

联合资信评估股份有限公司

联合〔2021〕7509号

联合资信评估股份有限公司通过对“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”项下“20 惠元 3 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

惠元 2020 年第三期不良资产支持证券 2021 年跟踪评级报告

评级结果

证券简称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20惠元3优先	0.72	2.35	62.99	84.78	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20惠元3C	0.42	0.42	37.01	15.22	NR	NR
证券合计	1.14	2.77	100.00	100.00	--	--
累计回收金额	2.05	--	53.81	--	--	--
资产池回收估值	3.81		--	--	--	--

注：NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托财产初始起算日：2020 年 9 月 1 日

信托设立日：2020 年 12 月 23 日

证券法定到期日：2025 年 9 月 17 日

本次跟踪期间：2020 年 12 月 23 日—2021 年 6 月 17 日

资产池收款期间：2020 年 9 月 1 日—2021 年 5 月 31 日

资产池跟踪基准日：2021 年 4 月 30 日（本次跟踪资产池数据提取日）

证券跟踪基准日：2021 年 6 月 17 日

首次评级日期：2020 年 11 月 25 日

本次跟踪评级日期：2021 年 7 月 29 日

分析师

崔健 王笛

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

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“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”进行了持续的跟踪，对资产池回收情况、证券兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况等多方因素进行了持续的关注，并结合上述要素对证券进行了现金流分析及压力测试。

根据跟踪期内的受托机构报告以及资产池的处置回收资料等信息，经过分析与测算，联合资信认为本次跟踪期内“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”基础资产的实际回收情况（资产池收款期间已实现回收 20495.18 万元，占资产池回收估值的 53.81%）优于首评预测（首评预测的同期限回收额为 19080.46 万元，占资产池回收估值的 50.10%）。同时，本交易设置了内部流动性储备账户，这将在一定程度缓释不良资产回收款的波动风险。

交易结构方面，大比例优先档资产支持证券（以下简称“20 惠元 3 优先”或“优先档证券”）的顺利兑付，使得剩余优先档证券获得的信用支持明显上升。量化测算结果显示，“20 惠元 3 优先”仍满足 AAA_{sf} 等级的评级标准，并且测算结果优于首次评级。

另外，考虑到贷款服务机构中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）财务状况稳健，对资产池中不良资产采取的处置方式恰当有效，贷款服务能力良好，其他各参与机构履职情况稳定，有助于剩余优先档证券的顺利兑付。

综合上述因素，联合资信确定维持“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”项下“20 惠元 3 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。上述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，违约风险极低。

优势

1. **资产实际回收情况好于预期。**联合资信首评预测本交易 36 期毛回收率为 15.07%，即毛回收金额 38085.21 万元。本次资产池收款期间，实际回收历经 9 个月，回收金额共计 20495.18 万元；联合资信首评预测的同期限回收额为 19080.46 万元，实际回收情况好于预期。
2. **剩余优先档证券获得的信用支持大幅提升。**本交易采用优先/次级结构作为主要的内部信用提升机制，跟踪期内，“20 惠元 3 优先”获得的信用支持由 15.22%提升至 37.01%。

关注

1. **不良资产的回收情况具有不确定性。**截至本次资产池跟踪基准日，仍有 60359 笔信用卡债权在处置进程中，随着剩余资产逾期时间的增加，未来回收面临的不确定性进一步增加。
2. **存在一定的宏观经济风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本交易项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、证券兑付、信用支持及参与方履职能力分析

1. 证券兑付及信用支持

跟踪期内，本交易未发生风险事件，剩余优先档资产支持证券获得的信用支持大幅提升。

惠元 2020 年第三期不良资产支持证券（以下简称“本期证券”）成立于 2020 年 12 月 23 日。本次跟踪期内，优先档资产支持证券（以下简称“20 惠元 3 优先”或“优先档证券”）利息均已足额支付。截至本次证券跟踪基准日，本交易仍处在“20 惠元 3 优先”本金兑付期内，“20 惠元 3 优先”本金已经兑付 69.44%；次级档资产支持证券（以下简称“20 惠元 3C”或“次级

档证券”）本金尚未开始兑付。具体情况如下表所示。

表 1 证券本金兑付情况（单位：万元）

分配时间	20 惠元 3 优先	20 惠元 3C
2021 年 1 月	11155.45	0.00
2021 年 3 月	2075.05	0.00
2021 年 6 月	3087.90	0.00

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

截至本次证券跟踪基准日，本交易未触发风险事件。本期证券的存续情况见下表。

表 2 证券存续情况（单位：亿元、%）

证券简称	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次跟踪	首次评级	本次跟踪	首次评级			
20 惠元 3 优先	0.72	2.35	62.99	84.78	3.80	2022/03/17	正常
20 惠元 3C	0.42	0.42	37.01	15.22	--	2023/09/17	正常
证券合计	1.14	2.77	100.00	100.00	--	--	--
累计回收金额	2.05	--	53.81	--	--	--	--
资产池回收估值	3.81		--	--	--	--	--

资料来源：受托机构报告，联合资信整理

2. 参与机构表现

跟踪期内，各参与机构未发生替换，履职情况稳定。

（1）贷款服务机构

本交易的贷款服务机构为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）。中信银行成立于 1987 年，2007 年 4 月，中信银行在上海、香港同步上市。截至 2020 年底，中信银行股本为 489.35 亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为 65.37%。

截至 2020 年底，中信银行资产总额 75111.61 亿元，所有者权益 5600.38 亿元；不良贷款率 1.64%；拨备覆盖率 171.68%；资本充足率 13.01%，一级资本充足率 10.18%，核心一级资本充足率 8.74%。2020 年，中信银行实现营业收入 1947.31 亿元，净利润 495.32 亿元。

中信银行信用卡中心总部设在深圳，于 2008 年 1 月 7 日获得中国银行业监督管理委员会颁发的《金融许可证》。截至 2020 年底，中信银行信用卡累计发卡 9262.14 万张，较上年底增长 11.16%；信用卡贷款余额 4852.32 亿元，较上年底下降 5.64%；2020 年，中信银行信用卡交易量 24376.88 亿元，同比下降 4.83%；实现信用卡业务收入 614.98 亿元，同比增长 1.64%。截至 2020 年底，中信信用卡不良贷款 115.61 亿元，不良率 2.38%，比上年底上升 0.64 个百分点。

信用风险管理方面，中信银行多年来坚持专项风险排查制度，加强风险防范化解能力，持续创新不良贷款处置方式，在新常态和供给侧结构性改革的挑战下，整体信贷资产质量稳定可控。

中信银行对于客户提交的信用卡申请有较为严格的审批流程。对于逾期的信用卡债权，中信银行制定了较为规范的催收管理细则，并设立了专门的催收部门对逾期债权进行催收。此外，中信银行与多家专业的外包催收公司建立了良好的业务往来，并通过相应的激励机制和淘汰机制，尽可能的提高信用卡债权逾期后的回收水平。

在资产证券化方面，中信银行作为项目发起机构成功地在银行间市场发起了多单资产证券化项目，积累了丰富的项目经验。前期积累的经验将对此次中信银行顺利开展不良资产证券化项目提供良好的保障。

另外，本交易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偿付完次级档资产支持证券本金之后，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。

（2）其他机构

跟踪期内，本交易的受托机构、资金保管机构履约和尽职能力稳定。

二、基础资产分析

截至资产池跟踪基准日，入池资产仍有 64723 笔信用卡债权尚在处置中，随着剩余资产逾期时间的增加，未来回收面临的不确定性进一步增加。

1. 资产池概述

截至本次资产池跟踪基准日，资产池仍有 60359 笔信用卡债权尚在处置中，未偿本息费余额合计 266485.69 万元，资产池概况详见下表：

表 3 资产池概况

项目	本次跟踪	首次评级
资产池未偿本金余额（万元）	181793.34	200094.27
资产池未偿本息费余额（万元）	266485.69	252654.96
资产笔数（笔）	60359	69324
单笔平均未偿本息费余额（万元）	4.42	3.64
单笔最大未偿本息费余额（万元）	99.04	91.07
加权平均逾期时间（月）	14.56	6.69

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

2. 五级分类分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的五级分类均为损失类。详见下表：

表 4 五级分类分布（单位：%）

五级分类	未偿本息费余额占比	
	本次跟踪	首次评级
次级	--	37.05
可疑	--	24.88
损失	100.00	38.07
合 计	100.00	100.00

资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

3. 未偿本息费余额分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产的单笔平均未偿本息费余额为 4.42 万元，未偿本息费余额的分布与初始起算日相比有所变化。详见下表：

表 5 未偿本息费余额分布（单位：万元、%）

未偿本息费余额	未偿本息费余额占比	
	本次跟踪	首次评级
(0, 5]	22.29	25.71
(5, 10]	22.94	27.22
(10, 15]	23.48	22.61
(15, 20]	13.18	10.69
20 以上	18.10	13.77
合 计	100.00	100.00

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

4. 逾期时间分布

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产加权平均逾期时间增加至 14.56 个月，逾期时间分布

详见下表：

表 6 逾期时间分布（单位：月、%）

逾期时间	未偿本息费余额占比	
	本次跟踪	首次评级
6 及以下	0.72	61.93
[7, 9]	1.00	18.13
[10, 12]	36.17	15.77
12 以上	62.02	4.16
未提供	0.10	0.00
合 计	100.00	100.00

注：[,]为左闭右开区间，例如[7, 9]表示大于等于7但小于等于9，下同
资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

5. 持卡人地区分布

相比初始起算日，入池资产借款人所在地区剩余贷款未偿本息费余额的排名及占比情况有所变化，详见下表：

表 7 持卡人所在地区分布（单位：%）

未偿本息费余额占比			
地区	本次跟踪	地区	首次评级
深圳	7.16	广州	7.98
广州	4.38	深圳	6.95
重庆	3.57	郑州	5.80
郑州	3.48	武汉	5.12
北京	3.01	济南	4.69
南宁	2.98	南宁	4.42
东莞	2.75	重庆	3.68
武汉	2.58	福州	3.24
上海	2.03	杭州	3.11
成都	2.03	北京	2.98
其他	66.04	其他	52.03
合 计	100.00	合 计	100.00

注：仅列出占比前十大的地区，其他地区归入“其他”类
资料来源：贷款服务机构提供，联合资信整理

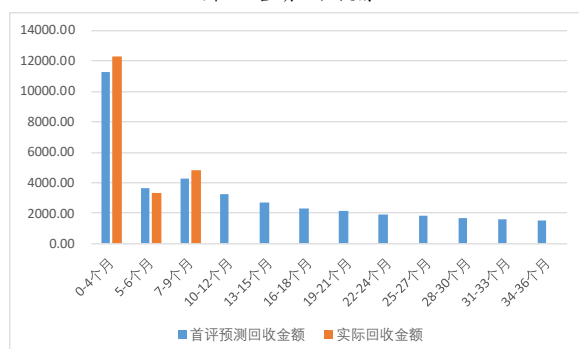
三、定量分析

联合资信根据本次跟踪期内已实现的回额收对未来回收估值进行了调整，并编制相应的现金流模型以返回检验优先档证券能否通过目标评级的压力测试。

1. 实际回收情况分析

本次资产池收款期间，资产池已实现 9 个月回收 20495.18 万元，占联合资信首评预测的 36 期毛回收金额的 53.81%，联合资信首评预测的同期限回收额为 19080.46 万元，占首评预测的 36 期毛回收金额的 50.10%，实际回收情况好于预期。各收款期间实际回收金额与首评预测回收金额对比详见下图：

图 1 各期回收款情况



截至本次资产池跟踪基准日，仍有 60359 笔信用卡债权在处置进程中，随着剩余资产逾期时间的增加，未来回收面临的不确定性进一步增加。

2. 跟踪评级分析

（1）现金流分析

基于本次跟踪期内已经实现的 9 个月实际回收数据，同时考虑到未结清资产在后续可能产生的现金流回收，联合资信得到资产池预计回收金额及预计回收时间分布如下表：

表 8 资产池预计回收金额及预计回收时间分布

（单位：万元、%）

预计回收时间	预计回收金额	占比
2020年9月-2020年12月	12292.42	32.28
2021年1月-2021年2月	3339.59	8.77
2021年3月-2021年5月	4863.17	12.77
2021年6月-2021年8月	3024.27	7.94
2021年9月-2021年11月	2475.53	6.50
2021年12月-2022年2月	2168.79	5.69
2022年3月-2022年5月	1977.77	5.19
2022年6月-2022年8月	1810.15	4.75
2022年9月-2022年11月	1677.53	4.40

2022年12月-2023年2月	1575.56	4.14
2023年3月-2023年5月	1496.82	3.93
2023年6月-2023年8月	1383.60	3.63
合 计	38085.21	100.00

注：2020年9月至2021年5月的回收金额为实际回收金额

（2）目标评级回收率

上述分析主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现。但要使证券的信用等级能达到投资级以上，证券就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，证券及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的压力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

在模拟资产池证券期限内回收水平时，联合资信根据影响证券期限内回收水平的主要因素将符合条件的历史数据进行分组，并根据历史回收趋势对不足36期的资产进行回收分组补足。并根据资产池的特征分布对历史数据进行分层随机抽样，模拟得到证券期限（36期）内资产池回收率分布。由于样本数据显示回收率和时间存在一定关联程度，因此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，联合资信选取了上述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，我们将残差标准化处理，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表所示。

表9 正态分布参数

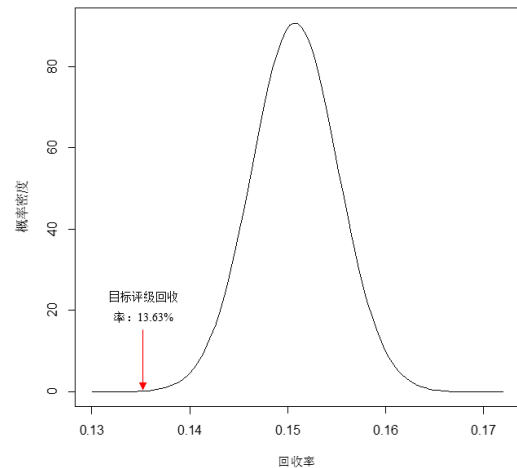
期望	标准差
0.00	0.0044

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，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，具体如下表和下图所示。

表10 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	13.63%

图2 回收概率分布图



（3）压力测试

联合资信基于证券发行规模、分层比例及发行利率，根据信托合同约定的现金流支付顺序和违约事件触发机制等交易结构安排，编制了本交易适用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评级的压力测试。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处置费用、各项税费、发行费用、各参与机构费用及报酬（劣后部分贷款服务机构除外）、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，则说明优先档证券可以通过该级别的压力测试，即优先档证券可以给予相应的信用等级。

联合资信主要的压力测试手段包括回收率下降、回收时间后置等。回收率下降及回收时间后置都意味着资产池前期现金流流入低于预期，从而加大了证券利息偿付的压力。除了以上两种

单因素压力测试外，联合资信还设置了组合压力情景。

压力测试结果显示，各种压力情景下的“20惠元3优先”必要回收率均小于AAA_{sf}级目标评级回收率13.63%，因此“20惠元3优先”可以通过AAA_{sf}级的压力测试。压力测试的相关参数及结果详见下表。

表 11 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准		加压情况		优先档证券必要回收率
回收时间情景 1	回收期 1	32.28%	回收期 1	32.28%	11.44%
	回收期 2	8.77%	回收期 2	8.77%	
	回收期 3	12.77%	回收期 3	12.77%	
	回收期 4	7.94%	回收期 4	7.15%	
	回收期 5	6.50%	回收期 5	6.64%	
	回收期 6	5.69%	回收期 6	5.78%	
	回收期 7	5.19%	回收期 7	5.24%	
	回收期 8	4.75%	回收期 8	4.80%	
	回收期 9	4.40%	回收期 9	4.44%	
	回收期 10	4.14%	回收期 10	4.16%	
	回收期 11	3.93%	回收期 11	3.95%	
	回收期 12	3.63%	回收期 12	3.66%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.36%	
回收时间情景 2	回收期 1	32.28%	回收期 1	32.28%	11.44%
	回收期 2	8.77%	回收期 2	8.77%	
	回收期 3	12.77%	回收期 3	12.77%	
	回收期 4	7.94%	回收期 4	6.35%	
	回收期 5	6.50%	回收期 5	6.79%	
	回收期 6	5.69%	回收期 6	5.86%	
	回收期 7	5.19%	回收期 7	5.29%	
	回收期 8	4.75%	回收期 8	4.84%	
	回收期 9	4.40%	回收期 9	4.47%	
	回收期 10	4.14%	回收期 10	4.19%	
	回收期 11	3.93%	回收期 11	3.97%	
	回收期 12	3.63%	回收期 12	3.69%	
	回收期 13	--	回收期 13	0.73%	
回收率情景 1	15.07%		回收率下降 5%比例		11.30%
回收率情景 2			回收率下降 10%比例		11.18%
组合压力情景 1	——		回收率	下降 5%比例	11.31%
			回收时间	回收期 1	32.28%
				回收期 2	8.77%
				回收期 3	12.77%
				回收期 4	7.15%
				回收期 5	6.64%
				回收期 6	5.78%
				回收期 7	5.24%

			回收期 8	4.80%	
			回收期 9	4.44%	
			回收期 10	4.16%	
			回收期 11	3.95%	
			回收期 12	3.66%	
			回收期 13	0.36%	
组合压力情景 2	——	回收率	下降 10%比例		11.19%
		回收时间	回收期 1	32.28%	
			回收期 2	8.77%	
			回收期 3	12.77%	
			回收期 4	6.35%	
			回收期 5	6.79%	
			回收期 6	5.86%	
			回收期 7	5.29%	
			回收期 8	4.84%	
			回收期 9	4.47%	
			回收期 10	4.19%	
			回收期 11	3.97%	
			回收期 12	3.69%	
			回收期 13	0.73%	

四、评级结论

联合资信评估股份有限公司对“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”进行了持续的跟踪，对资产池收现情况、证券兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履约状况等进行了持续的关注。跟踪期内，优先档证券本金和利息兑付正常，资产池回收情况好于预期，参与机构履约

和尽职能力稳定。经过跟踪评级测算和分析，联合资信确定维持“惠元 2020 年第三期不良资产支持证券”项下“20 惠元 3 优先”的信用等级为 AAA_{sf} 。上述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，违约风险极低。

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。