

爽誉 2025 年第一期

不良资产支持证券信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕11083号

联合资信评估股份有限公司通过对“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf} 。

特此公告



联合资信评估股份有限公司

二〇二五年十一月十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

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。

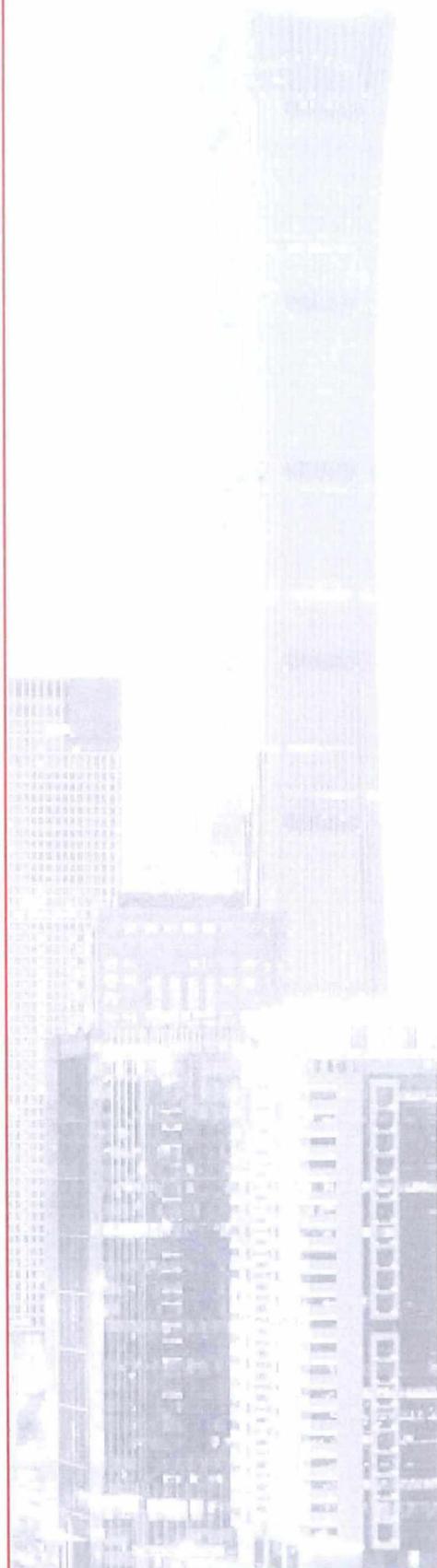
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券 信用评级报告

评级结果

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	3700.00	33.75%	61.67%	2027/06/26	过手	AAA _{sf}
次级档	2300.00	20.98%	38.33%	2029/06/26	过手	NR
证券合计	6000.00	54.73%	100.00%	--	--	--
预计毛回收	10962.68	100.00%	--	--	--	--

注：1. 本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的评级报告，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；4. 预计毛回收为联合资信预测的资产池自初始起算日起前五年的预计毛回收金额，下同；5. 各档证券回收占比=该档证券金额/预计毛回收金额

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资料及尽职调查所获信息，对“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“本交易”）资产池回收金额和回收时间进行了预测，并结合交易结构、量化模型测试、量化模型外的调整因素等进行了综合考量，以评定本交易项下优先档资产支持证券（以下简称“优先档证券”）的信用等级。

本交易入池标的债权资产为委托人贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）持有的不良微小企业贷款债权、附属担保权益、以物抵贷资产以及由此转化的其它相关权益或财产。资产池分散性一般，入池资产以附带抵押担保的贷款为主，抵押物的处置回收是本交易未来现金流回收的主要来源。联合资信综合考虑了入池资产截至初始起算日的状态（资产处置清收状态、抵押物特征及市场价值、债务人情况等），并结合对未来宏观经济、房地产行业环境及政策变化的预测，对本交易入池资产前五年的毛回收金额及回收时间分布进行预测，得到毛回收率为 17.08%，即预计毛回收金额为 10962.68 万元。

此外，本交易设置了信托（流动性）储备科目，且资产池在过渡期²内已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）储备科目，从而缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。在此基础上，优先/次级偿付结构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“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- **入池资产以抵押担保为主。**本交易入池资产以附带抵押担保的贷款为主，未偿本息费余额合计占比为 87.15%，涉及的抵押物类型包括商业用房³、居住用房、工业用房⁴、建设用地使用权⁵和车库，抵押物的处置回收是本交易未来现金流回收的主要来源，也是联合资信对资产池进行回收预测的主要依据。

¹ 毛回收率=未扣除处置费用的资产池自初始起算日起前五年预计回收总额/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）止的期间。

³ 商业用房包含商铺、写字楼和其他商业用房，下同。

⁴ 工业用房包含生产厂房和其他工业用房，下同。

⁵ 建设用地使用权包含商业用地土地使用权、工业用地土地使用权和其他土地使用权，下同。

- **资产池预计回收金额和顺序偿付机制为优先档证券提供了充足的信用支持。**联合资信预测在一般情景下，本交易入池资产的毛回收率为 17.08%，预计毛回收金额为 10962.68 万元，本交易优先档证券发行规模为 3700.00 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）储备科目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）储备科目，且资产池在过渡期内已实现一定金额的现金回收，这将有助于及时补充信托（流动性）储备科目，从而缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。
- **贷款服务机构不良贷款处置经验丰富。**贷款服务机构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。
- **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。**本交易设置了贷款服务机构超额奖励服务费支付机制：在次级档资产支持证券固定资金成本支付完毕后，剩余资金将按《信托合同》的约定向贷款服务机构支付超额奖励服务费，该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。

关注

- **抵押物回收表现受房地产行业波动的影响较大。**本交易入池资产附带的抵押物以商用房地产为主，抵押物类型分布较为集中，抵押物回收表现受房地产行业波动的影响较大。
- **可能存在地区集中风险。**本交易入池资产涉及的抵押物主要位于贵州省，未偿本息费余额合计占比为 85.48%，抵押物地区集中度较高，存在一定的地区集中风险。
- **处置过程中的偶然性因素导致预测回收金额及回收时间分布存在较大不确定性。**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因素发生，将导致预测的回收金额及回收时间存在较大的不确定性。
- **可能存在担保物权风险。**委托人转让不良贷款债权的同时，附属担保权益随之转让，但尚未办理相应的抵押权转移登记手续的，可能存在无法对抗善意第三人的风险。

评级时间

2025 年 11 月 14 日

评级项目组

项目负责人：欧阳睿 ouyr@lhratings.com

项目组成员：王姝琦 wangsq@lhratings.com | 裴帅军 peisj@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

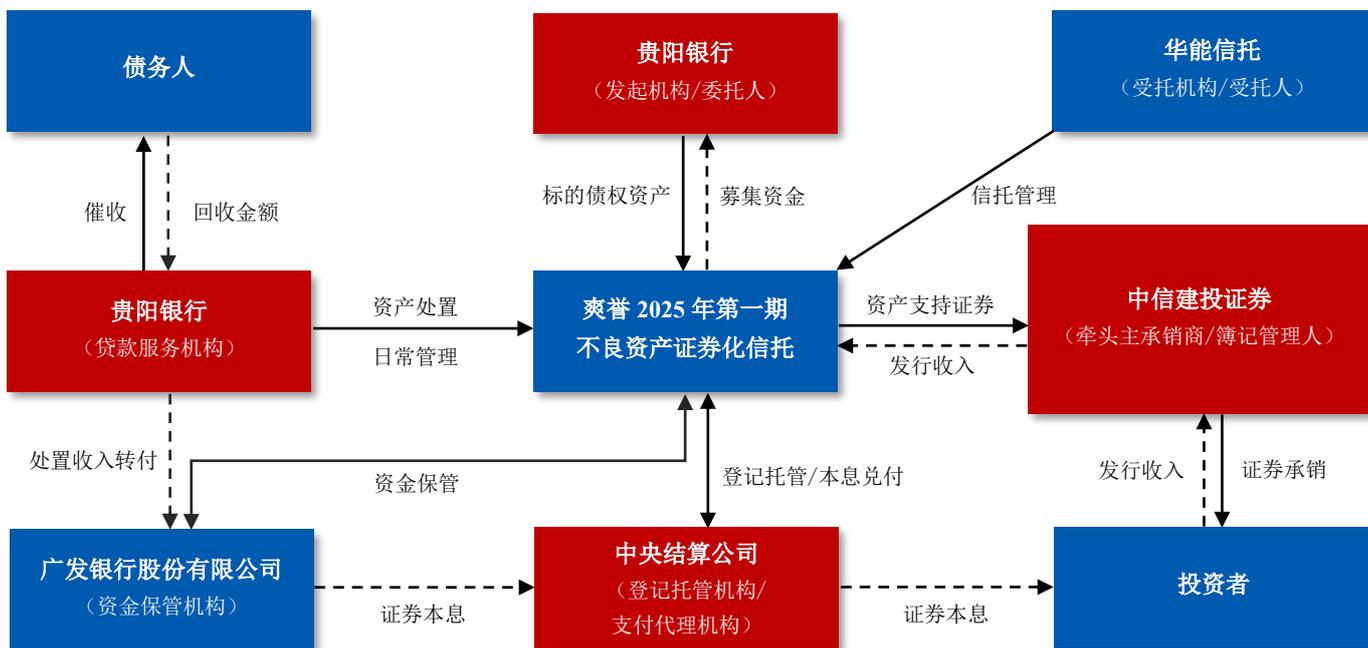


一、交易概要

“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”（以下简称“本交易”）的发起机构贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有的符合《信托合同》约定合格标准（定义详见附件 1）的不良小微企业贷款债权、附属担保权益、以物抵贷资产以及由此转化的其它相关权益或财产作为标的债权资产（资产相关定义详见附件 1），采用特殊目的的信托载体机制，通过华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能信托”）设立“爽誉 2025 年第一期不良资产证券化信托”。华能信托以受托的标的债权资产为支持在全国银行间债券市场发行资产支持证券（以下简称“证券”）。投资者通过购买并持有相应证券取得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”），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。优先档证券采用固定利率，按半年付息并过手偿还本金；次级档证券无票面利率和期间收益，在优先档证券本金偿付完毕后，按半年过手偿还本金，并在本金清偿完毕后按约定获得固定资金成本和剩余收益。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	3700.00	33.75%	61.67%	2027/06/26	2032/06/26	固定	过手
次级档	2300.00	20.98%	38.33%	2029/06/26	2032/06/26	--	过手
证券合计	6000.00	54.73%	100.00%	--	--	--	--
预计毛回收	10962.68	100.00%	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据《主定义表》《信托合同》整理

二、基础资产分析

1 基础资产产品情况

本交易基础资产为贵阳银行享有的不良小微企业贷款债权。贵阳银行小微企业贷款分为普惠小微企业贷款和非普惠小微企业贷款，其营销工作分别由零售信贷部（普惠金融部）和公司金融部负责。2025 年 1—6 月，贵阳银行新发放小微企业贷款 380.39 亿元；截至 2025 年 6 月底，贵阳银行小微企业贷款（含个人经营性贷款）余额为 2111.57 亿元，较年初增加 29.29 亿元，增长 1.41%，贷款户数为 46251 户，较年初增加 1558 户。

普惠小微企业贷款的授信额度在 1000 万元以下，贷款期限主要集中在 3 年以内，还款方式分为按月/季付息到期还本、按月等额本息、不规则还款等；非普惠小微企业贷款的授信额度在 1000 万元以上，还款方式包括按月/季付息到期还本或按分期还款计划还款等。

在不良贷款催收方面，贵阳银行采取自行催收和委外催收相结合的形式，其中自催工作由总行资产保全部牵头指导，分支行设有不良资产清收处置中心，负责不良贷款的催收和处置工作，采取的催收方式主要包括电话催收、上门催收和诉讼催收等形式。

2 基础资产特征

本交易入池资产为贵阳银行享有的不良微小企业贷款债权，入池资产以附带抵押担保的贷款为主，但抵押物地区集中度较高。

(1) 资产池概况

截至初始起算日 2025 年 5 月 27 日零点 (00:00)，入池资产共涉及 120 户债务人的 137 笔不良贷款，资产池未偿本息费余额合计为 64182.37 万元，单户债务人最高未偿本息费余额占比为 6.65%，单笔贷款最高预测回收金额占比为 7.01%，资产池分散性一般。截至初始起算日的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
债务人户数 (户)	120	单户最高未偿本息费余额 (万元)	4270.17
贷款笔数 (笔)	137	单户平均未偿本息费余额 (万元)	534.85
合同总金额 (万元)	64361.13	加权平均不良账龄 (月)	12.70
未偿本金余额 (万元)	56267.07	预计回收金额 (万元)	10962.68
未偿息费余额 (万元)	7915.30	单笔平均预计回收金额 (万元)	80.02
未偿本息费余额 (万元)	64182.37	单笔最高预计回收金额 (万元)	768.22
单笔最高未偿本息费余额 (万元)	1940.51	单户平均预计回收金额 (万元)	91.36
单笔平均未偿本息费余额 (万元)	468.48	--	--

注：1. 不良账龄 (月) = (初始起算日 - 贷款首次进入不良时间) / 365 * 12，其中贷款首次进入不良时间由发起机构提供，下同；

2. 加权平均指标以每笔资产截至初始起算日的未偿本息费余额占比为权重，下同；

3. 预计回收金额为未扣除处置费用的资产池前五年预计毛回收金额，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

(2) 贷款特征

图表 4 · 五级分类分布

五级分类	贷款笔数		未偿本息费余额		预计回收金额	
	笔数 (笔)	占比	余额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
次级	35	25.55%	12190.34	18.99%	2464.44	22.48%
可疑	32	23.36%	14871.78	23.17%	1889.85	17.24%
损失	70	51.09%	37120.25	57.84%	6608.39	60.28%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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 · 担保方式分布

担保方式	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
抵押	51	37.23%	28673.32	44.67%	3443.74	31.41%
抵押+保证	39	28.47%	20693.77	32.24%	4383.99	39.99%
保证	34	24.82%	8103.59	12.63%	3132.95	28.58%
抵押+保证+质押	11	8.03%	6570.34	10.24%	0.00	0.00%
信用	2	1.46%	141.35	0.22%	2.00	0.02%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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 6 · 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
(0,100]	16	11.68%	1060.22	1.65%	305.68	2.79%
(100,200]	17	12.41%	2368.67	3.69%	635.41	5.80%
(200,300]	19	13.87%	4357.95	6.79%	1050.86	9.59%
(300,400]	18	13.14%	6123.08	9.54%	1016.80	9.28%
(400,500]	12	8.76%	5463.51	8.51%	1110.65	10.13%
(500,600]	29	21.17%	15382.87	23.97%	1850.08	16.88%
600 以上	26	18.98%	29426.07	45.85%	4993.20	45.55%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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：联合资信根据发起机构提供的资产池信息整理

图表 7 · 不良账龄分布

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
(0,6]	43	31.39%	14225.11	22.16%	2238.65	20.42%
(6,12]	42	30.66%	18589.88	28.96%	2016.90	18.40%
(12,18]	31	22.63%	15367.75	23.94%	4216.72	38.46%
(18,24]	14	10.22%	9140.70	14.24%	1694.92	15.46%
24 以上	7	5.11%	6858.92	10.69%	795.48	7.26%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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）债务人特征

图表 8 · 债务人授信额度分布

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
(0,200]	35	25.55%	5102.18	7.95%	1232.13	11.24%
(200,400]	26	18.98%	8466.32	13.19%	1487.17	13.57%
(400,600]	49	35.77%	21876.89	34.09%	3338.73	30.46%
(600,800]	12	8.76%	11545.80	17.99%	2335.17	21.30%
(800,1000]	7	5.11%	7058.70	11.00%	474.02	4.32%
1000 以上	8	5.84%	10132.49	15.79%	2095.46	19.11%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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 · 债务人所在地区分布

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
贵州	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	100.00%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	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

(4) 抵押物特征

图表 10 • 抵押物类型分布

抵押物类型	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
商业用房	65	47.45%	34600.11	53.91%	3081.40	28.11%
商业用房+居住用房	17	12.41%	12274.77	19.12%	3947.81	36.01%
无	36	26.28%	8244.93	12.85%	3134.95	28.60%
土地使用权	8	5.84%	5651.98	8.81%	458.14	4.18%
土地使用权+工业用房	4	2.92%	1987.35	3.10%	88.88	0.81%
居住用房	5	3.65%	1016.64	1.58%	192.44	1.76%
车库+商业用房+居住用房	1	0.73%	306.92	0.48%	0.00	0.00%
工业用房	1	0.73%	99.66	0.16%	59.07	0.54%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	100.00%

注：1. 商业用房包含商铺、写字楼和其他商业用房；工业用房包含生产厂房和其他工业用房；土地使用权包含商业用地土地使用权、工业用地土地使用权和其他土地使用权，下同；

2. “无”的代表保证类贷款，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 11 • 初始抵押率分布

初始抵押率	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%,40%]	7	5.11%	2984.67	4.65%	489.85	4.47%
(40%,60%]	26	18.98%	13620.30	21.22%	1998.08	18.23%
(60%,80%]	65	47.45%	35062.29	54.63%	5339.79	48.71%
80%以上	3	2.19%	4270.17	6.65%	0.00	0.00%
其他	36	26.28%	8244.93	12.85%	3134.95	28.60%
合计	137	100.00%	64182.37	100.00%	10962.68	100.00%

注：初始抵押率由发起机构提供，保证类贷款归于“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 12 • 抵押物所在地区分布

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
贵阳	48	35.04%	23403.86	36.46%	26242055.19	23.94%
毕节	20	14.60%	20372.45	31.74%	36104916.61	32.93%
遵义	16	11.68%	5365.44	8.36%	1819775.96	1.66%
都匀	2	1.46%	1409.36	2.20%	3082437.11	2.81%
安顺	6	4.38%	1228.57	1.91%	1683978.35	1.54%
陵水	1	0.73%	1072.98	1.67%	1765760.00	1.61%
铜仁	3	2.19%	960.18	1.50%	1493870.46	1.36%
六盘水	2	1.46%	765.63	1.19%	2664683.00	2.43%
清镇	1	0.73%	518.96	0.81%	1483992.14	1.35%
黔南	1	0.73%	482.72	0.75%	888766.60	0.81%
黔东南	1	0.73%	357.28	0.56%	1047041.75	0.96%
合计	101	73.72%	55937.43	87.15%	78277277.17	71.40%

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

对资产池回收估值主要包括标的债权资产的处置策略、预计回收金额、预计回收时间等。对于入池标的债权资产，贵阳银行采取的处

置策略主要包括债务人自偿、诉讼处置抵押物、保证人追偿或上述策略结合等形式。本交易入池资产涉及的抵押物类型包括商业用房、居住用房、工业用房、建设用地使用权和车库，入池资产主要通过诉讼处置抵押物实现现金流回收。

联合资信对资产池回收金额进行估值主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息、评估机构对资产池所涉及抵押物的评估价值以及律师事务所对资产池出具的法律意见等。在上述信息的基础上，联合资信结合尽职调查了解到的抽样资产相关信息、发起机构催收过程和催收管理方式、各地区的经济和法律环境、各地区押品流通环境、同类资产处置历史资料及数据等，对资产池回收金额及回收时间进行估计。

联合资信关于资产池回收估值的过程如下：首先，结合入池资产特征和基础资产业务模式对发起机构进行尽调访谈和资料收集，对入池资产进行抽样尽调；其次，对资产特征和发起机构催收管理方式进行分析，并结合资产池全量资产信息和抽样资产的分析结果，确定影响回收估值及回收时间分布的重要因素，对资产池回收金额及回收时间分布进行预测。

（1）尽职调查分析

联合资信就本交易的尽职调查包括对入池资产的抽样尽调，以及对发起机构进行访谈和资料收集两方面。本交易资产池涉及债务人较多，地域分布比较广泛。联合资信对入池资产进行了抽样调查，更加深入地了解本交易入池资产的基本情况以及贵阳银行对小微不良贷款的处置催收情况。

（2）证券期限内资产池回收估值

标的的债权资产回收估值包括证券期限内入池资产的回收金额预测及回收时间分布预测。

（A）回收金额预测

根据入池资产涉及抵押物特征及贵阳银行小微不良贷款的催收管理办法，联合资信认为本交易入池资产主要通过对抵押物的处置清收实现回收。联合资信对于贷款回收价值的评估主要基于本交易评估机构深圳市世联资产评估有限公司提供的抵押物市场价值，同时考虑了抵押物快速变现能力、处置环境及资产特殊因素等要素。

图表 13 · 回收金额预测指标

回收金额预测关键指标	具体影响因素
抵押物快速变现能力	抵质押物类型、房屋面积、抵押物用途等
处置环境	押品所在城市经济环境、司法环境、同类押品市场流通情况、发起机构清收能力等
资产特殊因素	贷款优先受偿顺位及前序贷款金额（如有）、唯一住房补贴（如果是唯一住房）、涉刑金额（如果债务人涉刑且入池抵押物需用于偿还涉刑金额）、押品处置相关税收政策等

（a）抵押物快速变现能力

影响抵押物快速变现能力的因素包括抵押物类型、抵押物面积、抵押物用途等。一般而言，商铺、商场等商业用房在快速变现过程中较居住用房存在更大的处置压力；对于同一类抵押物，房屋面积较大、房屋用途较为专业或受众相对较窄都会增加押品快速处置的难度。联合资信在估值过程中，对于不同类型的资产赋予不同的回收估值折扣系数，并根据上述其他因素进行修正。

图表 14 · 快速变现前提下各抵质押物类型基准回收折扣系数

抵质押物类型	基准回收折扣系数
居住用房	70%
商业用房	60%
工业用房	60%
建设用地使用权	60%
车库	45%

（b）抵押物处置环境

抵押物处置环境的优劣将直接影响押品清收价值，具体包括押品所在地区的经济环境、司法环境和同类押品市场流通情况，除此之外，发起机构的清收能力也是重要影响因素之一。

联合资信根据尽调获取的信息及资产抽样调查结果，结合外部经济数据及相关政策资料，对各区域押品市场流通表现进行折扣调整；同时结合尽调情况，分析得出发起机构各分行清收能力系数；最后基于上述折扣及入池资产修正后的回收率基准，得到入池资产押品清收价值。

图表 15 · 本交易抵押物市场流通情况城市分类

抵押物类型	抵押物市场流通等级	城市
居住用房/商业用房	二类城市	贵阳
	三类城市	其他城市

(c) 资产特殊因素

入池资产可回收价值除了会受到押品清收价值的直接影响，还可能受到前序顺位贷款余额（若入池资产不具有第一顺位受偿权）、唯一住房补贴（如果抵押物是唯一住房）、涉刑金额（如债务人涉刑且入池抵押物需用于偿还涉刑金额）、押品处置相关税收等特殊支出项的影响。其中唯一住房和税收受区域性政策影响较大，其余因素则为每笔资产特定支出因子。联合资信在抽样调查阶段重点关注了具有特殊因素属性的资产，并逐笔估计入池资产特殊支出项金额，结合押品清收价值，得出入池资产最终贷款可回收价值。根据分析测算，资产池在预期证券期限（5年）内的毛回收金额为10962.68万元，毛回收率为17.08%。

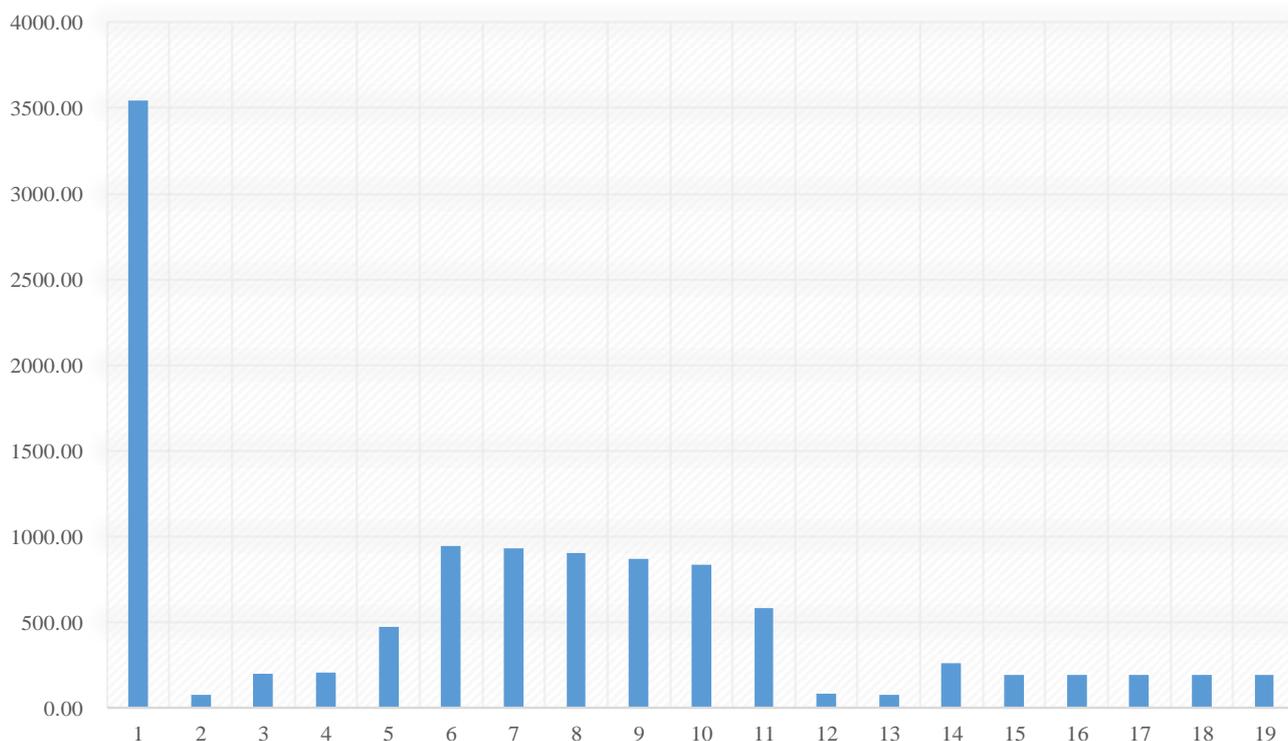
(B) 回收时间分布预测

预测回收时间分布时，联合资信综合考虑了逐笔入池资产的处置策略（现金回收/抵押物处置清收）、诉讼状态（未起诉、已起诉未开庭、已开庭、已判决、执行中、执行终结等）、查封状态（是否首封及是否异地查封等）、处置进度、抵押物腾退难度（是否存在他人占用等）、前序民事/刑事案件影响（如有）等因素，并结合影响抵押物处置进度的其他因素（债务人失联或不配合、前序刑事案件未判决、特殊房屋类型等），得到资产池预期回收金额及回收时间分布，详见图表 17。

图表 16 · 回收分布延迟的影响因素（单位：月）

影响因素	具体情形	延迟期数
债务人是否失联	失联	9
债务人是否配合	不配合	6
房屋状态	他人占用	6
房屋类型	特殊	3
刑事案件	涉刑且未判决	9

图表 17 · 资产池前五年预计回收金额及回收时间分布（单位：万元）



注：1.回收金额指未扣除处置费用的毛回收金额；
2.横坐标为初始起算日后的收款期间，第一个收款期间为2025年5月27日至2025年12月31日（即初始起算日至第一个计算日，计算日具体定义详见附件1），第二个收款期间为2026年1月1日至2026年2月28日，第三个收款期间为2026年3月1日至2026年5月31日，以此类推；
3.第一个收款期间中包含过渡期内真实回收3423.45万元。
资料来源：联合资信根据发起机构提供的资产池相关信息整理

(3) 资产池估值风险因素

(A) 抵押物价值波动风险

本交易入池资产以附带商业用房、居住用房、工业用房、建设用地使用权和车库为抵押物的不良微小企业贷款为主，抵押物价值的波动将对基础资产的后续回收产生较大影响。本交易聘请了专业的评估机构对每笔基础资产涉及的抵押物价值进行了评估，联合资信在测算回收率的过程中，参考了评估机构出具的抵押物初始起算日的市场价值，并考虑了未来抵押物价值波动的可能，评级结果已经反映了上述风险。

(B) 催收政策变化的风险

在测算回收率时，联合资信假设贵阳银行未来的催收政策、催收流程及其与律师团队的合作关系将保持稳定，从而使得催收效果保持稳定。若该假设发生变化，则会对未来回收水平产生影响。考虑到贵阳银行具有较丰富的不良资产管理及清收经验，联合资信认为催收政策变化导致的风险较小。

(C) 地区集中度风险

本交易涉及的抵押物主要位于贵州省，未偿本息费余额合计占比为 85.48%，地区集中度风险较高。同时，抵押物的处置回收受地区因素影响很大；抵押物所在地经济环境、二手交易市场价格走势、社会环境、司法环境等共性因素都会对不良贷款的回收产生重要影响。地方司法环境也会直接影响到资产的回收变现水平。因此，联合资信将地区集中度风险作为影响不良贷款回收价值的重要风险因素，根据经济发展程度、地方政府及司法执行的历史惯例，将地区集中度风险对资产池回收水平的影响纳入考虑范围。

(D) 房地产行业风险

本交易入池资产附带的抵押物以商业用房为主，抵押物类型分布较为集中，抵押物回收表现受房地产行业波动的影响较大。联合资信在预测每笔资产回收金额时，考虑了未来房地产行业波动对抵押物变现价格的影响，并将对入池资产涉及抵押物所在地区的房地产行业进行持续关注。

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。

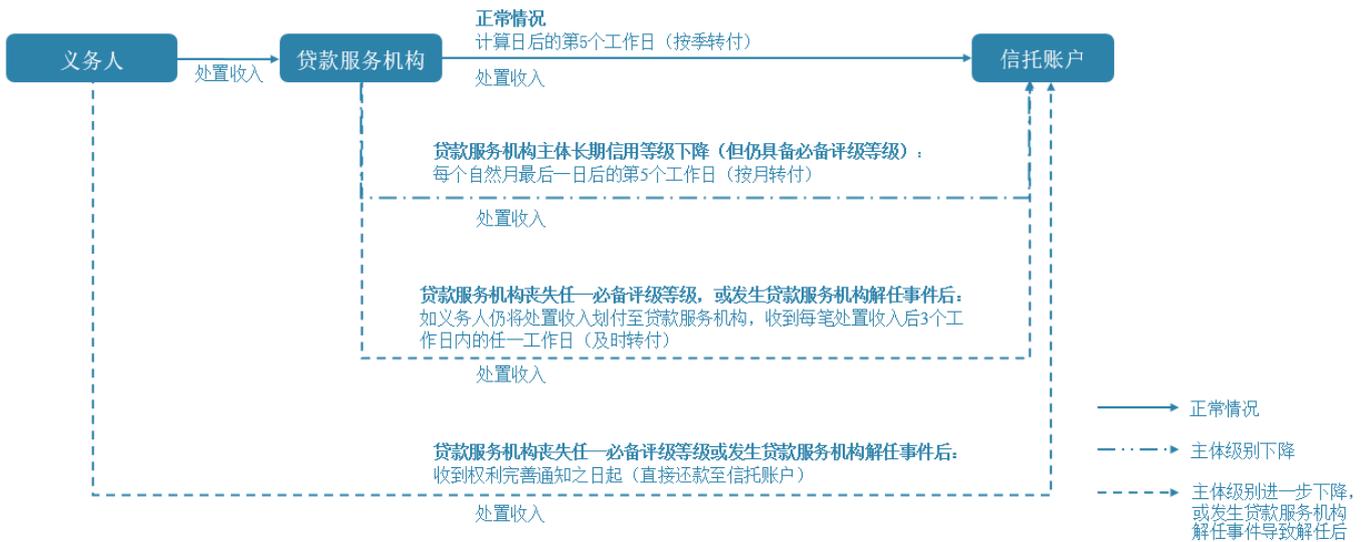
(1) 账户设置

本交易主要涉及信托账户，信托账户下设立信托收款科目、信託付款科目和信托（流动性）储备科目三个一级科目，分别用于接收处置收入、分配处置收入和存放流动性储备金。信托付款科目下设立信托分配（费用和开支）科目、信托分配（证券）科目和信托分配（税收）科目三个二级科目，分别用于支付应由信托财产承担的费用支出、支付证券的信托利益、支付信托财产可能承担的税费。

(2) 现金流流入机制

本交易现金流流入机制根据贷款服务机构主体长期信用等级变化和是否触发贷款服务机构解任事件（定义详见附件 1）导致其被解任有所差异，具体如下图表所示。

图表 18 • 现金流入机制



资料来源：联合资信根据《主定义表》、《信托合同》整理

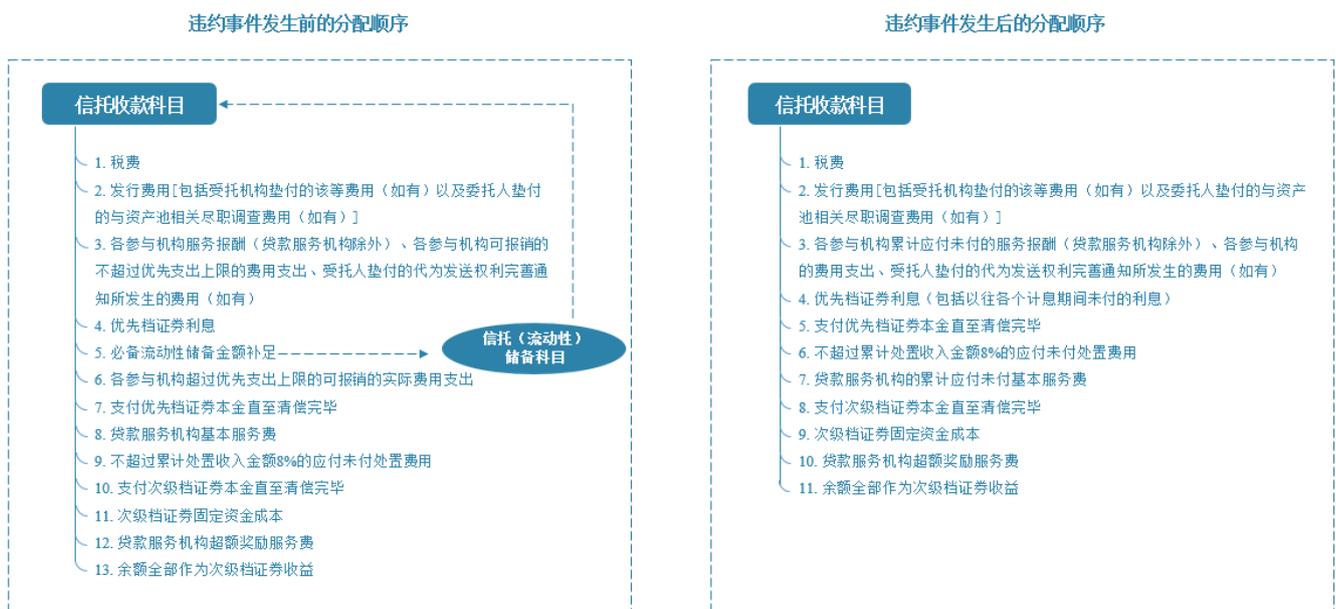
就处置收入转付的具体安排，委托人应不晚于第一个处置收入转付日（定义详见附件 1）下午三点（15:00）前将过渡期内收到资产池产生的全部处置收入（不包含在第一个处置收入转付日前处置收入产生的利息以及根据《信托合同》约定可以扣除的款项）转入信托收款科目。在信托设立后，由贷款服务机构按照《服务合同》的相关约定，于每个处置收入转付日下午三点（15:00）前将前一个处置收入转付期间的全部处置收入（不包括根据《信托合同》约定可以扣除的款项）转入信托账户，并记入信托收款科目。

对于处置费用，应由贷款服务机构先行垫付，此后，在受托人收到贷款服务机构提供的《资产处置费用支付申请》的前提下，于最近一个处置费用分配日（定义详见附件 1）按照《信托合同》约定的分配顺序向贷款服务机构偿付，如当期不足以支付的，则在下一个处置费用分配日继续偿付。根据《信托合同》的约定，以信托财产支付给贷款服务机构的处置费用应不超过累计处置收入金额的 8%。

（3）现金流支付机制

本交易支付日为每年的 6 月 26 日和 12 月 26 日（如非工作日，则为该日后第一个工作日），特别的，第一个支付日为 2026 年 1 月 26 日。本交易现金流支付机制按照违约事件（定义详见附件 1）是否发生有所差异，具体分配顺序如下图所示。

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）储备科目和触发机制安排对相应事件风险起到缓释作用。

（1）优先/次级偿付机制

本交易采用优先/次级顺序偿付结构实现内部增信，优先档证券将获得资产池回收款的优先偿付。联合资信预测在一般情景下，本交易入池资产的毛回收率为 17.08%，预计毛回收金额为 10962.68 万元，本交易优先档证券发行规模为 3700.00 万元，资产池预计回收金额和顺序偿付机制为优先档证券提供了充足的信用支持。

（2）信托（流动性）储备科目

本交易设置了信托（流动性）储备科目。资金来源方面，在违约事件发生、优先档证券本息偿付完毕或信托终止前，受托人于每个信托分配日指令资金保管机构将相应金额记入信托（流动性）储备科目，直至账户内资金余额达到必备流动性储备金额（即下一期按照交易文件约定的分配顺序下优先档证券利息及之前所有应付金额之总和）。

资金运用方面，在违约事件发生前，受托人应于每个信托分配日指令资金保管机构于该日将超出必备流动性储备金额的超额款项转回信托收款科目。如信托收款科目在信托分配日按照《信托合同》约定的分配顺序不足以支付优先档证券利息及之前所有应付金额之总和（在按照前述约定转入超额款项后仍短缺的部分），则将等值于短缺金额的款项转入信托收款科目，剩余金额保留在信托（流动性）储备科目。

在优先档证券本金全部清偿之日、发生违约事件或信托终止后，受托人应指示资金保管机构将届时信托（流动性）储备科目中的全部金额转入信托收款科目。此后，信托（流动性）储备科目中不必再储备资金。该账户的设置能够较好地缓释因资产池现金流入与优先档证券利息支出错配而导致的流动性风险。

（3）触发机制

本交易设置了以下触发机制：违约事件、权利完善事件（定义详见附件 1）、贷款服务机构解任事件和以贷款服务机构主体长期信用等级下降为触发条件的回收款高频划转机制。

具体而言，违约事件发生后，现金流支付机制将重新安排。权利完善事件触发后，贷款服务机构应按交易文件约定的方式完成以物抵押贷款资产（如有）的交付，同时应在合理期限内办理相关标的债权资产所涉及的一切必要的附属担保权益的转移登记或进行质押财产交付手续（如需），以确保抵押权、质权（如需）登记在受托人名下或交付给受托人。若贷款服务机构主体长期信用等级下降至相应级别，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，将引致处置收入的加速归集或还款路径的变更。以上触发机制的设置在一定程度上缓释了相应事件风险的影响。

四、现金流分析及压力测试

现金流分析

本交易入池资产涉及的抵押物包含商业用房、居住用房、工业用房、建设用地使用权和车库，通过处置抵押物实现回收为入池资产的主要清收方式。联合资信根据对房产类抵押物回收所设定的基准跌价比率参数，并结合入池资产类型对其进行修正，通过压力测试及返回检验，以确定证券的相应级别。

具体而言，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，根据本交易约定的现金流支付顺序、信托（流动性）储备科目、触发事件等交易结构安排，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。若在优先档证券目标信用等级对应的压力情景下，安全距离大于 0，则说明优先档证券通过了该级别的压力测试。

2 压力测试标准

在现金流流入端，联合资信对回收率量化指标按照优先档证券目标评级 AAA_{sf} 的评级标准进行考量。回收率下降意味着资产池现金流入低于预期标准，从而加大了优先档证券利息偿付的压力。具体而言，本交易目标级别回收率折损系数基于联合资信对房产类抵押物回收所设定的基准跌价比率确定，并结合入池资产类型进行修正得出。目标评级下现金流流入端压力参数设置如下图表所示。

图表 20 • 现金流入端压力参数设置

参数名称	回收率
目标等级	AAA _{sf}
基准参数	17.08%
目标评级下回收率折损系数	17.05%
加压后参数	14.17%

在现金流流出端，联合资信主要的压力测试手段包括优先档证券发行利率上浮及回收时间分布改变等。优先档证券发行利率越高，为覆盖优先档证券利息所需的现金流越多，从而压力越大；回收时间分布发生改变会影响每期处置费用和证券应付本息金额，从而影响对优先档证券的保护距离。现金流流出端压力参数设置如下图表所示。

图表 21 • 现金流流出端压力参数设置

参数名称	基准条件	压力条件
回收分布	详见图表 17	后置 20%
优先档证券预期收益率	3.00%	3.50%

注：本交易所涉及的各项参与机构费用已在模型中予以考虑
资料来源：联合资信根据发起机构提供参数整理

压力测试结果

图表 22 • AAA_{sf} 压力情景下压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
预计毛回收金额	9677.52	各项税费 ⁶	206.19	206.19
		优先档证券利息	28.23	28.23
		优先档证券本金	3700.00	3700.00
		剩余资金	--	5743.09
流入合计	9677.52	流出合计	3934.43	9677.52

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先档证券可偿还完所有本息，同时账户中尚余 5743.09 万元。因此，优先档证券可以通过 AAA_{sf} 等级压力测试。

综上所述，量化测算结果显示，“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”项下优先档证券的量化模型指示信用等级为 AAA_{sf}。

五、量化模型外的调整因素

1 法律要素分析

本交易的法律意见书表明：相关参与机构具备相应的法律资格，标的债权资产及其附属担保权益转让予信托合法有效，相关条件达成后证券将会被合法有效地发行和销售。

北京大成律师事务所出具的法律意见书表明：贵阳银行、华能信托及拟签署交易文件的其他各方均系依据中国法律有效存续的主体，根据中国法律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；其签署、交付和履行其作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；在前述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，前述交易文件构成相关各方合法、有效和有约束力的义务，交易文件的其他相关各方可按照相关交易文件的条款针对各方主张权利，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。

人民银行已依据相关法律法规的有关规定对贵阳银行、华能信托注册“爽誉”系列不良资产支持证券作出《准予行政许可决定书》（银许准予决字〔2025〕第 78 号），除以下事项以外，贵阳银行开展本项目无需取得任何政府机构的批准、许可、授权和同意：①发起机构会同受托机构在银行业信贷资产登记流转中心（以下简称“银登中心”）完成对本交易的信息初始登记，并获得银登中心发放的唯一产品信

⁶ 系指优先档证券本金兑付完毕前支付的各项税费总额。

息登记编码；②发起机构和受托机构在人民银行完成在全国银行间债券市场发行本期证券的备案。在满足上述条件且本交易的交易文件一经交易各方合法有效地签署和交付，且在《信托合同》约定的生效条件全部满足后，信托生效。信托财产与贵阳银行未设立信托的其他财产相区别，亦与属于华能信托所有的财产相区别，贵阳银行、华能信托依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产不属于其清算财产。

根据《民法典》相关规定，贵阳银行作为标的债权资产的债权人可以转让债权；信托一经生效，贵阳银行对信托生效日拟证券化的标的债权资产的转让即在贵阳银行和华能信托之间发生法律效力。贵阳银行转让标的债权资产，不必取得债务人或保证人（如有）的同意；但根据《民法典》有关规定，未经通知债务人、保证人（如有）的，债权的转让对债务人、保证人（如有）不发生法律效力，债务人、保证人（如有）仍向原债权人履行债务或承担保证责任。如果发生权利完善事件，在贵阳银行根据《信托合同》以权利完善通知的形式将债权转让的事实通知给债务人、担保人后，该债权的转让即对债务人、担保人发生法律效力。

贵阳银行根据《信托合同》转让包含附属担保权益的标的债权资产时，该等附属担保权益随债权一并转让；信托一经生效，附属担保权益随其担保的主债权一并由贵阳银行转移至华能信托（作为受让方），未办理相应的转移登记不影响受让方取得抵押权、质权（如有），但根据《民法典》相关规定，未办理转移登记的可能无法对抗善意第三人。为控制上述善意第三人的风险，委托人和受托人在《信托合同》中约定了相关风险控制措施。

华能信托根据《信托合同》发行的证券仅代表信托受益权的相应份额。该等证券不代表贵阳银行对投资者的负债，贵阳银行作为本交易中的发起机构和贷款服务机构，除承担在交易文件中所承诺的义务和责任外，不对本交易可能产生的其他损失承担义务和责任。该等证券也不是华能信托对投资者的负债，除针对华能信托提起的因其自身过失、欺诈、故意的不当行为或违反交易文件项下的义务而提起的诉讼或仲裁外，华能信托根据《信托法》的规定及《信托合同》的约定仅以信托财产为限向投资者承担支付证券收益的义务。证券持有人针对华能信托在证券项下义务的追索权仅限于信托财产，如果信托财产的收益不足以全额支付证券的所有本金、利息和收益，证券持有人就任何未付款项对于华能信托及其除信托财产以外的其他资产无任何进一步的请求权。

发起机构和受托机构在银登中心完成对本交易的信息初始登记，并获得银登中心发放的唯一产品信息登记编码和完成在人民银行依法完成本项目的备案后，如果各方均依据《信托合同》《主承销协议》发行和销售证券，证券将会被合法有效地发行和销售，且证券持有人有权获得《信托合同》约定的权利、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、担保物权风险、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，本交易安排了以贷款服务机构主体长期信用等级下降和贷款服务机构解任事件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。具体而言，当贷款服务机构主体长期信用等级下降但仍具备全部必备评级（定义详见附件1）时，处置收入转付频率由按季转付变为按月转付；当贷款服务机构丧失任一必备评级或发生贷款服务机构解任事件导致贷款服务机构被解任之日时，处置收入转付频率将加快或还款路径将发生变化。如果任一评级机构给予贷款服务机构的评级等级在某一处置收入转付期间内发生变化且因此需要改变处置收入转付日时，自该处置收入转付期间届满之日起，相关处置收入转付频率按照前述规则进行相应的改变。处置收入转付频率发生上述改变之后，即使贷款服务机构的评级等级重新提高，处置收入转付频率也不再恢复。

在正常情况下，本交易处置收入按季转付，转付频率尚可，且贵阳银行作为贷款服务机构，具有良好的经营能力和稳健的财务状况，因此混同风险较低。同时，本交易还设置了相关触发机制，相关机制一旦触发将引致处置收入的加速归集或还款路径的变更，进一步缓释了混同风险。

（2）担保物权风险

委托人向受托人转让不良贷款债权的同时，附属担保权益随之转让，但尚未办理相应的转移登记或质押财产交付手续的，可能存在不能对抗善意第三人的风险。

为控制上述风险，《信托合同》约定当发生任一权利完善事件或资产支持证券持有人大会决议指令要求办理附属担保权益转移登记（针对尚未进入司法程序或担保物不涉及查封、扣押等情况的债权资产）时，委托人应于《信托合同》约定的期限内办理相关标的债权资产所涉及的一切必要的附属担保权益转移登记或进行质押财产交付手续（如需），以确保抵押权、质权（如需）登记在受托人名下或交付给受

托人。若因资产已进入司法程序、担保物涉及查封、扣押等情形，或因登记机关、担保人等原因而无法办理完毕附属担保权益转移登记或质押财产交付手续（如需），则委托人和受托人应按《信托合同》的约定，以最有利于回收标的债权资产的原则处理抵押权、质权相关事宜。

以上担保权利的转移安排能够在一定程度上缓释担保物权风险。

（3）抵销风险

抵销风险是指入池资产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。

根据交易文件约定，如果债务人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于委托人已交付设立信托的信托财产，则委托人应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，作为债务人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为委托人贵阳银行的违约风险。

贵阳银行经营状况良好、财务状况稳健，风险管理制度完善。联合资信认为即使债务人行使抵销权，委托人贵阳银行也应及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（4）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影响，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。

本交易设置了信托（流动性）储备科目，且资产池在过渡期内已经产生一定的现金回收，上述金额能够在信托成立后及时补足流动性储备金额。信托（流动性）储备科目和已回收现金流能够较好地缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险。

（5）再投资风险

信托存续期内，受托人有权指示资金保管机构将信托账户中待分配的资金运用于合格投资，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：合格投资系指受托人将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以人民币计价和结算的金融机构存款方式存放于除委托人和贷款服务机构之外的且评级机构给予的评级等级达到必备评级的商业银行，或投资于符合监管规定的、低风险、高流动性且在投资前已通知评级机构的国债、政策性金融债、货币市场基金。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于信托账户中的资金根据《信托合同》的约定进行当期分配前[不晚于信托分配日前1个工作日内上午九点（9:00）]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/贷款服务机构为贵阳银行。贵阳银行成立于1997年，总行位于贵州省贵阳市。2016年8月，贵阳银行首次公开发行股票在上海证券交易所成功上市。截至2025年6月底，贵阳银行总股本为36.56亿元，持股比例超过5%的股东分别为贵阳市国有资产投资管理公司和贵州乌江能源投资有限公司，持股比例分别为12.82%和5.49%。

经审计的财务报表显示，合并口径下，截至2024年底，贵阳银行资产总额为7056.69亿元，负债总额为6366.30亿元，股东权益合计为690.40亿元；不良贷款率为1.58%，拨备覆盖率为257.07%；资本充足率为15.20%，一级资本充足率为14.00%，核心一级资本充足率为12.94%。2024年，贵阳银行实现营业总收入149.31亿元，净利润53.14亿元。

未经审计的财务报表显示，合并口径下，截至2025年6月底，贵阳银行资产总额为7415.36亿元，负债总额为6719.85亿元，股东权益合计为695.51亿元；不良贷款率为1.70%，拨备覆盖率为238.64%；资本充足率为14.97%，一级资本充足率为13.77%，核心一级资本充足率为12.73%。2025年1—6月，贵阳银行实现营业总收入65.01亿元，净利润25.29亿元。

在风险管理方面，贵阳银行坚持“审慎合规，全程管控，恪守底线”的风险管理理念，从管理架构、政策制度、业务流程、问责考核等方面建立了涵盖“总分支”三级及附属机构，覆盖全资产、全口径、全流程、全机构的全面风险管理体系，形成了由业务条线部门、风险管理职能部门和内部审计监督部门组成职责明确的风险管理“三道防线”。贵阳银行持续提升合规内控管理水平，强化三道防线建设，推进风险管理技术和手段的更新，加快风险管理的数字化转型步伐，提升风险管理的智能化、数字化水平，推进风险管理工具的落地应用，有序开展各类风险的识别、计量、监测、控制工作，不断提升全面风险管理水平和重大金融风险的防范化解处置能力，保障各项业务稳步健康发展。

贵阳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，

在支付完毕次级档证券固定资金成本后，贷款服务机构可按照交易文件的约定获得剩余金额一定比例的资金作为超额奖励服务费。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，贵阳银行经营状况良好，财务状况较为稳健，风险管理体系比较完善，其作为本交易的委托人、发起机构和贷款服务机构，可以为本交易提供良好的服务。

（2）受托人/受托机构/发行人

本交易的受托人/受托机构/发行人为华能信托。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。截至 2024 年底，华能信托注册资本和实收资本均为 61.95 亿元，华能资本为第一大股东，持股比例为 67.92%。

经审计的财务报表显示，合并口径下，截至 2024 年底，华能信托资产总额为 322.46 亿元，所有者权益总额为 283.85 亿元。2024 年，华能信托实现营业总收入 25.95 亿元，净利润 16.10 亿元。截至 2024 年底，华能信托信托项目资产总额为 6356.76 亿元，信托权益合计为 6192.62 亿元；2024 年，华能信托信托项目实现营业收入 284.57 亿元，净利润 248.80 亿元。

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：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，全面组织开展日常风险管理工作，对业务风险进行全过程监控；审计稽核部对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，针对信用风险、市场风险等可量化风险，实施风险指标管理和风险限额控制；对合规风险、操作风险等非量化风险，明确岗位职责，制定业务操作规程、风险控制流程，加强员工风险意识，实施岗位和流程控制。

总体看，华能信托拥有良好的财务状况和比较完善的风险管理体系，本交易因其尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

（3）资金保管机构

本交易的资金保管机构为广发银行股份有限公司（以下简称“广发银行”）。广发银行成立于 1988 年，是国内首批组建的股份制商业银行之一。截至 2024 年 12 月底，广发银行注册资本为 217.90 亿元。广发银行无实际控制人，第一大股东为中国人寿保险股份有限公司，持股比例 43.686%。

经审计的财务报表显示，合并口径下，截至 2024 年底，广发银行资产总额为 36449.93 亿元，负债总额 33459.82 亿元，股东权益 2990.11 亿元；资本充足率为 14.86%，核心一级资本充足率 9.67%。2024 年，广发银行实现营业收入 692.37 亿元，实现净利润 152.84 亿元。

资产托管业务方面，截至 2024 年底，广发银行资产托管及基金服务业务规模达 4.20 万亿元，较年初增长 10.76%。2024 年，广发银行实现托管业务收入 5.87 亿元。

在风险管理方面，董事会承担全面风险管理的最终责任，负责建立风险文化，确定整体风险偏好和风险承受能力，审批重大风险管理的目标、战略、政策和程序；董事会下设风险管理委员会，负责审议风险管理战略、风险管理政策、重大风险管理事项、洗钱风险管理、案防管理及重大资产处置项目，对风险进行控制、管理、评估和监督等；监事会承担全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和高级管理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改。高级管理层下设内控合规与风险管理委员会、资产负债管理委员会、授信审查委员会、投资业务审查委员会、不良资产处置审查委员会等，负责研究防范信用风险、市场风险、银行账簿利率风险、流动性风险、操作风险、国别风险、洗钱风险等风险的战略、方针和政策，评估管理制度的有效性，监控管理制度的实施情况，识别管理制度的不足并研究解决方案等。风险管理部为全面风险管理的牵头部门，牵头履行全面风险的日常管理工作。

总体看，广发银行财务状况较为稳健，风险管理体系较为完善，托管经验比较丰富，本交易因其尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

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“爽誉 2025 年第一期不良资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级档资产支持证券未予评级。

上述优先档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1 本交易相关定义

一、资产池相关定义

(1) 资产池：资产清单中所列的全部标的债权资产的集合。

(2) 标的债权资产：截至初始起算日的资产、附属担保权益、以物抵贷资产以及由此转化的其他相关权益或财产的统称。

(3) 资产：委托人对资产清单所列示的债务人享有的并依法可向受托人信托的不良微小企业贷款债权。

(4) 附属担保权益：就每笔资产而言，系指与资产有关的、为委托人的利益而设定的任何担保或其他权益，包括但不限于抵押权、第三方保证、质权（如有）等。

(5) 以物抵贷资产：就资产清单所列的每一项标的债权资产而言，包括以下各项：(i) 转让给委托人（如为信托存续期间，指受托人）所有的，和/或以委托人（如为信托存续期间，指受托人）的名义持有的，用以部分或全部清偿（或其他偿还方式）标的债权资产的财产或财产权利；(ii) 根据委托人（如为信托存续期间，指受托人）与债务人、保证人、抵押人、出质人或其他义务人达成的和解协议或类似安排，上述债务人、保证人、抵押人、出质人或其他义务人已同意的转移给委托人（如为信托存续期间，指受托人）用以偿还部分或全部标的债权资产的财产或财产权利；或者 (iii) 在委托人（如为信托存续期间，指受托人）对债务人、保证人、抵押人、出质人或其他义务人提起的旨在寻求某笔标的债权资产项下债务清偿的诉讼或仲裁中，终审的生效法院判决或仲裁裁决，判令债务人、保证人、抵押人、出质人或其他义务人向“委托人（如为信托存续期间，指受托人）”转移其持有的特定财产或财产权利，以全部或部分清偿标的债权资产。

(6) 其他相关权益：系指初始起算日前，委托人因管理、处置需要可能已与资产清单中部分义务人达成包括但不限于重组协议、和解协议、以物抵贷协议，或接受法院裁定以物抵贷，而这些协议并未履行完毕或抵贷物未完成过户，因此，受托人受让的对该等义务人的债权，已从原始的债权合同、担保合同项下的债权，全部或部分转化为前述协议项下或法院生效裁定所对应的权利。

二、合格标准

就每一笔标的债权资产而言，除另有说明外，系指在初始起算日和信托财产交付日应符合的如下标准（为避免歧义，若某一笔标的债权资产在过渡期已以现金形式处置回收的，则该笔标的债权资产视为已符合合格标准）：

A. 关于债务人和担保人的标准：

(a) 债务人为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人；在担保合同签署时，担保人为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人或在担保合同签署时为年满 18 周岁的自然人；

B. 关于标的债权资产的标准：

(b) 贵阳银行是每一笔标的债权资产的唯一债权人且拥有合法的请求权，贵阳银行未将该等权利或利益转让至任何第三方，且贵阳银行未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押、质押或任何其他财产负担；

(c) 债权合同、担保合同均适用中国法律并合法有效，且其项下的贷款债权、担保权均合法有效，并构成相关债务人、担保人合法、有效和有约束力的义务，债权人和担保权人可根据其条款向债务人、担保人主张权利；

(d) 债务人和担保人均不属于国家机关；

(e) 标的债权资产的所有应付金额均以人民币为单位；

(f) 标的债权资产未超过诉讼时效或未丧失相关的法定期间或不存在因其他原因部分消灭或无法主张债权或相关担保权利；

(g) 标的债权资产均可进行合法有效的转让；均无限制或禁止贵阳银行转让标的债权资产或转让标的债权资产须经征得债务人或其他义务人同意的约定；

(h) 在初始起算日，根据贵阳银行制定的贷款五级分类标准，资产为次级、可疑或损失类；

(i) 同一债务人在贵阳银行的全部已发放完毕且尚未清偿的不良微小企业贷款均全部入池；

(j) 资产的全部或部分未被贵阳银行核销；

(k) 贵阳银行已停止对该债务人的授信，在贵阳银行承诺范围内，不再向该债务人发放新的贷款或提供新的融资；如某笔资产的附属担保权益涉及最高额担保的，则截至初始起算日该最高额担保的主债权已确定，或担保合同约定担保人在最高额担保的全部或部分债权转让后继续承担相应的担保责任；

(l) 如资产存在抵押担保的，则该抵押担保抵押物已在中国相关的房地产登记机关办理完毕相关抵押权设立登记，如该等抵押担保对应的抵押权在信托财产交付日前已实现的，则对相关资产不作前述要求；

(m) 资产的相关抵押物均位于中国境内。

三、日期相关定义

(1) 计算日：每个公历年的 2 月、5 月、8 月、11 月的最后一日，特别的，第一个计算日为 2025 年 12 月 31 日。

(2) 处置收入转付日：处置收入转付日按照如下规则确定：

(a) 当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级高于或等于 AA 级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 A 级时，处置收入转付日为每个计算日后的第 5 个工作日；

(b) 当联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 AA 级但高于或等于 A 级，或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级但高于或等于 A 级时，处置收入转付日为每个自然月最后一日后的第 5 个工作日；

(c) 自 (i) 联合资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级 (不含) 或中债资信给予贷款服务机构的主体长期信用等级低于 A 级 (不含), 或 (ii) 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之日起, 贷款服务机构或受托人将根据《信托合同》的约定通知义务人将其应支付的款项支付至信托账户。如义务人仍将处置收入划付至贷款服务机构, 则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后 3 个工作日内任一工作日;

(d) 信托终止日后, 处置收入转付日为信托终止日后 5 个工作日内任一工作日; 在信托终止日后, 贷款服务机构还收到处置收入的, 则处置收入转付日为贷款服务机构收到每笔处置收入后 5 个工作日内任一工作日。

如果任一评级机构给予贷款服务机构的评级等级在某一处置收入转付期间内发生变化且因此需要改变处置收入转付日时, 自该处置收入转付期间届满之日起, 相关处置收入转付日按照前述规则进行相应的改变。处置收入转付日发生上述改变之后, 即使贷款服务机构的评级等级重新提高, 处置收入转付日的频率也不再恢复。

(3) 处置费用分配日: 信托生效日以及信托存续期间内每个公历年的 6 月 26 日和 12 月 26 日, 特别的, 第一个处置费用分配日为 2026 年 1 月 26 日; 如果前述日期不是工作日, 则为该日后的第一个工作日。

四、违约事件

违约事件系指以下任一事件:

(a) (i) 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, 或 (ii) 优先档资产支持证券的本金和利息未能在法定到期日后 10 个工作日内得到足额支付;

(b) 受托人发生丧失清偿能力事件或者无法履行其在交易文件下的义务, 且未能根据交易文件为信托指派另一个受托机构;

(c) 受托人违反其在《信托合同》或其为一方的其他交易文件项下的任何重要义务、条件或条款 (对资产支持证券支付本金或利息的义务除外), 且资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约 (i) 无法补救, 或 (ii) 虽然可以补救, 但在该等违约发生后 30 日内未能得到补救, 或 (iii) 虽然可以根据交易文件的规定以替换受托人的方式进行补救, 但未能于违约发生后 90 日内替换受托人;

(d) 资产支持证券持有人大会合理地认为受托人在《信托合同》或其作为一方的其他交易文件中所做的任何陈述和保证, 在做出时或经证实做出时便有重大不实或误导成分, 并且资产支持证券持有人大会合理地认为该等违约 (i) 无法补救, 或 (ii) 虽然可以补救, 但在该等违约发生后 30 日内未能补救, 或 (iii) 虽然可以根据交易文件的规定以替换受托人的方式进行补救, 但未能于违约发生后 90 日内替换受托人。

以上 (a) 至 (b) 项所列的任一事件发生时, 违约事件视为已在该事件发生之日发生。发生以上 (c) 项至 (d) 项所列的任何一起事件时, 资产支持证券持有人大会应决定是否宣布发生违约事件, 并以书面通知的方式告知受托人、贷款服务机构、资金保管机构、登记托管机构、支付代理机构和评级机构。

五、权利完善事件

系指以下任何事件:

(a) 发生任一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;

(c) 委托人不具备任一必备评级; 或者

(d) 委托人发生任何一起丧失清偿能力事件。

六、贷款服务机构解任事件

系指以下任一事件:

(a) 贷款服务机构未能于处置收入转付日根据《服务合同》按时付款 (除非由于贷款服务机构不能控制的技术故障、计算机故障或电汇支付系统故障导致未能及时付款, 而使该付款到期日顺延), 且在处置收入转付日后 5 个工作日内仍未付款;

(b) 贷款服务机构停止经营或打算停止经营其全部或主要的贷款业务;

(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收款期间的期间贷款服务报告或相关会计年度的年度贷款服务报告 (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, 而使贷款服务机构提供期间贷款服务报告或年度贷款服务报告的日期延后), 且在其应当提供报告的最晚日期后 5 个工作日内仍未提交;

(f) 贷款服务机构严重违法: (i) 除付款义务和提供报告义务以外的其它义务; (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 15 个工作日, 以致对信托财产的回收产生重大不利影响;

(g) 资产支持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) 仅在贵阳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《服务合同》的约定对所有账户记录原件以及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) 在将审计报告的结果书面通知贷款服务机构后的 90 日内, 受托人合理认为: (i) 审计报告表明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) 上述审阅结果不令人满意, 并且在上述 (i) 或 (ii) 中的任一种情况中, 资产支持证券持有人大会合理认为已经发生重大不利影响;

(j) 受托人根据《服务合同》的约定，提出针对贷款服务机构对资产池的日常维护和管理及处置回收的合理意见或建议（包括但不限于对年度资产处置计划和贷款服务报告的合理修改意见等）时，贷款服务机构拒不执行且没有合理理由的，导致对资产池的回收产生不利影响等损害资产支持证券持有人利益的情形；

(k) 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资产支持证券持有人利益的情形。

七、丧失清偿能力事件

就委托人、受托人、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（如国家金融监管总局，下同）同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或国务院金融监督管理机构向人民法院提出对上述机构进行重整或破产清算的申请；

(b) 其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在 120 个工作日内被驳回或撤诉；

(c) 上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向国务院金融监督管理机构申请解散；

(d) 国务院金融监督管理机构根据《金融机构撤销条例》规定责令上述机构解散；

(e) 国务院金融监督管理机构公告将上述机构接管；

(f) 上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的中国法律被视为不能按期偿付债务；

(g) 上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。

八、必备评级

系指联合资信给予的主体长期信用等级高于或等于 A 级且中债资信给予的主体长期信用等级高于或等于 A⁻_{ori}⁷级。

⁷ 该级别符号不同于监管要求的评级符号，仅适用于结构化项目交易文件中需规定的必备评级等级，全文同。

附件2 入池资产未偿本息费余额占比前二十大债务人回收情况表

序号	未偿本息费余额（万元）	未偿本息费余额占比	贷款五级分类	预计回收金额（万元）	预计回收金额占比
债务人 1	4270.17	6.65%	可疑类	0.00	0.00%
债务人 2	1598.32	2.49%	损失类	654.77	5.97%
债务人 3	1505.08	2.35%	损失类	768.22	7.01%
债务人 4	1468.83	2.29%	损失类	0.00	0.00%
债务人 5	1415.17	2.20%	损失类	630.23	5.75%
债务人 6	1301.89	2.03%	次级类	0.00	0.00%
债务人 7	1297.79	2.02%	损失类	0.00	0.00%
债务人 8	1294.84	2.02%	损失类	0.00	0.00%
债务人 9	1236.84	1.93%	损失类	0.00	0.00%
债务人 10	1111.16	1.73%	损失类	0.00	0.00%
债务人 11	1083.49	1.69%	损失类	474.02	4.32%
债务人 12	1072.98	1.67%	损失类	176.58	1.61%
债务人 13	1067.97	1.66%	损失类	437.00	3.99%
债务人 14	1067.37	1.66%	损失类	143.48	1.31%
债务人 15	1066.35	1.66%	损失类	108.09	0.99%
债务人 16	1026.21	1.60%	次级类	0.00	0.00%
债务人 17	1015.72	1.58%	损失类	146.32	1.33%
债务人 18	1013.90	1.58%	损失类	0.00	0.00%
债务人 19	1013.23	1.58%	损失类	379.01	3.46%
债务人 20	1010.58	1.57%	次级类	0.00	0.00%
合计	26937.88	41.97%		3917.71	35.74%

注：若存在同一债务人项下多笔资产入池的情形，则披露贷款五级分类靠后的资产的分类状态
 资料来源：联合资信根据资产池信息整理

附件3 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）	未偿本息费 余额占比	债务人地区	担保方式	预计回收金额（万 元）	预计回收金额 占比
入池资产 1	1505.08	2.35%	贵州省	抵押+保证	768.22	7.01%
入池资产 2	1598.32	2.49%	贵州省	抵押+保证	654.77	5.97%
入池资产 3	1415.17	2.20%	贵州省	抵押+保证	630.23	5.75%
入池资产 4	514.31	0.80%	贵州省	保证	517.76	4.72%
入池资产 5	1083.49	1.69%	贵州省	抵押+保证	474.02	4.32%
入池资产 6	884.62	1.38%	贵州省	抵押	452.91	4.13%
入池资产 7	1067.97	1.66%	贵州省	抵押	437.00	3.99%
入池资产 8	419.97	0.65%	贵州省	保证	423.46	3.86%
入池资产 9	500.66	0.78%	贵州省	保证	399.32	3.64%
入池资产 10	1013.23	1.58%	贵州省	抵押	379.01	3.46%
入池资产 11	522.66	0.81%	贵州省	抵押+保证	365.66	3.34%
入池资产 12	479.95	0.75%	贵州省	保证	325.50	2.97%
入池资产 13	387.36	0.60%	贵州省	保证	308.26	2.81%
入池资产 14	742.44	1.16%	贵州省	抵押	279.19	2.55%
入池资产 15	299.55	0.47%	贵州省	保证	238.38	2.17%
入池资产 16	983.52	1.53%	贵州省	抵押	207.65	1.89%
入池资产 17	575.97	0.90%	贵州省	抵押	177.79	1.62%
入池资产 18	1072.98	1.67%	贵州省	抵押	176.58	1.61%
入池资产 19	223.24	0.35%	贵州省	保证	176.11	1.61%
入池资产 20	206.13	0.32%	贵州省	保证	165.70	1.51%
合计	15496.60	24.14%	--	--	7557.50	68.94%

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

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。