归集划转情况做出了明确安排。

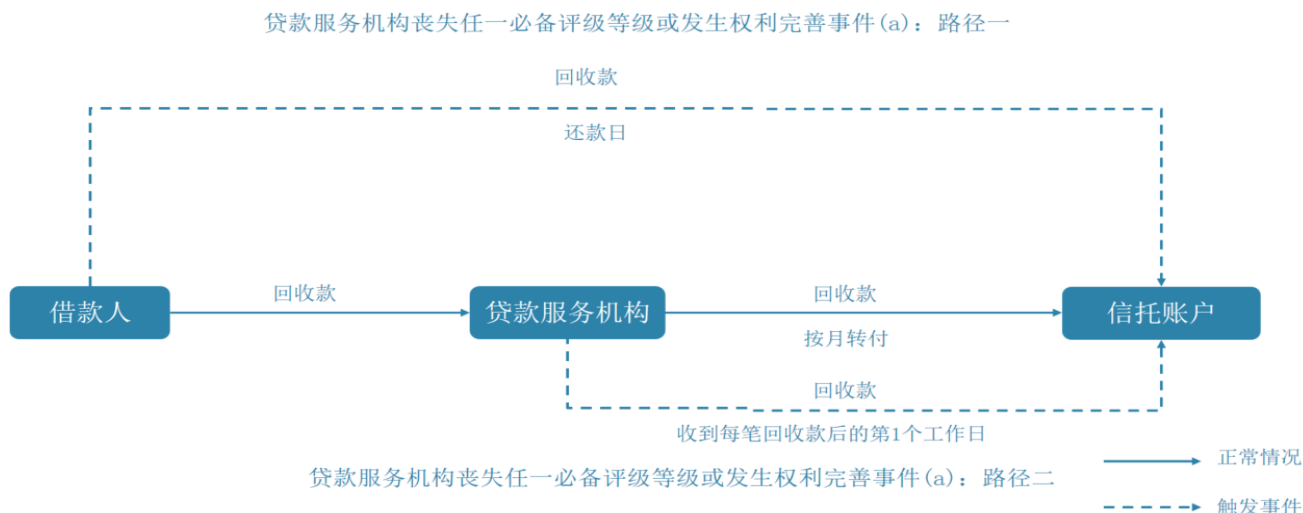
(1) 账户设置

本交易主要涉及信托账户，信托账户下设立信托收款账户、信託付款账户、信託（流动性）储备账户和处置费用账户四个一级分账户。信託付款账户下设立信託分配（税收）账户、信託分配（费用和开支）账户、信託分配（证券）账户三个二级分账户。

(2) 现金流流入机制

正常情况下，本交易回收款转付日为每个自然月最后一日后的第 6 个工作日，即按月转付；当发生权利完善事件(a)项或贷款服务机构丧失任一必备评级等级情形时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人仍将回收款支付至贷款服务机构的，回收款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，具体如下图表所示。

图表 23 • 现金流流入机制



资料来源：联合资信根据《信托合同》整理

就回收款转付的具体安排，贷款服务机构按照相关约定，于每个回收款转付日二十四点（24:00）（北京时间）前将前一个回收款转付期间的全部回收款转入信托账户。在贷款服务机构于每个回收款转付日转付回收款以前，回收款在贷款服务机构的账户中不计任何利息。

（3）不合格资产赎回机制

在信托期限内，如委托人、受托人或者贷款服务机构发现不合格资产，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；受托人有权以电子邮件形式通知委托人对前述不合格资产予以赎回。在受托人以电子邮件形式发出赎回不合格资产的通知时，受托人应出具相关资产不合格的书面理由。

如受托人提出赎回相应的不合格资产的书面要求，委托人应于发出该书面通知要求所在的收款期间后的第一个回收款转付日，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。但如果委托人在首个收款期间结束前赎回不合格资产，则应于回购起算日（该日由委托人与受托人共同协商确定）将相当于赎回价格的款项一次性划付到信托账户。

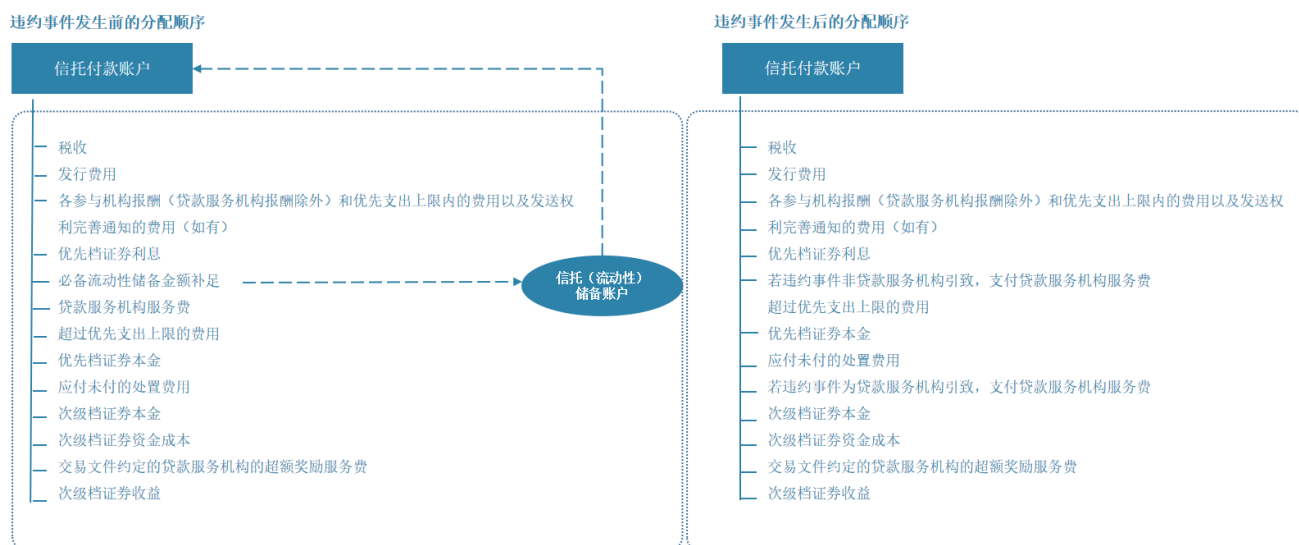
在委托人从受托人处赎回相关不合格资产并支付相当于赎回价格的资金后，受托人不应就赎回的不合格资产要求委托人再承担任何责任。贷款服务机构应于相应的回购起算日日终确定每笔不合格资产的赎回价格并通知受托人。

（4）现金流支付机制

本交易支付日为每年 1 月、4 月、7 月、10 月的 23 日，其中第一个支付日为 2025 年 7 月 23 日，计算日为每年 3 月、6 月、9 月、12 月的最后一日，第一个计算日为 2025 年 6 月 30 日。本交易在每一个信托分配日（日期定义详见附件 1），受托人向资金保管机构发出分配指令，将当期回收款（不包括在相应处置费用分配日⁵前留存的处置费用）按照约定顺序进行分配。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，违约事件发生后，不再支付必备流动性储备金额。

本交易现金流支付机制详见如下图表所示。

图表 24 • 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，顺序偿付机制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/次级顺序偿付结构，劣后受偿的分档证券为优先档较高的证券提供信用支持。

⁵处置费用分配日：系指信托存续期间内每个公历月的第 25 日，如果该日不是工作日，则为该日后的第一个工作日，其中，第一个处置费用分配日为 2025 年 7 月 25 日。

（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、优先档证券本息偿付完毕或信托终止之前其必备金额为下一期应付税收、发行费用、各参与机构报酬（除贷款机构服务费）及优先档证券利息之和，并于即将到来的信托分配日将为支付上述金额的短缺金额计入信托收款账户；在发生违约事件、优先档证券本息偿付完毕或信托终止后，于即将到来的信托分配日将该账户内的全部资金记入信托收款账户，且之后不再从信托收款账户提取储备金。该账户的设置能够较好地缓释资产池现金流入同优先档证券利息兑付之间的流动性错配风险。

（3）触发机制

本交易设置了违约事件和权利完善事件为触发条件的回收款高频划转机制。具体而言，若发生权利完善事件，将引致回收款的加速归集。违约事件发生后，现金流支付机制将重新安排，信托计划不再支付必备流动性储备金额及限额外费用。

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。联合资信选取了中国民生银行提供的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 6 个月⁶尚未全额回收进入不良时已偿本息费的资产的 36 个月总回收金额以及回收率，共计 58 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 25 • 正态分布参数

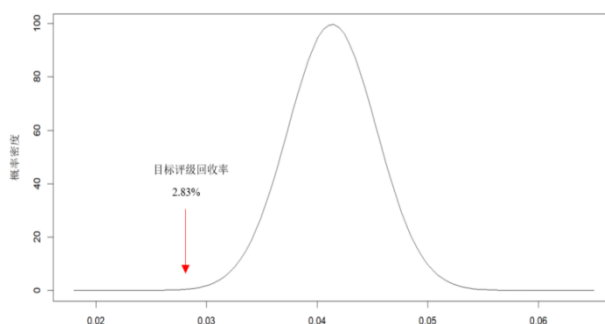
期望	标准差
0.00	0.0040

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 26 • 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	2.83%

图表 27 • 回收概率分布图



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。

⁶ 本交易入池资产加权平均不良龄为 6.24 个月，其中不良龄=（初始起算日—成为不良时间）/365*12，成为不良时间系发起机构提供。

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 28 • 压力测试基准条件

参数名称	基准条件
回收率	4.14%
回收周期	36 个月
优先档证券预期发行利率	2.30%
税率	3.26%
预计信托设立日	2025/6/26

注：本交易所涉及的各项参与机构费用等已在模型中体现
 资料来源：联合资信整理

图表 29 • 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 2.30%		预期发行利率上浮 25BP		2.61%
发行利率情景 2			预期发行利率上浮 50BP		2.61%
回收时间情景 1	回收期 1	11.69%	回收期 1	10.52%	2.60%
	回收期 2	13.18%	回收期 2	13.03%	
	回收期 3	11.69%	回收期 3	11.84%	
	回收期 4	10.52%	回收期 4	10.64%	
	回收期 5	10.17%	回收期 5	10.21%	
	回收期 6	8.87%	回收期 6	9.00%	
	回收期 7	7.80%	回收期 7	7.91%	
	回收期 8	6.36%	回收期 8	6.50%	
	回收期 9	6.00%	回收期 9	6.04%	
	回收期 10	5.24%	回收期 10	5.31%	
	回收期 11	4.58%	回收期 11	4.64%	
	回收期 12	3.91%	回收期 12	3.98%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.39%	
回收时间情景 2	回收期 1	11.69%	回收期 1	9.35%	2.60%
	回收期 2	13.18%	回收期 2	12.88%	
	回收期 3	11.69%	回收期 3	11.99%	
	回收期 4	10.52%	回收期 4	10.76%	
	回收期 5	10.17%	回收期 5	10.24%	
	回收期 6	8.87%	回收期 6	9.13%	
	回收期 7	7.80%	回收期 7	8.01%	
	回收期 8	6.36%	回收期 8	6.65%	
	回收期 9	6.00%	回收期 9	6.08%	
	回收期 10	5.24%	回收期 10	5.39%	
	回收期 11	4.58%	回收期 11	4.71%	
	回收期 12	3.91%	回收期 12	4.05%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.78%	

回收率情景 1	毛回收 4.14%	回收率下降 5%比例		2.66%
回收率情景 2		回收率下降 10%比例		2.64%
组合压力情景 1	--	预计发行利率	上浮 25BP	
		回收率	下降 5%比例	
		回收时间	回收期 1	10.52%
			回收期 2	13.03%
			回收期 3	11.84%
			回收期 4	10.64%
			回收期 5	10.21%
			回收期 6	9.00%
			回收期 7	7.91%
			回收期 8	6.50%
			回收期 9	6.04%
			回收期 10	5.31%
			回收期 11	4.64%
			回收期 12	3.98%
			回收期 13	0.39%
组合压力情景 2	--	预计发行利率	上浮 50BP	
		回收率	下降 10%比例	
		回收时间	回收期 1	9.35%
			回收期 2	12.88%
			回收期 3	11.99%
			回收期 4	10.76%
			回收期 5	10.24%
			回收期 6	9.13%
			回收期 7	8.01%
			回收期 8	6.65%
			回收期 9	6.08%
			回收期 10	5.39%
			回收期 11	4.71%
			回收期 12	4.05%
			回收期 13	0.78%

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 2.83%。

基于上述压力测试结果，“鸿富 2025 年第二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

北京中银律师事务所为本交易出具了法律意见书。根据法律意见书：各参与方均具备相应的法律资格，相关条件达成后资产支持证券将会被合法有效地发行和销售。

法律意见书表明：中国民生银行、华能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、交付和履行其为一方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。交易文件经各方

有效签署并且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，该等交易文件的其他相关各方可按照该等交易文件的条款针对各方主张相应权利，除非该等权利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。除法律意见书之假设所述的有关事项及以下事项外，中国民生银行、华能信托就签署、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）发起机构已会同受托人通过银登中心的证券化系统办理完毕本次信贷资产证券化产品的信息初始登记，并获得银登中心发放的唯一产品信息登记编码；（2）受托人已就鸿富系列不良资产支持证券注册发行获得中国人民银行的许可并完成本期资产支持证券发行的备案；（3）华能信托就本项目的关联交易向金融监管总局进行报告。抽样资产可以作为信托的信托财产。在《信托合同》约定的信托设立的前提条件全部满足（包括按照金融监管总局、银登中心以及中国人民银行的要求依法对本项目进行登记或注册）且委托人将信托财产交付给受托人后，信托设立。

中国民生银行依法可以将其合法持有且可进行合法有效转让的信用卡债权信托予受托人设立财产权信托。信托一经设立，委托人对信用卡债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力。信托一经设立，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。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（以资产支持证券表示的信托受益权）作为其清算财产。信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称“固有财产”）相区别，依法不归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。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。在按照金融监管总局、银登中心和中国人民银行的要求依法对本项目进行登记或注册后，如果各方均依据《信托合同》及《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，资产支持证券持有人依据相关认购协议持有资产支持证券，从而获得《信托合同》约定的相应权利、权益和利益。

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。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件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 AA_{ori} 时，回收款转付日为每个自然月度最后一日后的第 6 个工作日；当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或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时，委托人或受托人将根据《信托合同》的约定通知借款人，将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人仍将回收款支付至贷款服务机构的，回收款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。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在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款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，回收款转付日的频率也不再恢复。

本交易以必备评级为触发条件的回收款高频转划机制有助于缓释贷款服务机构的混同风险。除此之外，作为贷款服务机构，中国民生银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级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。

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（如贷款服务机构被解任的，应交付给受托人），作为借款人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为发起机构中国民生银行的违约风险。

中国民生银行经营状况良好、财务状况稳健，管理水平较高，主体信用等级极高。联合资信认为即使借款人行使抵销权，中国民生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，在入池资产数量较多的情况下，资产池现金流回收波动较小；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也会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本息兑付面临的流动性风险。

（4）再投资风险

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

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准：（a）受托人与合格实体进行的以人民币计价和结算的金融机构存款。其中，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 AA 级，且高于或等于联合资信给予的 AA 级的金融机构；（b）符合监管规定的、低风险、高流动性的货币市场基金。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。上述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，能够为本交易提供较好服务。

（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/贷款服务机构为中国民生银行。

中国民生银行是中國大陸第一家由民间资本设立的全国性商业银行，成立于 1996 年 1 月 12 日。中国民生银行 A 股于 2000 年 12 月 19 日在上海证券交易所公开上市（股票代码：600016），中国民生银行的 H 股于 2009 年 11 月 26 日在香港证交所挂牌上市（股票代码：1988）。截至 2025 年 3 月底，中国民生银行总股本 437.82 亿元。

合并口径下，经审计的财务数据显示，截至 2024 年底，中国民生银行资产总额为 78149.69 亿元，负债总额为 71584.01 亿元，股东权益总额为 6565.68 亿元。截至 2024 年底，中国民生银行不良贷款率 1.47%，拨备覆盖率 141.94%，贷款拨备率 2.09%，资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 12.89%、11.00% 和 9.36%。2024 年，中国民生银行实现营业收入 1362.90 亿元，实现利润总额 340.85 亿元，实现净利润 327.22 亿元。

合并口径下，未经审计的财务数据显示，截至 2025 年 3 月底，中国民生银行资产总额为 77834.20 亿元，负债总额为 71174.92 亿元，股东权益总额为 6659.28 亿元。2025 年 1—3 月，中国民生银行实现营业收入 368.13 亿元，实现利润总额 142.46 亿元，实现净利润 127.82 亿。

风险管理方面，中国民生银行积极推进全面风险管理体系建设，建立了风险管理与内部控制委员会决策监督机制。针对信用风险，形成了以风险策略、信贷政策、组合管理、风险量化工具、信息系统支持为平台，覆盖贷前调查、贷中审查、贷后管理的风险全流程管理，以及授信、非授信业务全口径的信用风险管控机制；针对市场风险，持续优化交易策略、细化限额监控，完善产品控制、计量监控、资本管理、绩效管理四位一体的市场风险监测体系，实现对各交易台的全过程监测。

另外，本交易中设置了贷款服务机构的超额奖励服务费支付机制，在每个信托分配日，在按照交易文件约定的现金流分配顺序支付完次级档证券资金成本之后，贷款服务机构可获得剩余金额的 80% 的资金作为超额奖励服务费。超额奖励服务费的设置在一定程度上有助于促使贷款服务机构勤勉尽职，有助于提高资产池的回收率。

总体看，中国民生银行作为本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构，履职能力较强，能够较好地履行其相应的职能，且本交易超额奖励服务费的设置在一定程度上有助于促使贷款服务机构勤勉尽职。

（2）受托机构/发行人

本交易的受托机构/发行人是华能信托。

本交易的受托机构/发行人是华能信托。华能信托成立于 2002 年，2008 年 12 月由华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）增资扩股重组而成，2009 年 1 月更为现名。截至 2024 年底，华能信托注册资本为 61.95 亿元，华能资本服务有限公司为第一大股东（持股比例 67.92%）。

合并口径下，经审计的财务数据显示，截至 2024 年底，华能信托总资产 322.46 亿元，所有者权益 283.85 亿元。2024 年，华能信托实现营业收入 25.95 亿元，其中手续费及佣金收入 10.97 亿元；实现净利润 16.10 亿元。截至 2024 年底，华能信托信托资产总额为 6356.76 亿元。从信托资产类型来看，华能信托受托的信托资产主要包括证券投资类、股权投资类、融资类和事务管理类。

风险管理方面，华能信托建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、以风险管理部门为中心、其他部门密切配合的四级嵌入式风险管理组织架构；在业务层面、风险管理层面、内部审计层面构筑了三道风险管理防线，包括由各业务部门作为风险管理的第一道防线，承担所负责业务风险责任，对业务风险实施一线管理；在经营层面设立业务审查决策委员会，对业务风险进行集体审查决策，设立合规与风险管理部，全面组织开展公司日常风险管理工作，对华能信托业务风险进行全过程监控；审计稽核部对华能信托风险管理的有效性实施独立监督和评价。华能信托针对不同类型的风险分类施策，保证业务高效、安全、规范运营。针对信用风险、市场风险等可量化风险，华能信托严格实施风险指标管理和风险限额控制。

总体看，华能信托拥有稳健的财务实力以及较好的风险管理制度，作为本交易的受托机构/发行人能够较好地履行其相应的职能。

（3）资金保管机构

本交易的资金保管机构为北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）北京分行。北京银行成立于 1996 年的城市商业银行，总部位于北京。2007 年 9 月，北京银行在上海证券交易所主板上市。截至 2025 年 3 月底，北京银行股本总额为 211.43 亿元，前三大股东分别为 ING BANK N.V.、北京市国有资产经营有限责任公司和北京能源集团有限责任公司，持股比例分别为 13.03%、9.12%和 8.59%。

合并口径下，经审计的财务报表显示，截至 2024 年底，北京银行资产总额 42215.42 亿元，负债总额 38632.02 亿元，股东权益 3583.40 亿元；不良贷款率 1.31%，拨备覆盖率 208.75%；资本充足率为 13.06%，核心一级资本充足率为 8.95%。2024 年，北京银行实现营业收入 699.17 亿元，净利润 258.90 亿元。

合并口径下，未经审计的财务报表显示，截至 2025 年 3 月底，北京银行资产总额 44694.22 亿元，负债总额 41064.00 亿元，股东权益 3630.22 亿元；不良贷款率 1.30%，拨备覆盖率 198.08%；资本充足率为 12.52%，核心一级资本充足率为 8.64%。2025 年 1—3 月，北京银行实现营业收入 171.27 亿元，净利润 76.87 亿元。

风险管理方面，北京银行董事会对风险管理承担最终责任，董事会下设风险管理委员会、关联交易委员会和审计委员会，高级管理层下设信用审批委员会、信用风险政策委员会、不良资产处置委员会等专业委员会。北京银行秉承审慎稳健的风险偏好，持续完善全面风险管理体系，加快推进风险管理数字化转型，推动授信审批体制改革，不断提升不良资产处置效能，积极赋能业务高质量发展。

资产托管业务方面，截至 2024 年底，北京银行托管资产规模 2.27 万亿元；2024 年，北京银行实现托管业务收入 4.11 亿元。

总体看，北京银行风险管理体系完善、托管经验丰富，能够较好地履行其作为资金保管机构的职能。

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“鸿富 2025 年第二期不良资产支持证券”项下优先档证券的信用等级为 AAA_{sr}，次级档证券未予评级。

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 3 月、6 月、9 月、12 月的最后一日。其中，第一个计算日将为 2025 年 6 月 30 日，最后一个计算日为信托终止日。

2. 回收款转付日

回收款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，回收款转付日为每个自然月度最后一日后的第 6 个工作日；

(b) 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》的约定通知借款人将其应支付的款项支付至信托账户；如届时借款人仍将回收款支付至贷款服务机构的，回收款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。

(c) 信托终止日后，回收款转付日为信托终止日后第 6 个工作日；在信托终止日后，贷款服务机构还收到回收款的，则回收款转付日为信托终止日后每个自然月结束的第 5 个工作日，但所有的回收款的转付应不晚于最后一个支付日的前 1 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在某一回收款转付期间内发生变化且因此需要改变回收款转付日时，自该回收款转付期间届满之日起，相关回收款转付日按照前述规则进行相应的改变。回收款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，回收款转付日的频率也不再恢复。

3. 支付日

系指每年 1 月、4 月、7 月、10 月的 23 日；如果前述日期不是工作日，则为相应日期后的第一个工作日，其中第一个支付日为 2025 年 7 月 23 日，信托终止后的支付日为信托清算完毕后 10 个工作日内的任一工作日。

4. 信托分配日

系指每个支付日前的第 6 个工作日。

5. 回购起算日

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。就《信托合同》约定的清仓回购而言，回购起算日系指委托人向受托人发出收购通知所在收款期间前一个收款期间的最后一日。

二、与资产池、信托相关定义

1. 合格标准

根据交易文件约定，就每一笔信用卡债权而言，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）。为避免歧义，若某一笔信用卡债权在过渡期内已以现金形式处置回收完毕的，则该笔信用卡债权仅需在初始起算日符合合格标准：

(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取现或消费所形成，且在初始起算日借款人对取现或消费的事实（包括取现或消费金额）无争议；

(d) 在初始起算日，根据中国民生银行的贷款风险分类标准，资产为次级、可疑或损失类；

(e) 中国民生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) 借款人在中国民生银行的全部信用卡账户（但不包括该借款人在中国民生银行申请的信用卡汽车分期账户）项下借款人的全部未偿债务全部入池；

(h) 中国民生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) 中国民生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；

(j)信用卡债权的全部未被中国民生银行核销；

(k)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。

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（或在资产支持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资产支持证券应付未付利息的；

(b)信托财产在法定到期日后 10 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）不能足额支付当时应偿付但尚未清偿的优先档资产支持证券本金的。

2. 权利完善事件

系指以下任何事件：

(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)贷款服务机构丧失任一必备评级等级；

(c)委托人丧失任一必备评级等级；

(d)委托人发生任何一起丧失清偿能力事件。

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）	金额占比	贷款五级分类	预计回收金额（万元）	预计回收占比
借款人 1	81.31	0.04%	损失	0.99	0.01%
借款人 2	76.76	0.04%	损失	1.24	0.01%
借款人 3	70.95	0.03%	损失	0.85	0.01%
借款人 4	60.97	0.03%	次级	19.54	0.22%
借款人 5	59.83	0.03%	损失	0.99	0.01%
借款人 6	59.12	0.03%	损失	0.44	0.01%
借款人 7	58.82	0.03%	损失	0.97	0.01%
借款人 8	56.54	0.03%	可疑	0.80	0.01%
借款人 9	56.09	0.03%	可疑	0.75	0.01%
借款人 10	55.62	0.03%	可疑	0.65	0.01%
借款人 11	53.79	0.03%	次级	17.24	0.20%
借款人 12	53.02	0.03%	损失	0.88	0.01%
借款人 13	52.35	0.02%	损失	0.89	0.01%
借款人 14	52.26	0.02%	损失	0.92	0.01%
借款人 15	51.36	0.02%	损失	13.52	0.15%
借款人 16	50.94	0.02%	可疑	15.23	0.17%
借款人 17	50.80	0.02%	损失	0.82	0.01%
借款人 18	50.39	0.02%	次级	16.15	0.18%
借款人 19	50.38	0.02%	损失	0.87	0.01%
借款人 20	50.28	0.02%	损失	1.04	0.01%
合计	1151.56	0.54%	--	94.77	1.08%

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	60.97	制造业	天津市	信用	19.54	0.22%
入池贷款 2	53.79	批发和零售业	浙江省	信用	17.24	0.20%
入池贷款 3	50.39	金融业	宁夏回族自治区	信用	16.15	0.18%
入池贷款 4	50.94	批发和零售业	湖南省	信用	15.23	0.17%
入池贷款 5	46.28	批发和零售业	天津市	信用	14.83	0.17%
入池贷款 6	51.36	制造业	北京市	信用	13.52	0.15%
入池贷款 7	42.98	其他	上海市	信用	12.85	0.15%
入池贷款 8	38.34	批发和零售业	广东省	信用	12.29	0.14%
入池贷款 9	44.17	批发和零售业	山东省	信用	11.99	0.14%
入池贷款 10	38.27	批发和零售业	安徽省	信用	11.44	0.13%
入池贷款 11	35.26	住宿和餐饮业	湖南省	信用	11.30	0.13%
入池贷款 12	44.11	其他	四川省	信用	11.17	0.13%
入池贷款 13	31.76	公共管理、社会保障和社会组织	重庆市	信用	10.18	0.12%
入池贷款 14	30.77	制造业	广东省	信用	9.86	0.11%
入池贷款 15	30.59	批发和零售业	浙江省	信用	9.80	0.11%
入池贷款 16	37.56	批发和零售业	北京市	信用	9.61	0.11%
入池贷款 17	43.66	其他	湖北省	信用	9.36	0.11%
入池贷款 18	30.23	信息传输、软件和信息技术服务业	河南省	信用	9.04	0.10%
入池贷款 19	35.28	教育	陕西省	信用	8.93	0.10%
入池贷款 20	32.94	批发和零售业	福建省	信用	8.67	0.10%
合计	829.65	—	—	—	242.98	2.77%

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	预计回收金额（万元）	金额占比
回收期 1（1-3 个月）	1023.91	11.69%
回收期 2（4-6 个月）	1154.32	13.18%
回收期 3（7-9 个月）	1024.26	11.69%
回收期 4（10-12 个月）	921.83	10.52%
回收期 5（13-15 个月）	891.21	10.17%
回收期 6（16-18 个月）	776.87	8.87%
回收期 7（19-21 个月）	683.22	7.80%
回收期 8（22-24 个月）	556.99	6.36%
回收期 9（25-27 个月）	526.08	6.00%
回收期 10（28-30 个月）	458.77	5.24%
回收期 11（31-33 个月）	400.85	4.58%
回收期 12（34-36 个月）	342.97	3.91%
合计	8761.27	100.00%

注：1. 回收期 1 系指从 2025 年 4 月 21 日（不含）至 2025 年 6 月 30 日（含）之间的期间，后续每期 3 个自然月，下同。

附件 5 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。