

旭越惠诚 2024 年第一期 微小企业贷款资产支持证券 2025 年跟踪评级报告

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〕7232号

联合资信评估股份有限公司通过对“旭越惠诚 2024 年第一期
小微企业贷款资产支持证券”的信用状况进行跟踪分析和评估，确
定“旭越惠诚 2024 年第一期小微企业贷款资产支持证券”项下“24
旭越惠诚 1 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月二十五日

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”）和联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）分别为发起机构/委托人/贷款服务机构浙商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和联合赤道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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

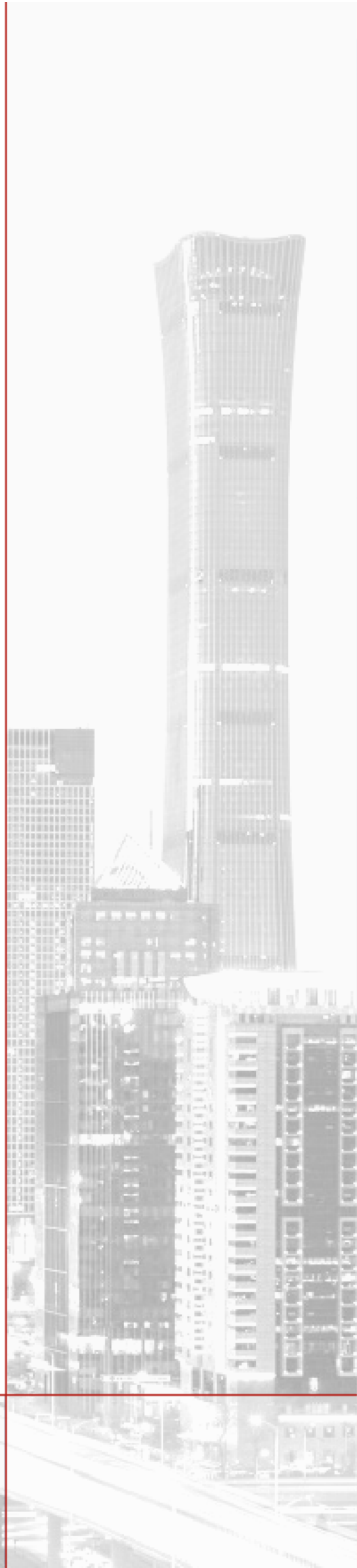
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



旭越惠诚 2024 年第一期微小企业贷款资产支持证券

2025 年跟踪评级报告

证券简称	金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
24 旭越惠诚 1 优先	20.00	43.40	59.88%	78.14%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
24 旭越惠诚 1C	12.14	12.14	36.35%	21.86%	NR	NR
证券合计	32.14	55.54	96.23%	100.00%	--	--
超额抵押	1.26	--	3.77%	--	--	--
资产合计	33.40	55.54	100.00%	100.00%	--	--

注：1. 资产合计包含截至证券跟踪基准日的信托账户转存下期本金还款金额；2. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“旭越惠诚 2024 年第一期微小企业贷款资产支持证券”（以下简称“本证券”或“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的资产池运行情况、资产支持证券（以下简称“证券”）兑付情况、量化模型测试以及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级证券的信用等级。

截至基础资产跟踪基准日，资产池累计违约率¹处于较低水平，资产池提前偿还水平较高。虽然入池资产信用等级较低，借款人行业和地区集中度仍较高，但资产池仍具有良好的分散性，基础资产加权平均剩余期限的缩短也减少了资产池风险暴露的时间。此外，入池资产均附带房产抵押担保，在提升借款人违约成本的同时也能保证资产违约后的回收水平，有利于降低资产池未来现金流的不确定性。组合资产信用风险模型结果显示，资产池整体质量与首次评级相比基本稳定，仍处于较好水平。

交易结构方面，截至证券跟踪基准日，大部分优先级证券本金的兑付以及资产池超额利差累计形成的超额抵押，使得剩余优先级证券所获得的信用支持明显提升。同时，“24 旭越惠诚 1 优先”实际发行利率低于首次评级时的测算参数也有利于量化结果。

量化测算结果显示，“24 旭越惠诚 1 优先”的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}，且风险承受能力明显高于首次评级（安全距离明显提升）。

跟踪期间，各参与方履职情况稳定。

综合考虑上述因素，联合资信确定“旭越惠诚 2024 年第一期微小企业贷款资产支持证券”项下“24 旭越惠诚 1 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- **基础资产整体质量与首次评级相比基本稳定，仍处于较好水平。**截至基础资产跟踪基准日，入池资产剩余 1793 户借款人的 1793 笔贷款，单笔贷款及单户借款人最大未偿本金余额占比为 0.15%，资产池仍具有良好的分散性。基础资产加权平均影子级别由 BB_s²/BB_s⁻ 提升至 BB_s⁺/BB_s⁻；基础资产加权平均剩余期限由 11.64 个月缩短至 4.88 个月。入池贷款均附带抵押担保，资产池加权平均贷款价值比为 76.30%，在提升借款人违约成本的同时也能保证资产违约后的回收水平，有利于降低资产池未来现金流的不确定性。

¹ 累计违约率：就某一收款期间而言，该收款期间的累计违约率系指 A/B 所得的百分比，其中，A 为该收款期间以及之前各收款期间内的所有逾期超过 90 天的贷款在逾期超过 90 天时的未偿本金余额之和，B 为初始起算日资产池余额，下同。

² 联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级，具体含义详见附件 1。其中，BB_s/BB_s⁻ 意为加权平均信用级别介于 BB_s 和 BB_s⁻ 之间，记为 BB_s/BB_s⁻。

- **剩余优先级证券获得的信用支持较首次评级得到明显提升。**跟踪期内，随着大部分优先级证券本金的兑付以及资产池超额利差累计形成的超额抵押，使得剩余“24 旭越惠诚 1 优先”的信用支持较首次评级时得到明显提升。截至基础资产跟踪基准日，资产池未偿本金余额为 333958.54 万元，截至证券跟踪基准日，信托账户转存下期本金还款金额为 4.34 万元，合计对剩余证券形成了 3.77%的超额抵押；考虑超额抵押后，“24 旭越惠诚 1 优先”获得由“24 旭越惠诚 1C”和超额抵押提供的信用支持为 40.12%，较首次评级时提升了 18.26 个百分点。
- **“24 旭越惠诚 1 优先”实际发行利率低于首次评级时的测算参数。**具体来看，“24 旭越惠诚 1 优先”实际发行利率为 1.97%，较首次评级时的测算参数降低 1.23 个百分点。

关注

- **基础资产行业和地区集中度仍较高。**截至基础资产跟踪基准日，剩余基础资产主要集中在批发和零售业，未偿本金余额占比为 54.55%，行业集中度较高；借款人主要集中在浙江省，未偿本金余额占比为 33.96%，地区集中度较高。行业和地区集中度对基础资产池整体信用表现具有一定影响。
- **房价变动对入池资产带来潜在影响。**本交易入池资产均附带房产抵押担保，考虑到房地产市场供求关系已发生变化，2024 年内宽松政策持续释放、多个关键点综合施策以适应房地产市场供求关系的全新变化，促进房地产市场平稳健康发展；但居民收入预期和信心尚未恢复，各地房价变动面临一定的不确定性，需要持续关注上述因素对入池资产带来的影响。
- **可能存在模型风险。**影响基础资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

债券过往评级情况

评级时间	24 旭越惠诚 1 优先信用等级	评级报告
2024/09/19	AAA _{sf}	阅读全文

注：“24 旭越惠诚 1 优先”起息日为 2024 年 10 月 18 日

评级时间

2025 年 7 月 25 日

评级项目组

项目负责人：张 玥 zhangyue@lhratings.com

项目组成员：华 蕊 huarui@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、证券兑付概况

截至证券跟踪基准日，本证券兑付正常。

“旭越惠诚 2024 年第一期微小企业贷款资产支持证券”于 2024 年 10 月 18 日正式设立，分为优先级证券（证券简称“24 旭越惠诚 1 优先”）和次级证券（证券简称“24 旭越惠诚 1C”）。截至证券跟踪基准日，本证券累计分配本金 234012.80 万元，累计分配利息 3342.13 万元。截至证券跟踪基准日，本证券兑付情况和存续情况如下图所示。

图表 1 • 截至证券跟踪基准日本证券兑付情况（单位：万元）

分配时间	24 旭越惠诚 1 优先		24 旭越惠诚 1C	
	本金	利息	本金	利息
2024/11/26	72304.40	913.54	0.00	0.00
2024/12/26	33201.00	585.65	0.00	0.00
2025/01/26	31638.60	549.62	0.00	0.00
2025/02/26	30336.60	496.68	0.00	0.00
2025/03/26	31117.80	402.77	0.00	0.00
2025/04/27	35414.40	393.86	0.00	0.00
合计	234012.80	3342.13	0.00	0.00

资料来源：联合资信根据《受托机构报告》整理

图表 2 • 截至证券跟踪基准日本证券存续情况

证券简称	金额（万元）		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	首次	本次	首次			
24 旭越惠诚 1 优先	199987.20	434000.00	59.88%	78.14%	1.97%	2025/11/26	正常
24 旭越惠诚 1C	121380.31	121380.31	36.35%	21.86%	--	2026/01/26	--
证券合计	321367.51	555380.31	96.23%	100.00%	--	--	--
超额抵押	12595.38	--	3.77%	--	--	--	--
资产合计	333962.88	555380.31	100.00%	100.00%	--	--	--

注：分配方式上，“24 旭越惠诚 1 优先”按月付息，过手摊还本金

资料来源：联合资信根据《受托机构报告》整理

二、基础资产分析

1 资产运行情况

跟踪期内，资产池累计违约率处于较低水平，资产池提前偿还水平较高。

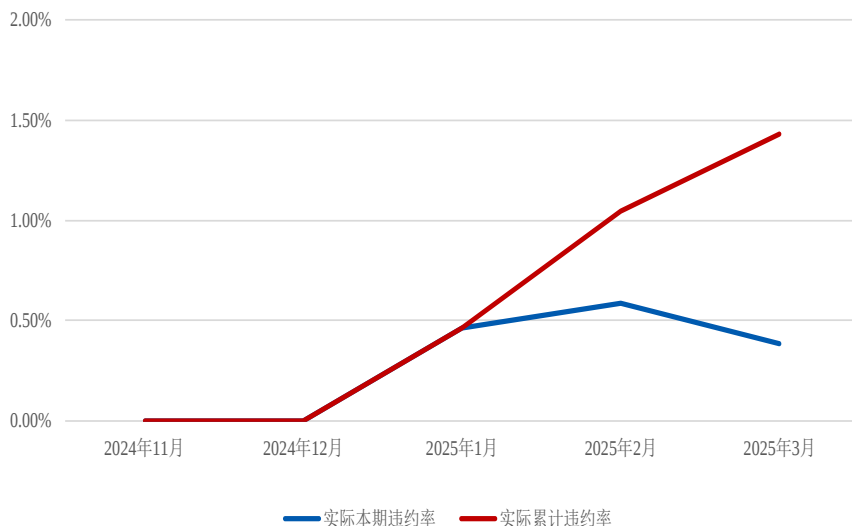
（1）提前偿还情况

截至基础资产跟踪基准日，资产池累计提前偿还本金 201981.08 万元，占初始起算日资产池未偿本金余额的 36.37%，资产池提前偿还水平较高。

（2）违约情况

截至基础资产跟踪基准日，资产池累计逾期 90 天以上贷款金额 7939.20 万元，占初始起算日资产池未偿本金余额的 1.43%，资产池累计违约率处于较低水平。跟踪期内，资产池违约情况如下图所示。

图表 3 • 跟踪期内资产池违约情况



资料来源：联合资信根据《受托机构报告》整理

2 基础资产信用表现分析

跟踪期内，基础资产整体质量与首次评级相比基本稳定，仍处于较好水平。

截至基础资产跟踪基准日，资产池剩余贷款笔数 1793 笔，未偿本金余额 333958.54 万元。相比初始起算日，资产笔数减少 1006 笔，未偿本金余额减少 221421.77 万元；单笔及单户最大未偿本金余额仍为 500.00 万元，占剩余未偿本金余额的 0.15%；资产池加权平均剩余期限缩短至 4.88 个月；借款人行业分布仍主要集中在批发和零售业，浙江省借款人占比仍最高；入池贷款均附带房产抵押担保，加权平均贷款价值比为 76.30%。截至基础资产跟踪基准日，资产池概况如下图表所示。

图表 4 • 资产池概况

项目	本次	首次
未偿本金（万元）	333958.54	555380.31
笔数（笔）	1793	2799
户数（户）	1793	2799
单笔最大未偿本金（万元）	500.00	500.00
单户最大未偿本金（万元）	500.00	500.00
单笔平均未偿本金（万元）	186.26	198.42
单户平均未偿本金（万元）	186.26	198.42
加权平均年利率	4.97%	5.03%
加权平均合同期限（月）	36.67	34.73
加权平均账龄（月）	31.79	23.09
加权平均剩余期限（月）	4.88	11.64
单笔最长剩余期限（月）	12.93	18.02
加权平均贷款价值比	76.30%	75.78%

注：1. 贷款价值比=未偿本金余额/抵押物价值，下同；

2. 加权平均指标以每笔资产截至基础资产跟踪基准日的未偿本金余额为权重计算，下同

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 5 • 贷款状态分布

贷款状态	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
正常	1704	314720.32	94.24%	2799	555380.31	100.00%
逾期 1~30 天	25	4668.19	1.40%	0	0.00	0.00%
逾期 31~60 天	13	3593.00	1.08%	0	0.00	0.00%
逾期 61~90 天	14	3324.83	1.00%	0	0.00	0.00%
90 天以上	37	7652.20	2.29%	0	0.00	0.00%
合计	1793	333958.54	100.00%	2799	555380.31	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 6 • 担保方式分布

担保方式	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
抵押+保证	1305	240668.24	72.07%	2023	397116.9538	71.50%
抵押	488	93290.30	27.93%	776	158263.35	28.50%
合计	1793	333958.54	100.00%	2799	555380.31	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 7 • 贷款价值比分布

贷款价值比	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
(0.00%, 20.00%]	11	910.00	0.27%	18	3138.00	0.57%
(20.00%, 30.00%]	11	1726.30	0.52%	25	4607.00	0.83%
(30.00%, 40.00%]	42	6442.00	1.93%	62	10266.00	1.85%
(40.00%, 50.00%]	60	13553.90	4.06%	124	22725.00	4.09%
(50.00%, 60.00%]	114	26828.52	8.03%	184	32860.90	5.92%
(60.00%, 70.00%]	341	182705.67	54.71%	541	107894.83	19.43%
70%以上	1214	101792.15	30.48%	1845	373888.58	67.32%
合计	1793	333958.54	100.00%	2799	555380.31	100.00%

 注：上表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：联合资信根据资产池信息整理

图表 8 • 年利率分布

年利率	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
(2.00%, 4.00%]	148	33902.65	10.15%	194	49224.80	8.86%
(4.00%, 5.00%]	1058	188620.91	56.48%	1503	284263.35	51.18%
(5.00%, 6.00%]	521	96992.68	29.04%	936	186355.15	33.55%
(6.00%, 7.00%]	66	14442.30	4.32%	166	35537.00	6.40%
合计	1793	333958.54	100.00%	2799	555380.31	100.00%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 9 • 剩余期限分布

剩余期限（月）	本次			首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
(0, 6]	1139	211909.94	63.45%	362	81152.60	14.61%
(6, 12]	622	115045.68	34.45%	901	180706.03	32.54%
(12, 18.02]	5	1059.80	0.32%	1536	293521.67	52.85%
其他	27	5943.12	1.78%	0	0.00	0.00%
合计	1793	333958.54	100.00%	2799	555380.31	100.00%

 注：其他系指已到期但尚未偿还的逾期资产，不含贷款尚未到期但被认定逾期的情形（如有）
 资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 10 • 借款人前十大行业分布

行业	本次			行业	首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比		笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
批发和零售业	1003	182186.84	54.55%	批发和零售业	1589	308774.29	55.60%
建筑业	172	33996.68	10.18%	建筑业	246	50614.18	9.11%
租赁和商务服务业	120	24631.54	7.38%	租赁和商务服务业	190	42814.94	7.71%
住宿和餐饮业	96	17442.80	5.22%	制造业	170	32037.40	5.77%
制造业	94	16948.40	5.08%	住宿和餐饮业	142	27216.80	4.90%
居民服务、修理和其他服务业	84	13639.89	4.08%	居民服务、修理和其他服务业	122	20873.00	3.76%
科学研究和技术服务业	56	12544.49	3.76%	科学研究和技术服务业	89	19906.49	3.58%
信息传输、软件和信息技术服务业	55	11139.00	3.34%	信息传输、软件和信息技术服务业	85	19645.00	3.54%
文化、体育和娱乐业	41	8167.40	2.45%	文化、体育和娱乐业	66	13574.70	2.44%
交通运输、仓储和邮政业	34	5324.50	1.59%	交通运输、仓储和邮政业	46	8145.50	1.47%
合计	1755	326021.54	97.62%	合计	2745	543602.31	97.88%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 11 • 借款人前十大地区分布

地区	本次			地区	首次		
	笔数（笔）	余额（万元）	余额占比		笔数（笔）	余额（万元）	余额占比
浙江	565	113403.41	33.96%	浙江	972	204750.08	36.87%
江苏	348	64127.44	19.20%	江苏	484	91931.60	16.55%
广东	107	32069.00	9.60%	广东	202	60435.00	10.88%
上海	99	24186.30	7.24%	上海	156	39121.00	7.04%
重庆	160	18545.05	5.55%	天津	149	27047.90	4.87%
山东	135	15754.42	4.72%	重庆	207	25386.69	4.57%
天津	92	15742.80	4.71%	辽宁	100	21002.00	3.78%
安徽	87	14120.00	4.23%	四川	135	20811.03	3.75%
辽宁	56	11585.00	3.47%	北京	70	18342.00	3.30%
四川	70	9396.93	2.81%	山东	151	17617.80	3.17%
合计	1719	318930.34	95.50%	合计	2626	526445.11	94.79%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

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。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。

2 内部增信

顺序偿付机制是本交易的核心内部信用提升机制，同时超额利差为本交易带来了有利的影响。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

跟踪期间，部分优先级证券本金的兑付及资产池超额利差累积形成的超额抵押提升了剩余证券所获的信用支持：截至基础资产跟踪基准日，资产池未偿本金余额为 333958.54 万元，截至证券跟踪基准日，信托账户转存下期本金还款金额为 4.34 万元，合计对剩余证券形成

了 3.77% 的超额抵押；考虑超额抵押后，“24 旭越惠诚 1 优先”获得由“24 旭越惠诚 1C”和超额抵押提供的信用支持为 40.12%，较首次评级时提升了 18.26 个百分点。

跟踪期间，本交易未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件等对信托财产产生重大不利影响的事项。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据入池资产特征和交易文件条款约定，进行了组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试及现金流压力测试，来确定受评证券的量化模型指示信用等级。

1 组合资产信用风险分析

联合资信采用蒙特卡洛模拟方法对资产池组合的信用风险建模，以确定优先级证券达到预设评级目标所需要的目标等级违约比率和目标等级损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用等级与违约率的对应关系为基础，充分考虑借款人影子级别、集中度、关联关系、所处行业和地区、资产金额和剩余期限、资产担保方式等因素以及基础资产与证券端的利差水平对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。

本交易入池资产均附带房产抵押担保，考虑到房地产市场供求关系已发生变化，2024 年内宽松政策持续释放、多个关键点综合施策以适应房地产市场供求关系的全新变化，促进房地产市场平稳健康发展；但居民收入预期和信心尚未恢复，各地房价变动面临一定的不确定性，需要持续关注上述因素对入池资产带来的影响。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设，联合资信使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过 100 万次的模拟，联合资信计算出不同信用等级水平下证券最少需要承受的资产池目标等级违约比率和目标等级损失比率。截至基础资产跟踪基准日，剩余资产的加权平均信用等级为 BBB^+_{sf}/BBB_s ，剩余资产的加权平均回收率为 64.84%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标等级违约比率和目标等级损失比率详见下表。

图表 12 • 组合资产信用风险模型结果

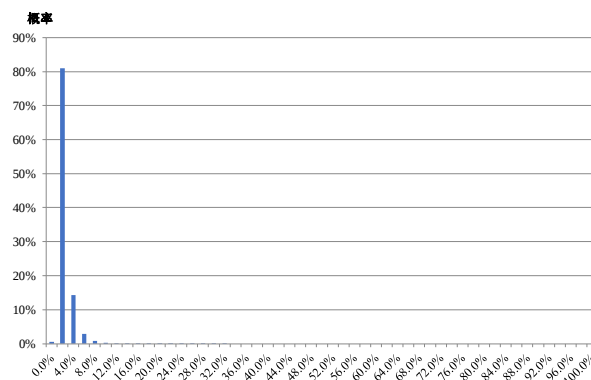
信用等级	目标等级违约概率（TRDP）	目标等级违约比率（TRDR）	目标等级损失比率（TRLR）
AAA_{sf}	0.02%	20.02%	5.65%
AA^+_{sf}	0.05%	17.11%	4.58%
AA_{sf}	0.07%	16.31%	4.29%
AA^-_{sf}	0.10%	15.40%	3.94%
A^+_{sf}	0.15%	14.44%	3.57%
A_{sf}	0.20%	13.78%	3.31%
A^-_{sf}	0.30%	12.88%	2.98%
BBB^+_{sf}	0.60%	11.50%	2.44%
BBB_{sf}	0.81%	10.93%	2.23%
BBB^-_{sf}	1.00%	10.53%	2.08%

模型输出的模拟结果显示基础资产违约大部分集中在第一年。基础资产时间分布和违约比率发生概率分布情况如下图表所示。

图表 13 • 基础资产违约时间分布

时间	违约比例
第 1 年	99.68%
第 2 年	0.32%

图表 14 • 基础资产违约比率发生概率分布



根据组合资产信用风险模型结果，并结合分层方案，“24 旭越惠诚 1 优先”可获得的信用支持为 40.12%，高于 AAA_{sf} 级目标信用等级最低分层支持要求 5.65%。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的“24 旭越惠诚 1 优先”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

2 关键债务人违约压力测试

虽然联合资信在组合信用风险模型中已经考虑了本交易基础资产的集中度对资产池整体表现的影响（即根据借款人集中度、行业集中度、地区集中度放大借款人违约率），但联合资信同时认为，如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合资信通过关键债务人违约压力测试模型对本交易剩余基础资产进行了压力测试，结果如下表所示。

图表 15 • 关键债务人违约压力测试结果

目标等级	最低分层支持要求
AAA _{sf}	4.55%
AA ⁺ _{sf} /AA _{sf} /AA ⁻ _{sf}	4.42%
A ⁺ _{sf} /A _{sf} /A ⁻ _{sf}	4.35%
BBB ⁺ _{sf} /BBB _{sf} /BBB ⁻ _{sf}	4.29%

根据关键债务人压力测试结果，并结合分层方案，“24 旭越惠诚 1 优先”可获得的信用支持为 40.12%，高于 AAA_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（4.55%）。因此，由关键债务人压力测试决定的“24 旭越惠诚 1 优先”可获得的信用支持上限为 AAA_{sf}。

3 现金流压力测试

根据本交易资产池的本息支付等现金流入特征以及优先级证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和利息回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、优先级证券本金、次级证券本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反映现金流变化对优先级证券本息偿付所带来的影响。

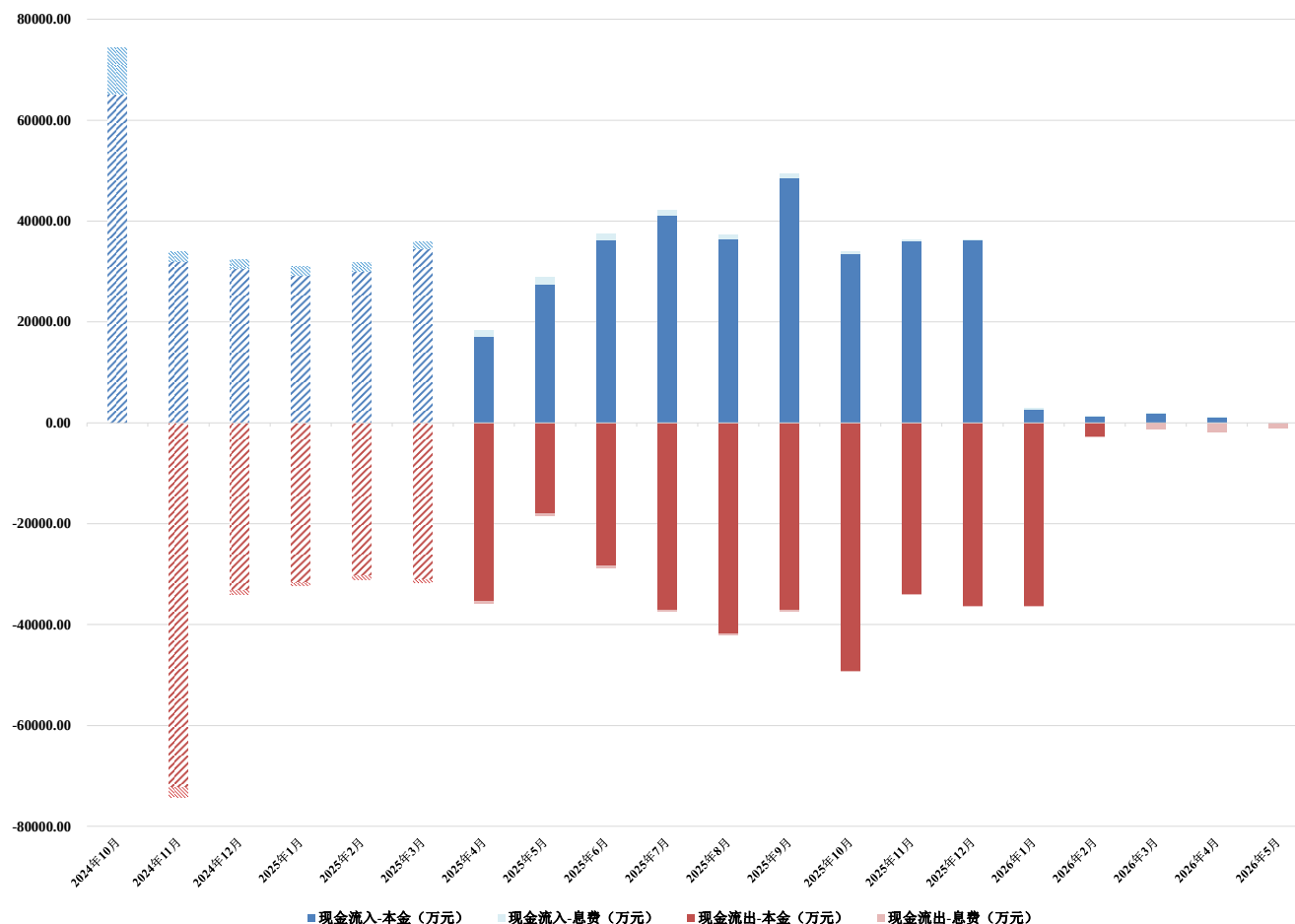
图表 16 • 现金流模型基准参数

流入模型相关参数			支付模型相关参数		
参数名称	本次	首次	参数名称	本次	首次
回收率	64.84%	64.21%	证券/资产占比	59.88%: 36.35%: 3.77% ³	78.14%: 21.86%
回收周期	6 个月	6 个月	税率	3.26%	3.26%
提前还款率	4.00%/年	4.00%/年	费率合计	2.335%/年	2.335%/年
违约时间分布	第一年: 99.68% 第二年: 0.32%	第一年: 70.01% 第二年: 29.99%	优先级收益率	1.97%	2.70%
			优先级偿付频率	按月付息，过手摊还本金	
			基础资产跟踪基准日	2025/03/31	--
			证券跟踪基准日	2025/04/27	--
			法定到期日	2029/01/26	

注：费率合计主要包括优先级证券本息支付前需要支付的费用
 资料来源：联合资信资产池信息和《受托机构报告》《信托合同》整理

³ 截至证券跟踪基准日，资产池累积的超额利差已形成 3.77% 的超额抵押。

图表 17 • 正常情形下现金流情况



注：上图中虚线部分为自初始起算日起已发生本息费流入流出，实线部分为预计本息费流入流出

联合资信将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，在此基础上，设置了如下主要压力条件：提前还款率增加、违约时间分布前置、违约贷款回收率下降等。由于本交易已成立，未对发行利率进行加压。

联合资信通过现金流分析及压力测试模型，测试了优先级证券的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下，优先级证券能承受的最高违约比率，临界违约率越高表示在保证优先级证券可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率（TRDR）之间的差额为保护距离，反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。“24 旭越惠诚 1 优先”的压力测试结果如下图表所示。

图表 18 • “24 旭越惠诚 1 优先”在 AAA_{sf}情景下压力测试结果

主要压力条件	临界违约率	AAA _{sf} 级 TRDR	保护距离
基准条件	65.72%	20.02%	45.70%
回收率为 45.39% ⁴ ，其他为基准条件	58.53%	20.02%	38.52%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	65.75%	20.02%	45.73%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	65.41%	20.02%	45.40%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	68.12%	20.02%	48.10%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	68.11%	20.02%	48.09%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	65.75%	20.02%	45.73%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	65.75%	20.02%	45.73%
回收率在基准水平上下浮 10%，提前还款增加 2 倍，违约分布前置 10%	67.94%	20.02%	47.93%
回收率在基准水平上下浮 20%，提前还款增加 4 倍，违约分布前置 20%	66.11%	20.02%	46.09%

⁴ AAA_{sf}级别下的回收率加压，仅考虑由抵押、质押等强保证措施为基础资产提供的回收率，并在此基础上乘以 0.7，下同。

由压力测试结果可以看出,“24 旭越惠诚 1 优先”能够通过目标信用等级为 AAA_{sf} 的压力测试,并能获得较高的保护距离(38.52%),较首次评级提高了 15.25 个百分点。因此,由现金流压力测试决定的“24 旭越惠诚 1 优先”的信用等级上限为 AAA_{sf}。

综合组合资产信用风险分析模型测算结果、关键债务人违约压力测试结果、现金流压力测试结果,本交易项下“24 旭越惠诚 1 优先”的量化模型指示信用等级可维持 AAA_{sf}。

五、参与机构履职能力分析

1 发起机构/贷款服务机构

本交易的发起机构/贷款服务机构为浙商银行股份有限公司(以下简称“浙商银行”)。

浙商银行是全国性股份制商业银行之一,于 2004 年 8 月正式开业,总部设在浙江杭州。浙商银行于 2016 年 3 月在香港联交所上市,并于 2019 年 11 月在上海证券交易所上市。截至 2024 年底,浙商银行在全国 22 个省(自治区、直辖市)及香港特别行政区设立了 362 家分支机构,实现了对浙江、长三角、粤港澳大湾区、环渤海、海西地区和部分中西部地区的覆盖。截至 2025 年 3 月底,浙商银行股本总额为 274.64 亿元,占比超过 10% 的股东分别为香港中央结算(代理人)有限公司和浙江省金融控股有限公司,分别持股 21.55% 和 12.57%。

截至 2024 年底,根据审计报告,合并口径下,浙商银行资产总额为 33255.39 亿元,其中发放贷款和垫款总额 18571.16 亿元;负债总额为 31227.96 亿元,其中吸收存款 19222.89 亿元;归属于本行股东的权益为 1989.03 亿元;不良贷款率 1.38%,拨备覆盖率 178.67%;资本充足率 12.61%,核心一级资本充足率 8.38%。2024 年全年,合并口径下,浙商银行实现营业收入 676.50 亿元,归属于本行股东的净利润 151.86 亿元。

截至 2025 年 3 月底,未经审计的财务报表显示,合并口径下,浙商银行资产总额为 34431.17 亿元,其中发放贷款和垫款 18906.98 亿元;负债总额为 32373.34 亿元,其中吸收存款 20063.68 亿元;归属于本行股东权益合计为 2017.80 亿元;不良贷款率 1.38%,拨备覆盖率 171.21%;资本充足率 12.18%,核心一级资本充足率 8.38%。2025 年 1—3 月,合并口径下,浙商银行实现营业收入 171.05 亿元,归属于本行股东的净利润 59.49 亿元。

信用风险管理方面,浙商银行根据外部经营环境变化、内部经营状况及风险情况,制定授信政策,明确全行授信业务客户结构、行业结构、产业结构、区域结构、重点战略领域等政策导向,并在持续跟踪宏观、行业经济发展趋势的基础上,适时调整授信政策。浙商银行对于小微企业客户实施统一授信管理,将小微企业客户的各类授信业务纳入统一授信管理。浙商银行探索专业化经营模式,完善管理体制,梳理规范授信各环节流程和要求,逐步形成富有浙商银行特色的,标准化的授信作业模式。

浙商银行作为发起机构和贷款服务机构,发行过多单不良贷款资产证券化项目,具有比较丰富的不良贷款处置经验,对资产池相关信息较为了解,能够较好规避信息不对称、处置不及时所带来的回收风险。同时,本交易约定,资产池回收款按照约定的现金流分配顺序,在支付完次级档证券固定资金成本后,剩余金额的 80% 用于支付超额奖励服务费。贷款服务机构超额奖励支付机制的设置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。

总体来看,浙商银行财务状况优良,公司治理规范,风控能力很强。联合资信认为浙商银行作为本交易的委托人、发起机构和贷款服务机构,履职情况稳定。

2 受托机构与资金保管机构

跟踪期内,本交易受托机构和资金保管机构均未发生替换,履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析,联合资信认为无需调整“24 旭越惠诚 1 优先”的信用等级。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的资产池运行情况、证券兑付情况、量化模型测试以及量化模型外的调整因素等因素进行了综合考量,确定“旭越惠诚 2024 年第一期微小企业贷款资产支持证券”项下“24 旭越惠诚 1 优先”的信用等级维持 AAA_{sf},“24 旭越惠诚 1C”未予评级。

上述“24 旭越惠诚 1 优先”的评级结果反映了该类资产支持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 入池资产借款人影子评级方法与主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产借款人及担保方（如有）进行信用评级，该评级方法称为影子评级方法。为表示该级别与主体长期信用等级的区别，联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子级别。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产借款人及担保方（如有）影子评级过程相对于联合信信的主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产借款人及担保方（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定借款人及担保方（如有）的影子级别。对于联合资信发布的借款人及担保方（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子级别主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产借款人及担保方（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子级别还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子级别不是联合资信对借款人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产借款人及担保方（如有）影子级别划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义与主体长期信用等级的含义一致，如下表所示。

信用等级	含义
AAA _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _s	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _s	不能偿还债务

附件 2 资产支持证券信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券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