

惠元 2025 年第六期 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〕4053号

联合资信评估股份有限公司通过对“惠元 2025 年第六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“惠元 2025 年第六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

二〇二五年六月九日

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合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为委托人/发起机构/贷款服务机构中信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合咨询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。

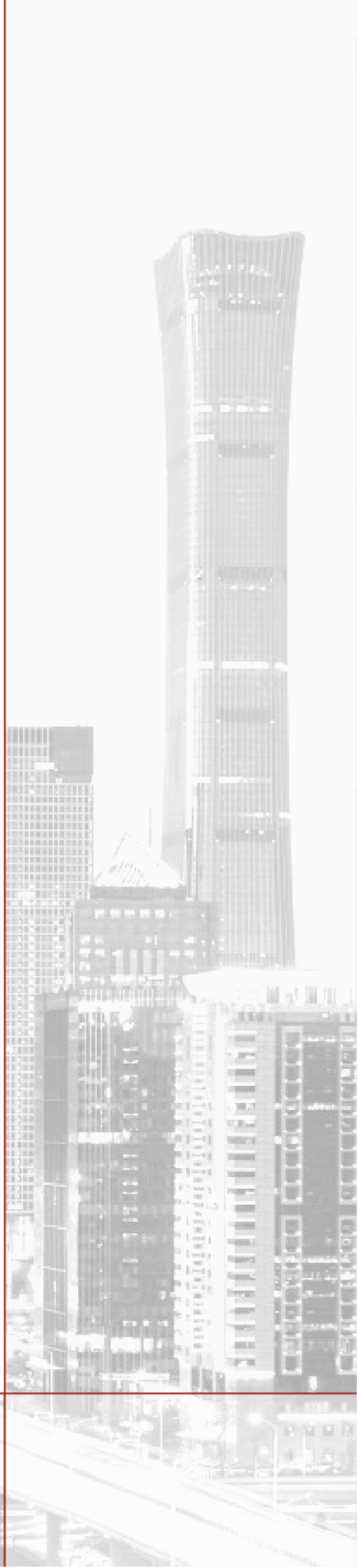
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



惠元 2025 年第六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	28000.00	47.18%	76.29%	2027/03/20	过手	AAA _{sf}
次级档	8700.00	14.66%	23.71%	2028/05/20	过手	NR
证券合计	36700.00	61.83%	100.00%	--	--	--
预计毛回收	59353.17	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“惠元 2025 年第六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。

本交易基础资产为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）持有的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 16.28%（即毛回收金额 59353.17 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“惠元 2025 年第六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 147679 笔，涉及 132531 户借款人，单户借款人最高未偿本息费余额占比约 0.024%，单户借款人最高回收占比约 0.024%。
- **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 16.28%，即毛回收金额 59353.17 万元。本交易优先档证券发行规模为 28000.00 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。

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

- **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。
- **贷款服务机构不良贷款处置经验丰富。**贷款服务机构对资产池相关信息比较了解，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/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，且优先档证券按月还本付息，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。
- **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 9 日

评级项目组

项目负责人：李玲珊 lils@lhratings.com

项目组成员：台绍弘 taish@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）

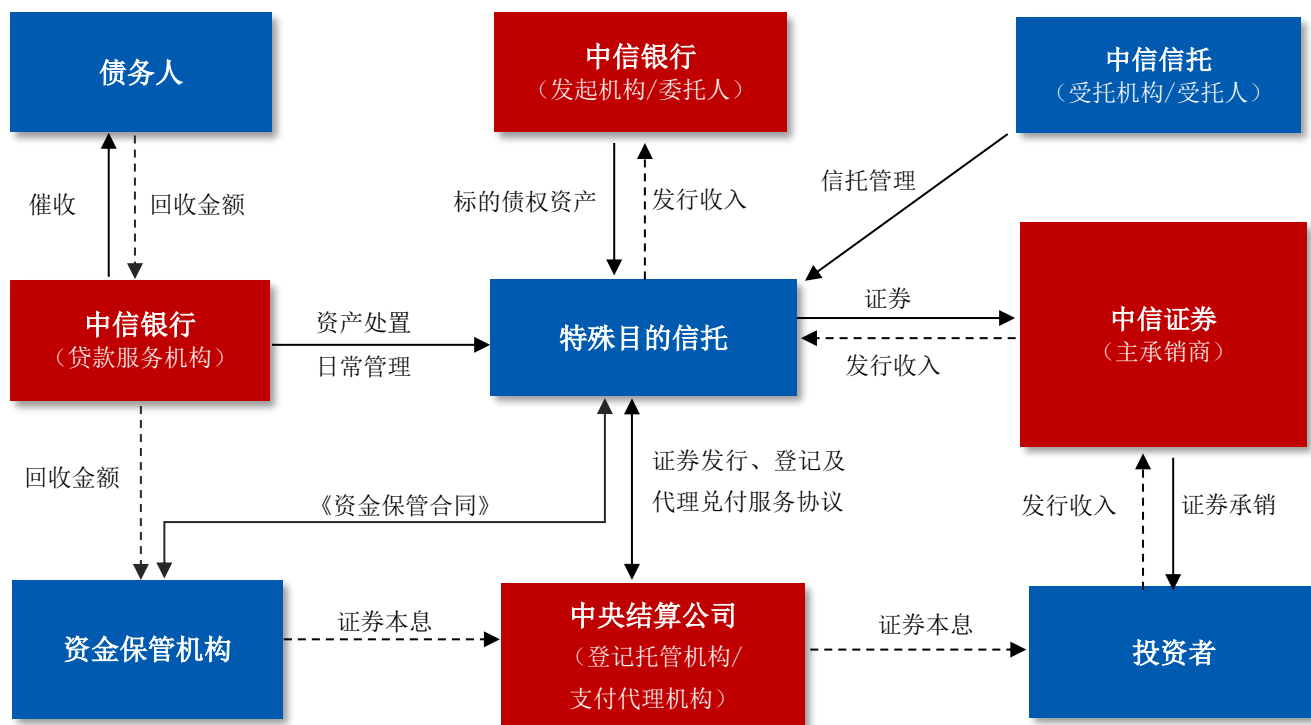


一、证券概况

本交易发起机构中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）将其合法所有的符合信托合同约定的信用卡债权及其附属担保权益（如有）转让予受托机构中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”），受托机构通过特殊目的信托载体机制在全国银行间债券市场发行本期资产支持证券。

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”），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。优先档证券按月付息并过手偿还本金；次级档证券无票面利率，在次级档证券本金偿付完毕后，次级档证券按约定获取相应收益。优先档和次级档证券均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。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	28000.00	47.18%	76.29%	2027/03/20	2030/05/20	固定	过手
次级档	8700.00	14.66%	23.71%	2028/05/20	2030/05/20	--	过手
证券合计	36700.00	61.83%	100.00%	--	--	--	--
预计毛回收	59353.17	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信银行持有的信用卡债权及其附属担保权益（如有）。截至 2024 年底，中信银行信用卡累计发卡 1.23 亿张，信用卡贷款余额 4878.82 亿元。2024 年，中信银行信用卡交易量 2.44 万亿元，实现信用卡业务收入 559.10 亿元。截至 2024 年底，中信银行信用卡不良贷款余额为 122.37 亿元，不良率为 2.51%。

中信银行入池信用卡债权采取差异化的催收策略，充分利用行内外信息查询系统，以最大限度保全银行资产。在催收过程中，中信银行根据业务发展及人力情况，采取自主催收与委外催收相结合的方式。委外催收是指将部分或全部催收工作委托给专业机构进行催收，并依据考核结果支付报酬的催收行为，委外催收管理按照委外催收相关制度执行。中信银行对于经过多次催收仍无法促使其还款的客户，及

时采取上门、法务等催收措施，法务催收以民事诉讼和公安协助为主要方式。形成不良的信用卡持卡人需要通过自主向相应账户内缴存资金，以达到偿还欠款的目的。催收公司在催收过程中不会过手回收的资金，也不会出现代替被催收人进行还款的行为。

2 基础资产特征

本交易入池资产全部为中信银行信用卡债权，单笔平均未偿本息费余额为 2.47 万元，加权平均逾期期数为 3.96 月，分散度极高。

(1) 资产池概况

本交易初始起算日为 2025 年 4 月 17 日零点 (00:00)，入池资产涉及发起机构中信银行向 132531 户借款人发放的 147679 笔信用卡债权。截至初始起算日，资产池未偿本息费余额为 364472.29 万元；入池资产全部为信用类债权，加权平均逾期期数为 3.96 月；单户借款人最高未偿本息费总额占比约 0.024%，单户借款人最高预计回收占比约 0.024%，资产池分散度极高。截至初始起算日，资产池统计概况如下图表所示。

图表 3 • 资产池概况

指 标	数 值	指 标	数 值
借款人户数 (户)	132531	户均未偿本息费 (万元)	2.75
贷款笔数 (笔)	147679	加权平均逾期期数 (月)	3.96
未偿本金 (万元)	330002.44	借款人加权平均年龄 (岁)	40.75
未偿息费 (万元)	34469.85	预计回收总额 (万元)	59353.17
未偿本息费 (万元)	364472.29	笔均预计回收金额 (万元)	0.40
单笔最高本息费 (万元)	82.47	户均预计回收金额 (万元)	0.45
笔均未偿本息费 (万元)	2.47	单户最高预计回收金额 (万元)	14.22
单户最高未偿本息费 (万元)	88.27	--	--

注：1. 逾期期数、借款人年龄系发起机构提供，其中逾期期数为发起机构提供的每笔资产截至初始起算日时逾期期数，下同；

2. 预计回收金额为未扣除处置费用的资产池预计毛回收金额，下同；

3. 回收预测方法请详见下文现金流预测部分相关内容

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		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	92501	62.64%	216975.73	59.53%	40942.71	68.98%
可疑	47168	31.94%	139025.37	38.14%	17545.07	29.56%
损失	8010	5.42%	8471.19	2.32%	865.40	1.46%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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

未偿本息费余额 (万元)	贷款笔数		未偿本息费		预计回收金额	
	笔数 (笔)	占比	余额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
(0, 1]	61899	41.91%	25424.11	6.98%	5945.76	10.02%
(1, 3]	46711	31.63%	86626.64	23.77%	16829.36	28.35%
(3, 5]	18294	12.39%	70593.35	19.37%	11846.74	19.96%
(5, 10]	15548	10.53%	106542.59	29.23%	15471.78	26.07%
10 以上	5227	3.54%	75285.60	20.66%	9259.52	15.60%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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		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	75843	51.36%	181099.38	49.69%	29673.45	49.99%
白金卡	54538	36.93%	163882.59	44.96%	26145.67	44.05%
普卡	17256	11.68%	19261.92	5.28%	3501.13	5.90%
钛金卡	32	0.02%	182.71	0.05%	25.36	0.04%
世界卡	10	0.01%	45.70	0.01%	7.57	0.01%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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 • 逾期期数分布

逾期期数（月）	贷款笔数		未偿本息费		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
[3, 4]	135025	91.43%	334148.55	91.68%	55796.21	94.01%
(4, 5]	5065	3.43%	14575.73	4.00%	1829.99	3.08%
(5, 6]	1741	1.18%	2939.17	0.81%	349.27	0.59%
6 以上	5848	3.96%	12808.84	3.51%	1377.70	2.32%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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		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]	127034	86.02%	196367.50	53.88%	36748.82	61.92%
(5, 10]	15774	10.68%	102291.39	28.07%	14514.26	24.45%
(10, 15]	3371	2.28%	38383.39	10.53%	4720.77	7.95%
15 以上	1500	1.02%	27430.01	7.53%	3369.32	5.68%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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		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]	22252	15.07%	30116.33	8.26%	5542.82	9.34%
(30, 40]	66177	44.81%	167131.87	45.86%	27096.38	45.65%
(40, 50]	40227	27.24%	118796.63	32.59%	18809.54	31.69%
50 以上	19023	12.88%	48427.46	13.29%	7904.44	13.32%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	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		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
专项服务业	23084	15.63%	61769.29	16.95%	9988.60	16.83%

商业贸易	22233	15.05%	50766.62	13.93%	8451.58	14.24%
零售服务业	22423	15.18%	48127.40	13.20%	8259.69	13.92%
建筑业	15102	10.23%	43093.37	11.82%	6815.79	11.48%
制造业	19073	12.92%	39989.49	10.97%	6617.81	11.15%
金融机构	6972	4.72%	29784.91	8.17%	4339.22	7.31%
电信及资信科技业	7208	4.88%	24671.72	6.77%	3725.46	6.28%
酒店、旅游及餐饮业	12172	8.24%	22010.21	6.04%	3810.11	6.42%
教育	3144	2.13%	8800.70	2.41%	1417.26	2.39%
政府机构/社会团体	2944	1.99%	8056.53	2.21%	1268.88	2.14%
其他	13324	9.02%	27402.03	7.52%	4658.77	7.85%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	100.00%

注：借款人行业为申请信用卡时所填写的行业，上表主要披露前十大行业分布，剩余行业均归入其他
 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		预计回收金额	
	笔数（笔）	占比	余额（万元）	占比	金额（万元）	占比
广州	10443	7.07%	25775.13	7.07%	4326.93	7.29%
济南	10652	7.21%	25353.20	6.96%	4168.84	7.02%
郑州	9920	6.72%	24560.47	6.74%	4090.54	6.89%
深圳	6110	4.14%	19183.90	5.26%	3036.67	5.12%
南京	6564	4.44%	17481.74	4.80%	2766.94	4.66%
北京	4900	3.32%	15552.05	4.27%	2324.53	3.92%
石家庄	6256	4.24%	14054.04	3.86%	2321.76	3.91%
杭州	5642	3.82%	13239.20	3.63%	2185.53	3.68%
福州	4452	3.01%	11267.74	3.09%	1833.51	3.09%
重庆	4006	2.71%	10868.75	2.98%	1807.43	3.05%
其他	78734	53.31%	187136.07	51.34%	30490.50	51.37%
合 计	147679	100.00%	364472.29	100.00%	59353.17	100.00%

注：借款人所在地区以分行维度统计，上表主要披露前十大地区分布，其他地区均归入其他
 资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

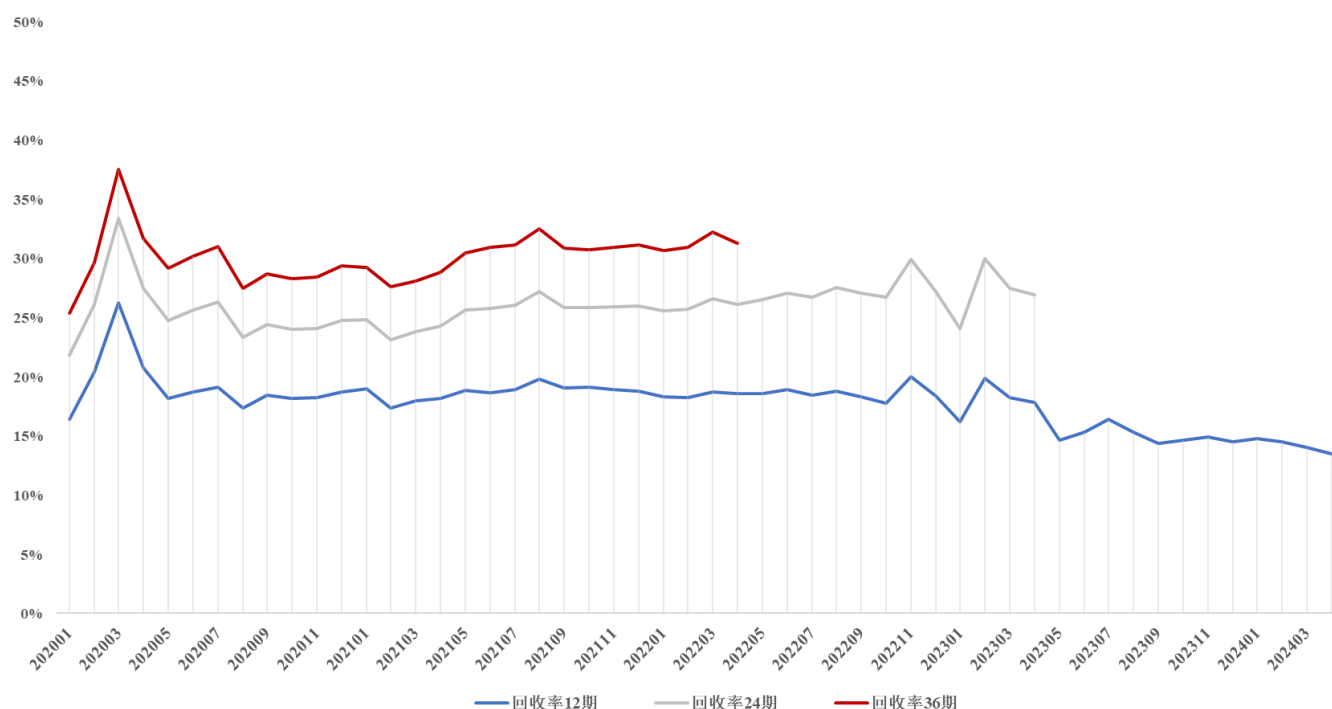
3 现金流预测

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限内的回收金额及回收分布。

（1）历史数据分析

中信银行提供了 2010 年 1 月至 2025 年 4 月形成不良的信用卡债权历史回收数据，数据较为充足，考虑早期数据较为久远，外部环境有所变化，参考意义不强，联合资信选取了 2020 年 1 月—2025 年 4 月的历史回收数据进行分析。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，中信银行信用卡债权回收水平整体较为平稳，近期略呈下降趋势。

图表 12 • 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. 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 2020 年 1 月至 2022 年 4 月成为不良的资产
资料来源：联合资信根据发起机构提供的静态池信息整理

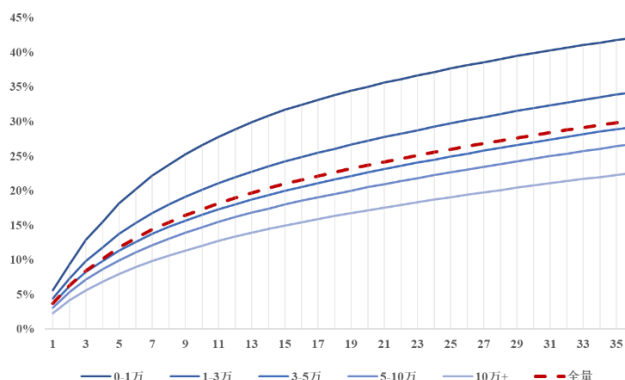
(2) 统计分析过程

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。

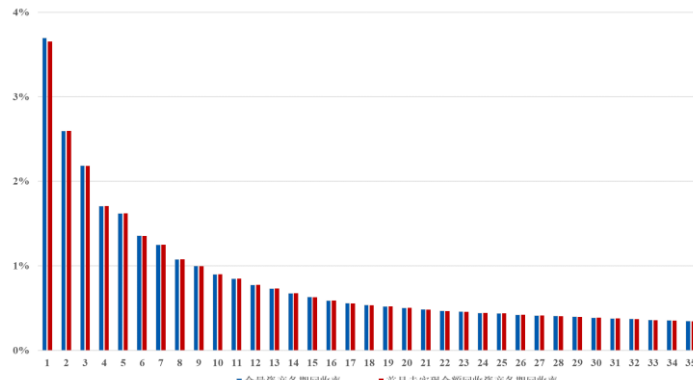
分组维度选取方面，考虑到借款人特征（如是否失联、年龄、职业、收入等）以及贷款特征（不良形成时贷款本息费金额、初始起算日贷款本息费金额、贷款形成不良的时间、贷款类型和额度、区域分布等）均与信用卡债权的回收表现可能存在一定关联，联合资信基于数据准确性、数据时点及时性以及单一因素对于信用卡债权回收表现影响的重要程度，并结合对中信银行历史数据的统计分析 & 项目研究，认为影响回收效果的主要因素有三个：从形成不良到入池所经历的时间（不良账龄）长短、从形成不良到入池是否有回收和形成不良时本息费余额的大小。下文以可采用静态池成为不良后 36 期累计回收表现为例进行对比分析。

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，中信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。

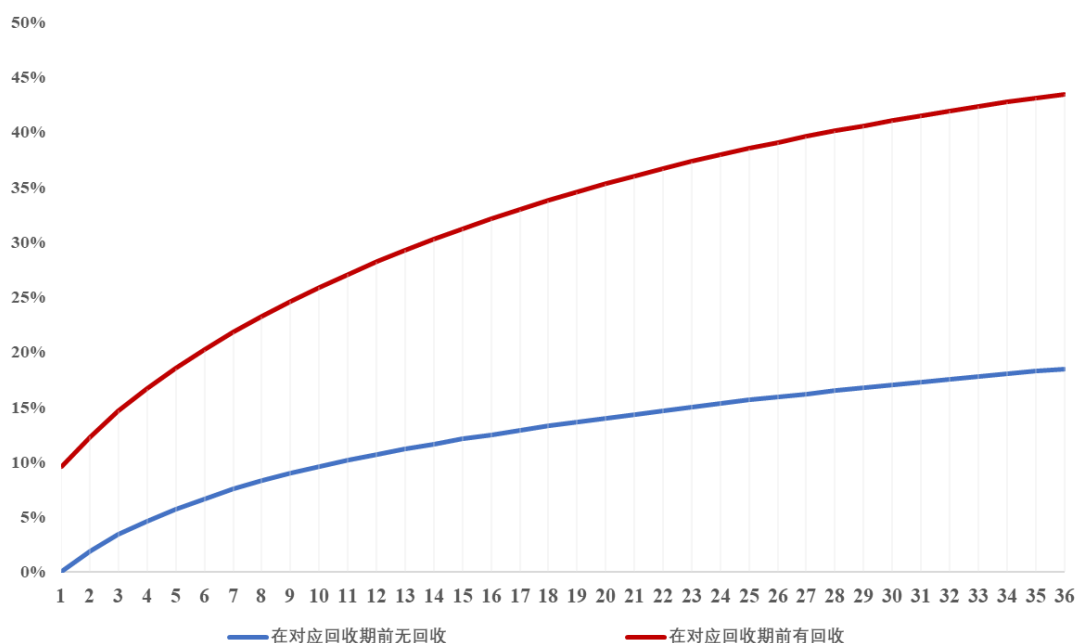
不良账龄：对于满足小额分散的资产池而言，信用卡债权回收分布通常呈现前高后低、现金流随着时间推移衰减的特点。如图表 13 所示，从中信银行静态池全量资产累计本息费回收率曲线斜率变动趋势可以看出，随着资产不良账龄不断增长，中信银行信用卡债权月度回收率逐渐下降。此外，由于入池贷款并没有在其已经历的回收期间内实现全额回收，因此，联合资信在对每笔入池贷款未来的回收情况进行预测时，从全量历史数据中剔除了该笔贷款对应的不良账龄期间内已实现全额回收的资产，并以剩余资产的历史回收情况为预测基准，进而尽可能保证所用历史数据与入池资产的同质性。

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）：中信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。

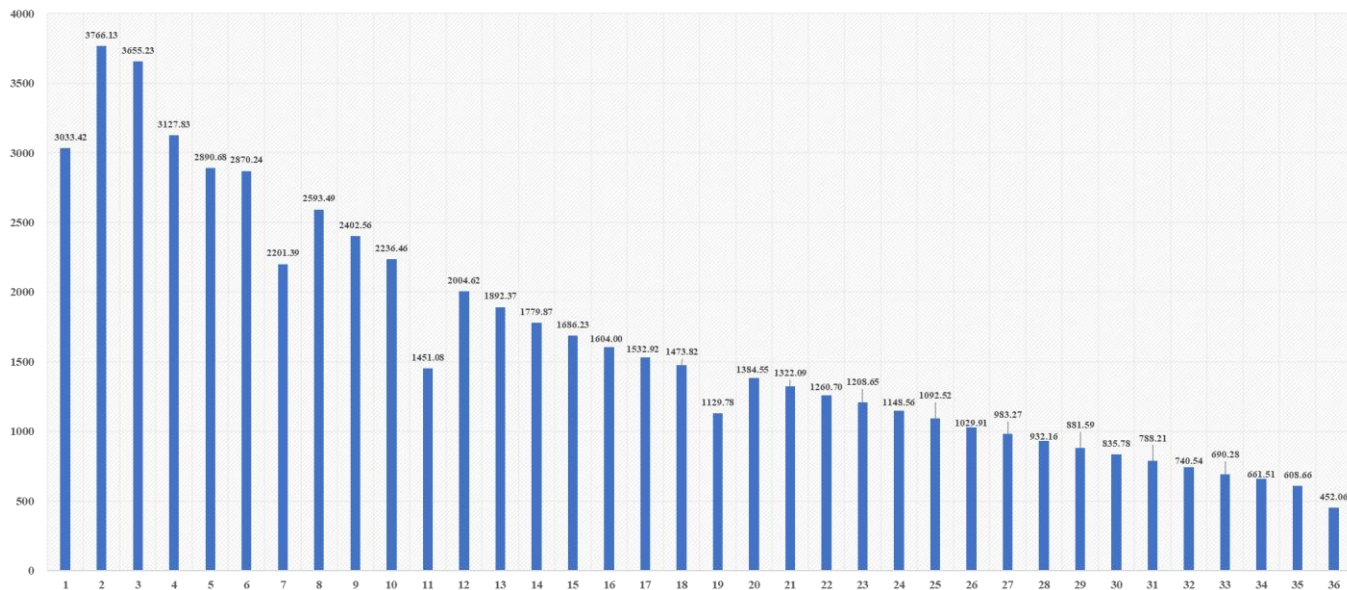
图表 16• 分组维度及分组区间

分组维度	分组区间
形成不良时本息费余额（万元）	(0,1], (1,3], (3, 5], (5, 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 59353.17 万元，即资产池 36 期毛回收率为 16.28%。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：上图首月回收区间为 2025/04/17~2024/04/30，后续均为整月

（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信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，联合资信假设中信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，考虑到中信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，考虑到中信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，中信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

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。

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

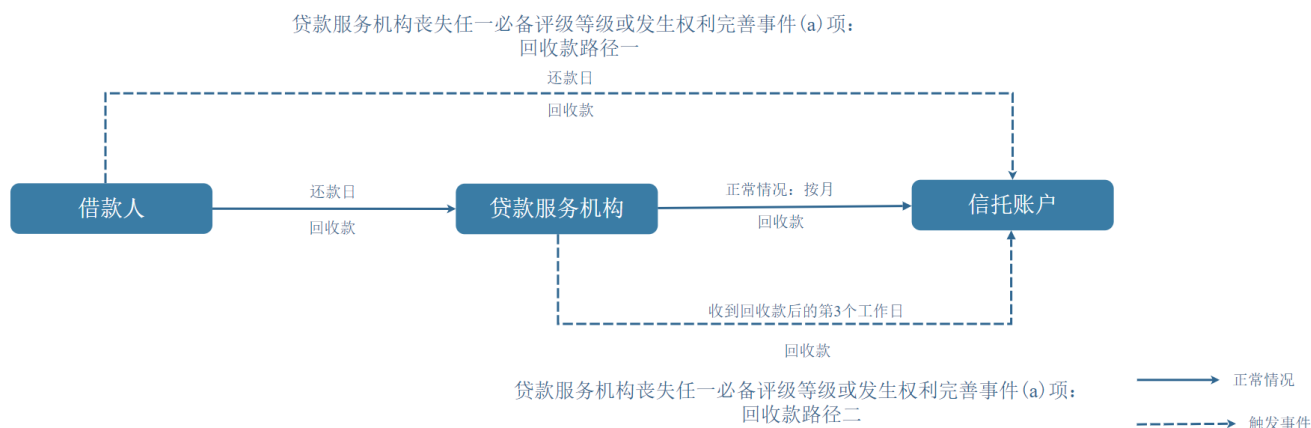
本交易主要涉及信托账户，信托账户下设信托收款账户、信托付款账户、信托（流动性）储备账户三个分账户，信托付款账户下设信托分配（税收）账户、信托分配（费用和开支）账户和信托分配（证券）账户三个子账户。

（2）现金流流入机制

就回收款转付的具体安排，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，自信托生效日起，于每个回收款转付日（日期定义详见附件 1）下午三点（15:00）前将前一个回收款转付期间的回收款转入信托账户。

正常情况下，本交易回收款转付日为每个计算日（日期定义详见附件 1）后的第 3 个工作日（特别的，如遇国庆节法定假期，则为对应计算日后的第 1 个工作日，如受托人与贷款服务机构根据交易文件的约定对计算日进行调整的，则调整后的第一个回收款转付日不应晚于该计算日次月的第 3 个工作日），即按月转付；当贷款服务机构丧失任一必备评级等级（指标定义详见附件 1）或发生权利完善事件（事件定义详见附件 1）（a）项时，回收款转付频率将加快或还款路径将发生变化，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

（3）不合格资产赎回机制

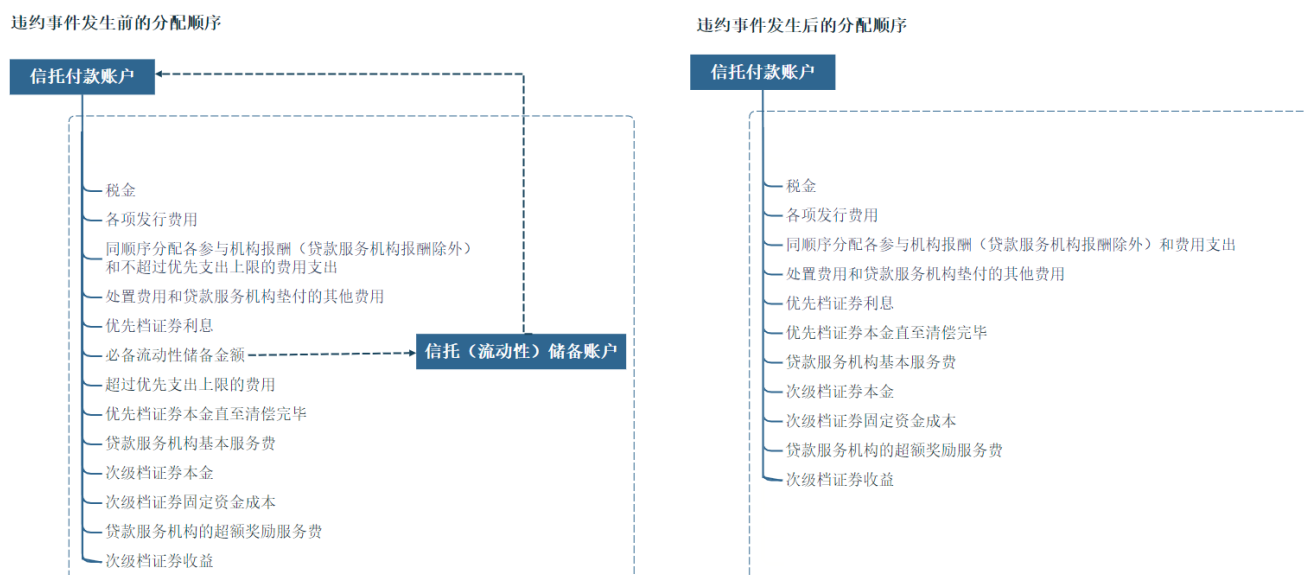
在信托期限内，如委托人、受托人或者贷款服务机构发现不合格资产（定义详见附件 1），则委托人或贷款服务机构应在发现不合格资产后 5 个工作日内通知受托人，受托人有权通知委托人对前述不合格资产予以赎回。委托人应于发出该书面通知要求所在的收款期间后的第一个回收款转付日，将等同于待赎回全部不合格资产的赎回价格的款项一次性划付到信托账户；但如果委托人在首个收款期间结束前赎回不合格资产，则应于回购起算日（该日届时由委托人与受托人共同协商确定）将相当于赎回价格的款项一次性划付到信托账户。赎回价格应为（截至回购起算日二十四时该笔不合格资产的未偿本金余额及全部应付未付利息、手续费、违约金、复利、其他应付款项以及前述应付款项衍生而来的其他应付款项之和）*初始折扣率。其中，初始折扣率=全部证券发行规模/初始起算日封包时点资产池余额。

（4）现金流支付机制

本交易支付日（日期定义详见附件 1）为每个自然月的 20 日，第一个支付日为 2025 年 7 月 20 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，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）或在优先档证券利息支付前区分费用支出是否超过优先支出上限。

本交易现金流支付机制详见如下图表所示。

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，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。

（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[若信托（流动性）储备账户中的金额超出必备流动性储备金额，则将超额款项转入信托收款账户]。在发生违约事件之前的每个信托分配日，若信托收款账户内资金不足以支付当期应付的优先档证券利息以及优先于优先档证券利息应支付的税收、费用和报酬，则将差额部分的金额从信托（流动性）储备账户转入信托收款账户。在发生违约事件或信托终止后，或所有优先档证券本金预计可得以全部清偿，则将信托（流动性）储备账户中的全部金额转入信托收款账户，此后，信托（流动性）储备账户中不必再储备资金。信托（流动性）储备账户的设置能够在一定程度上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，违约事件发生后，现金流支付机制将重新安排。同时，当贷款服务机构的主体评级低于特定级别或发生贷款服务机构解任事件（事件定义详见附件 1）时，将触发回收款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。联合资信选取了中信银行提供的分别在 2020 年 1 月至 2025 年 1 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 3 个月³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 61 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	0.0122

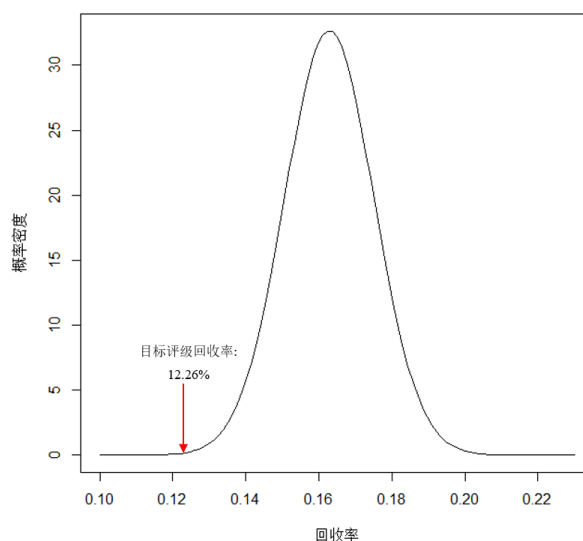
将上述估计出的回收率波动情况应用于本交易资产池总回收率分布的估计，根据联合资信对于 AAA_{sf} 级证券的置信度要求，并结合本交易资产池过渡期内已实现的回收情况，可计算出本交易资产池 AAA_{sf} 级信用等级下的目标评级回收率，具体如下图表所示。

³ 本交易入池资产加权平均不良龄为 3.13 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

图表 21 • 目标评级回收率

目标评级	目标评级回收率
AAA _{sf}	12.26%

图表 22 • 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。

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	16.28%
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	2025/06/27

注：本交易所涉及的各项机构费用等已在模型中体现
资料来源：簿记管理人提供，联合资信整理

图表 24 • 压力测试结果（单位：万元）

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		11.73%
发行利率情景 2			预期发行利率上浮 50BP		11.74%
回收时间情景 1	回收期 1	17.61%	回收期 1	15.85%	11.82%
	回收期 2	14.98%	回收期 2	15.24%	
	回收期 3	12.13%	回收期 3	12.41%	
	回收期 4	9.59%	回收期 4	9.84%	
	回收期 5	9.03%	回收期 5	9.08%	

	回收期 6	7.77%	回收期 6	7.89%		
	回收期 7	6.46%	回收期 7	6.59%		
	回收期 8	6.10%	回收期 8	6.13%		
	回收期 9	5.23%	回收期 9	5.32%		
	回收期 10	4.46%	回收期 10	4.54%		
	回收期 11	3.74%	回收期 11	3.81%		
	回收期 12	2.90%	回收期 12	2.99%		
	回收期 13	--	回收期 13	0.29%		
回收时间情景 2	回收期 1	17.61%	回收期 1	14.09%	11.79%	
	回收期 2	14.98%	回收期 2	15.50%		
	回收期 3	12.13%	回收期 3	12.70%		
	回收期 4	9.59%	回收期 4	10.10%		
	回收期 5	9.03%	回收期 5	9.14%		
	回收期 6	7.77%	回收期 6	8.02%		
	回收期 7	6.46%	回收期 7	6.72%		
	回收期 8	6.10%	回收期 8	6.17%		
	回收期 9	5.23%	回收期 9	5.41%		
	回收期 10	4.46%	回收期 10	4.62%		
	回收期 11	3.74%	回收期 11	3.88%		
	回收期 12	2.90%	回收期 12	3.07%		
	回收期 13	--	回收期 13	0.58%		
回收率情景 1	毛回收率 16.28%		回收率下降 5%比例		11.79%	
回收率下降 10%比例			11.83%			
组合压力情景 1	--		预计发行利率	上浮 25BP		11.90%
			回收率	下降 5%比例		
			回收时间	回收期 1	15.85%	
				回收期 2	15.24%	
				回收期 3	12.41%	
				回收期 4	9.84%	
				回收期 5	9.08%	
				回收期 6	7.89%	
				回收期 7	6.59%	
				回收期 8	6.13%	
				回收期 9	5.32%	
				回收期 10	4.54%	
				回收期 11	3.81%	
				回收期 12	2.99%	
回收期 13	0.29%					
组合压力情景 2	--		预计发行利率	上浮 50BP		11.92%
			回收率	下降 10%比例		
			回收时间	回收期 1	14.09%	
				回收期 2	15.50%	
回收期 3	12.70%					

		回收期 4	10.10%	
		回收期 5	9.14%	
		回收期 6	8.02%	
		回收期 7	6.72%	
		回收期 8	6.17%	
		回收期 9	5.41%	
		回收期 10	4.62%	
		回收期 11	3.88%	
		回收期 12	3.07%	
		回收期 13	0.58%	

注：上表中“回收期 1”系指 2025/04/17~2025/06/30 的回收期间，“回收期 2”系指 2025/07/01~2025/09/30 的回收期间，后续各回收期对应回收期数均为 3 个月，以此类推

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 12.26%。

基于上述压力测试结果，“惠元 2025 年第六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为本交易出具相关法律意见。根据法律意见，联合资信认为：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产符合适用法律所规定的条件，交易结构合法有效。

联合资信收到的法律意见书表明：中信银行、中信信托和其他各方均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，在该等交易文件各自约定的生效条件全部满足后，该等交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务；根据《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）的规定，中信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；中信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；中信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；信托生效后，若委托人和受托人分别对同一借款人享有债权，或共有同一财产或财产权利，为明确借款人所偿还的款项或该等抵债资产处置所产生的款项在委托人、受托人之间的识别、分配事宜，委托人与受托人在《信托合同》中约定相关事宜；在《信托合同》约定的信托生效的前提条件全部满足（包括中信银行、中信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）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（包含以证券表示的信托受益权）作为其清算财产。《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。

针对混同风险，本交易安排了以必备评级等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。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 A 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- 级时，回收款转付日为每个计算日后的第 3 个工作日（特别的，如遇国庆节法定假期，则该回收款转付日为对应计算日后的第 1 个工作日；如受托人与贷款服务机构根据交易文件的约定对计算日进行调整的，则调整后的第一个回收款转付日应不晚于该计

算日次月的第3个工作日)；当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或发生贷款服务机构解任事件时，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3个工作日；信托终止日后且信托终止清算完毕之前，回收款转付日为信托终止日后5个工作日内的任一工作日；在信托终止日后且信托终止清算完毕之前，贷款服务机构还收到回收款的，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后5个工作日内的任一工作日。

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。

本交易回收款转付频率较高。作为贷款服务机构，中信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涉及的债务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《信托合同》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。上述安排将借款人行使抵销权的风险转化为委托人中信银行的违约风险。

中信银行经营状况良好，财务状况稳健，管理水平较高。联合资信认为即使借款人行使抵销权，委托人中信银行也应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。本交易优先档证券按月进行偿付，而不良贷款现金流回收不稳定，可能出现当期资产池现金流入不能及时足额偿付优先档证券利息及费用的情况，流动性风险较大。

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必备流动性储备金额。以上两点能够在一定程度上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，本交易制定了下述合格投资标准：受托人有权将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定投资于以人民币计价和结算的与合格实体（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级的金融机构）进行的金融机构同业存款或银行活期存款。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托账户中的资金根据《信托合同》的约定进行当期分配前到期。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/贷款服务机构为中信银行。

中信银行成立于1987年，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一，是中国最早参与国内外金融市场融资的商业银行。2007年4月，中信银行实现在上海证券交易所和香港联合交易所A+H股同步上市。截至2025年3月底，中信银行股本为556.45亿元。中国中信金融控股有限公司（简称“中信金控”）为中国中信有限公司（简称“中信有限”）的全资子公司，截至2025年3月底，中信有限及其下属子公司中信金控合计持股比例为65.79%，其中中信金控直接持股比例为64.75%。

截至2024年底，合并口径下，经审计的财务数据显示，中信银行资产总额为95327.22亿元，负债总额为87253.57亿元，股东权益为8073.65亿元；不良贷款率为1.16%，拨备覆盖率为209.43%，资本充足率为13.36%，一级资本充足率为11.26%，核心一级资本充足率为9.72%。2024年，中信银行实现营业收入2136.46亿元，净利润694.68亿元。

截至 2025 年 3 月底，未经审计的财务报表显示，合并口径下，中信银行资产总额 98552.68 亿元，其中发放贷款及垫款总额 57477.35 亿元；负债总额 90284.27 亿元，其中吸收存款总额 61117.79 亿元；股东权益合计 8268.41 亿元。2025 年 1—3 月，合并口径下，中信银行实现营业收入 517.70 亿元，净利润 197.83 亿元。

风险管理方面，中信银行坚持以“质量、效益、规模”动态均衡发展为目标，优化资产组合、提升风控能力与资产质量管控水平，把握“控风险有效”和“促发展有力”间的平衡，提升风险管理精细化水平。信用卡业务风险管理方面，中信银行依托风险量化技术，构建深度学习多任务模型，通过将风控技术体系化、标准化、参数化，为全流程风险管理赋能，提升数据挖掘与风险识别能力；优化迭代目标客群画像，实施差异化区域获客策略，通过授信政策有效传导及用信环节精准管控，优化客群结构与资产结构，同时通过全视角客群细分，建立交易级风险拦截机制，加大用信环节高风险拦截与管控；坚守风险底线，强化资金用途管控和欺诈风险防范，推动涉赌涉诈联防联控工作，促进信用卡业务健康发展；加大不良资产清收处置力度，提升不良资产处置成效，积极探索新型处置模式，盘活存量信贷资产，加快资金周转。

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。

总体看，中信银行风控制度完善，财务状况优良。联合资信认为中信银行作为本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构，履职能力很强。

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，在按照交易文件约定的现金流分配顺序偿付完次级档证券本金和固定资金成本之后，贷款服务机构可按照《信托合同》约定获得剩余金额一定比例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）受托人/受托机构

本交易的受托人/受托机构为中信信托。

中信信托成立于 1988 年 3 月。截至 2024 年底，中信信托实收资本 112.76 亿元，中信信托为中信金控全资子公司，中国中信集团有限公司为中信信托最终实际控制人。

合并口径下，经审计的财务数据显示，截至 2024 年底，中信信托资产总额为 547.74 亿元，负债合计为 143.97 亿元，所有者权益合计为 403.77 亿元。2024 年，中信信托实现营业总收入 53.79 亿元，净利润 26.53 亿元。

风险管理方面，中信信托坚持“以风险管理服务业务发展，以风险管理促进价值提升”的核心理念，遵循全面性、匹配性、有效性、独立性、协调性的基本原则，依托“四层三道”风险管理组织架构以及“归口部门专业化管理”立体化风险管理模式，形成了全面统一、分层分类、专业高效、技术先进的风险管理体系，注重监控和管理面临的各类风险。2024 年，中信信托从组织、政策、流程、技术、文化五个维度完善全面风险管理体系，“四层三道”风险管理组织架构及职能进一步完善；中信信托编制《中信信托 2024 年度风险偏好体系》，有助于发挥风险偏好对风险管理的引领作用；同时，中信信托注重加强项目投贷后管理，强化业务投贷后监督制衡，建立项目投贷后管理的动态监督机制，通过软件监测、定期向项目驻场人员收集报告等方式逐步形成对投贷后管理过程中异常情况的报告机制。

中信信托拥有首批非金融企业债务融资工具承销商资格和资产证券化业务管理人资格、非金融企业债务融资工具受托管理业务资质，在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验。

总体来看，中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、较好的财务实力以及较为健全的风险管理制度，履约和尽职能力稳定。

（3）资金保管机构

本交易的资金保管机构为上海浦东发展银行股份有限公司上海分行。上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）成立于 1992 年 10 月，为全国性股份制商业银行。1999 年 11 月，浦发银行在上海证券交易所挂牌上市。截至 2025 年 3 月底，浦发银行股本总额为 293.52 亿元，占比超过 10%的股东为上海国际集团有限公司和中国移动通信集团广东有限公司，持股比例分别为 21.57%和 18.18%。

浦发银行建立了组织架构健全、职责清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层及职能部门在风险管理中的职责分工，构建与基层分支经营机构风险状况相匹配的风险管理架构，建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制，保证全面风险管理的政策、制度、流程在总分支机构得到贯彻与执行。内部控制方面，浦发银行持续强化内部控制管理力度，夯实内部控制管理基础。浦发银行遵循“早预测、早判断、早设防、早暴露、早处置、早出清”的“六早”原则，开展从新投放监测到风险处置出清的全流程风险资产管理。通过风险管理架构改革，构建风险管理“横向到边、纵向到底”的全覆盖格局。

截至 2024 年底，经审计的财务报表显示，合并口径下，浦发银行资产总额 94618.80 亿元，其中发放贷款及垫款总额 52691.60 亿元；负债总额 87170.99 亿元，其中吸收存款总额 52292.82 亿元；股东权益总额 7447.81 亿元。2024 年，浦发银行实现营业收入 1707.48 亿元，净利润 458.35 亿元。截至 2024 年底，浦发银行不良贷款比率为 1.36%，拨备覆盖率为 186.96%，资本充足率为 13.19%，核心一级资本充足率为 8.92%。

截至 2025 年 3 月底，未经审计的财务报表显示，合并口径下，浦发银行资产总额 95522.76 亿元，其中发放贷款及垫款总额 54555.17 亿元；负债总额 87966.47 亿元，其中吸收存款总额 55480.89 亿元；股东权益总额 7556.29 亿元。2025 年 1—3 月，合并口径下，浦发银行实现营业收入 459.22 亿元，净利润 177.76 亿元。

托管业务方面，浦发银行打造“靠浦托管”服务品牌，深化业务协同，聚焦科技赋能，筑牢合规基石，资产托管业务持续稳健发展。截至 2024 年底，浦发银行托管规模为 18.13 万亿元。

总体来看，浦发银行托管经验丰富、财务实力很强、内控制度完善，能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“惠元 2025 年第六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

计算日系指每个自然月的最后一日，但第一个计算日将为 2025 年 6 月 30 日，特别地，贷款服务机构预计足以偿付次级档证券的本金，且满足《信托合同》约定的全部清仓回购条件的，则受托人有权将下一个计算日及/或后续计算日（如有）调整为受托人与贷款服务机构共同确认的日期。

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 A 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计算日后的第 3 个工作日（特别地，如遇国庆节法定假期，则该回收款转付日为对应计算日后的第 1 个工作日；如受托人与贷款服务机构根据交易文件的约定对计算日进行调整的，则调整后的第一个回收款转付日应不晚于该计算日次月的第 3 个工作日），其中，第一个回收款转付日为 2025 年 7 月 3 日；

（b）当贷款服务机构丧失任一必备评级等级或发生权利完善事件（a）项时，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 3 个工作日；

（c）信托终止日后且信托终止清算完毕之前，回收款转付日为信托终止日后 5 个工作日内的任一工作日；在信托终止日后且信托终止清算完毕之前，贷款服务机构还收到回收款的，则回收款转付日为贷款服务机构收到每笔回收款后 5 个工作日内的任一工作日。

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

系指每个自然月的 20 日，但第一个支付日为 2025 年 7 月 20 日（如果前述日期不是工作日，则为该日后的第一个工作日）；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（或信托终止后经证券持有人大会审议通过的非现金信托财产清算方案中另行约定的日期）；特别地，贷款服务机构预计足以偿付次级档证券的本金，且满足《信托合同》约定的全部清仓回购条件的，则受托人有权将下一个支付日及/或后续支付日（如有）调整为受托人与贷款服务机构共同确认的日期。

4. 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《清仓回购通知书》所在收款期间前一个收款期间的最后一日或委托人和受托人另行商定的日期。

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，但如果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，则就该笔贷款而言，仅在初始起算日满足以下合格标准：

（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消费或预借现金（包括现金提取和现金转账业务）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，根据中信银行的贷款风险分类标准，资产为次级、可疑或损失类；

（e）中信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）同一信用卡账户项下借款人的全部未偿债务全部入池；

(h) 中信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) 中信银行未曾减免每笔信用卡债权项下的本金；

(j) 中信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) 信用卡债权的全部或部分未被中信银行核销；

(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、信托生效日或《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；

(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回收款转付日根据《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，而经受托人同意回收款转付日顺延），且在回收款转付日或顺延后的 3 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，而经受托人同意贷款服务机构提供期间贷款服务机构报告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) 仅在中信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，受托人应及时通知贷款服务机构。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；

(j) 受托人合理认为贷款服务机构存在违反《服务合同》约定的其他行为，导致对资产池的回收产生不利影响等损害证券持有人利益的情形。

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 A 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⁻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、优先档资产支持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》第 11.5 款第（a）项至第（e）项预计所有应付金额（但是，其中涉及各方的费用支出以优先支出上限数额为限，下一期应支付的处置费用可以根据当期处置费用的金额进行预计）之总和。

(b) 发生违约事件或信托终止后，或优先档证券全部未偿本金余额及利息当期预计可以偿付完毕或已经偿付完毕的，必备流动性储备金额为 0。

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	88.27	0.02%	可疑	14.22	0.02%
借款人 2	49.77	0.01%	次级	7.91	0.01%
借款人 3	46.62	0.01%	次级	7.41	0.01%
借款人 4	44.59	0.01%	次级	7.09	0.01%
借款人 5	42.63	0.01%	次级	6.78	0.01%
借款人 6	39.91	0.01%	次级	6.35	0.01%
借款人 7	38.82	0.01%	可疑	3.71	0.01%
借款人 8	38.56	0.01%	次级	6.13	0.01%
借款人 9	38.49	0.01%	次级	6.12	0.01%
借款人 10	38.26	0.01%	可疑	3.65	0.01%
借款人 11	37.24	0.01%	次级	2.68	0.00%
借款人 12	36.96	0.01%	可疑	3.85	0.01%
借款人 13	36.87	0.01%	次级	5.86	0.01%
借款人 14	36.84	0.01%	次级	1.98	0.00%
借款人 15	36.69	0.01%	次级	3.50	0.01%
借款人 16	36.37	0.01%	可疑	3.09	0.01%
借款人 17	35.65	0.01%	次级	5.67	0.01%
借款人 18	35.18	0.01%	次级	5.59	0.01%
借款人 19	35.13	0.01%	次级	5.59	0.01%
借款人 20	34.31	0.01%	次级	5.46	0.01%
合 计	827.16	0.23%	--	112.65	0.19%

注：单户借款人最高未偿本息费余额占比为 0.0242%，表格内数字保留两位小数
 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	82.47	金融机构	北京	无担保	13.11	0.02%
入池贷款 2	49.77	教育	上海	无担保	7.91	0.01%
入池贷款 3	46.62	教育	北京	无担保	7.41	0.01%
入池贷款 4	44.59	商业贸易	北京	无担保	7.09	0.01%
入池贷款 5	42.63	医疗卫生	深圳	无担保	6.78	0.01%
入池贷款 6	39.91	制造业	南京	无担保	6.35	0.01%
入池贷款 7	38.56	电信及资信科技业	深圳	无担保	6.13	0.01%
入池贷款 8	38.49	金融机构	济南	无担保	6.12	0.01%
入池贷款 9	36.87	专项服务业	深圳	无担保	5.86	0.01%
入池贷款 10	35.65	商业贸易	昆明	无担保	5.67	0.01%
入池贷款 11	35.18	金融机构	佛山	无担保	5.59	0.01%
入池贷款 12	35.13	专项服务业	南京	无担保	5.59	0.01%
入池贷款 13	33.79	金融机构	上海	无担保	5.56	0.01%
入池贷款 14	33.44	电信及资信科技业	苏州	无担保	5.50	0.01%
入池贷款 15	34.31	专项服务业	深圳	无担保	5.46	0.01%
入池贷款 16	33.32	电信及资信科技业	深圳	无担保	5.30	0.01%
入池贷款 17	31.99	金融机构	深圳	无担保	5.26	0.01%
入池贷款 18	31.97	专项服务业	北京	无担保	5.26	0.01%
入池贷款 19	31.70	电信及资信科技业	合肥	无担保	5.22	0.01%
入池贷款 20	32.54	电信及资信科技业	北京	无担保	5.17	0.01%
合 计	788.93	--	--	--	126.35	0.21%

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	预计回收时间	预计毛回收金额（万元）	金额占比
2025/04/30	3033.42	5.11%	2025/10/31	1129.78	1.90%
2025/05/31	3766.13	6.35%	2025/11/30	1384.55	2.33%
2025/06/30	3655.23	6.16%	2025/12/31	1322.09	2.23%
2025/07/31	3127.83	5.27%	2026/01/31	1260.70	2.12%
2025/08/31	2890.68	4.87%	2026/02/28	1208.65	2.04%
2025/09/30	2870.24	4.84%	2026/03/31	1148.56	1.94%
2025/10/31	2201.39	3.71%	2026/04/30	1092.52	1.84%
2025/11/30	2593.49	4.37%	2026/05/31	1029.91	1.74%
2025/12/31	2402.56	4.05%	2026/06/30	983.27	1.66%
2026/01/31	2236.46	3.77%	2026/07/31	932.16	1.57%
2026/02/28	1451.08	2.44%	2026/08/31	881.59	1.49%
2026/03/31	2004.62	3.38%	2026/09/30	835.78	1.41%
2026/04/30	1892.37	3.19%	2026/10/31	788.21	1.33%
2026/05/31	1779.87	3.00%	2026/11/30	740.54	1.25%
2026/06/30	1686.23	2.84%	2026/12/31	690.28	1.16%
2026/07/31	1604.00	2.70%	2027/01/31	661.51	1.11%
2026/08/31	1532.92	2.58%	2027/02/28	608.66	1.03%
2026/09/30	1473.82	2.48%	2027/03/31	452.06	0.76%
--	--	--	合 计	59353.17	100.00%

注：首月回收区间为 2025/04/17~2024/04/30，后续均为整月

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。