

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告内容的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十二日



信用等级公告

联合[2015] 2139 号

联合资信评估有限公司通过对“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”的信用状况进行综合分析和评估，确定

2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券
优先档资产支持证券的信用等级为 AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月十二日



2015 年第八期开元信贷资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级结果

证券名称	金额 (万元)	总量占比 (%)	利率类型	信用级别
优先档资产支持证券	500000.00	100.00	浮动利率	AAA
合计	500000.00	100.00	-	-

交易概览

信托财产初始起算日：2015 年 9 月 22 日
证券法定到期日：2020 年 9 月 18 日
交易类型：静态现金流型 CLO
载体形式：特殊目的信托
信托财产：国家开发银行股份有限公司 500000.00 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：AAA
发起机构/贷款服务机构：国家开发银行股份有限公司
受托机构/发行人：中信信托有限责任公司
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司
主承销商：中国银河证券股份有限公司

评级时间

2015 年 10 月 12 日

分析师

赖金昌 汪潇逸 郑飞

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行了综合考量，并在资产池信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，确定“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为 AAA。

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，违约风险极低。

优势

1. 本交易入池贷款为国家开发银行股份有限公司发放的 3 笔正常类贷款，联合资信评定本交易资产池加权平均信用级别为 AAA，资产池整体信用质量极好。
2. 本交易约定贷款服务机构经办分行在收到信贷资产所产生的回收款后的当日、最迟不超过第 2 日（如该日不是工作日，则应顺延至该日后的第一个工作日）向信托账户转付。该约定有效地降低了本次交易的混同风险。
3. 本交易基础资产的借款人为首钢总公司，首钢总公司财务实力雄厚，且作为国有特大型钢铁企业和京冀协同发展的重要载体，借款人得到地方政府以及金融机构的大力支持，具有极强的偿债能力。
4. 本交易的发起机构国家开发银行股份有限公司开展公司贷款的业务流程规范、风险控制能力强、信息系统完善，且曾成功发起多单资产证券化项目，并作为贷款服务机构为交易提供了良好的服务，具有丰富

的信贷资产证券化交易经验，能为本交易提供良好的服务。

关注及风险缓释

1. 本交易入池贷款均来自同一借款人，借款人集中度极高，如果该借款人拖欠或违约，将会直接影响到证券的本息兑付。

风险缓释：首钢总公司具有 AAA 的主体信用等级，这将为证券的还本付息提供极大保障。

2. 本交易的基础资产池的加权平均利率为 5.00%，利率水平较低，且入池贷款的贷款期限较长，本金全部为到期一次性偿还，根据交易结构安排，本交易优先档证券偿付方式为固定摊还，若证券发行利率过高或入池贷款提前偿还，在一定程度上会影响到超额利差的大小，从而可能影响优先档证券的利息偿付。

风险缓释：国家开发银行作为本交易的贷款服务机构，尽职能力很强，证券化经验丰富，将在一定程度上缓解该风险。联合资信将持续关注证券的发行利率及资产池在存续期的表现，若因入池贷款的早偿对优先档资产支持证券的信用等级产生影响，我们将及时进行调整。

3. 当前全球经济增长缓慢，我国经济增速处于下行区间。钢铁行业面临产能过剩情况加剧，经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度持续减弱，钢材价格波动下行。行业企业经济难度加大。宏观经济系统性风险和行业风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在信用等级评定时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构国家开发银行股份有限公司和发行人中信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（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发起机构/发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与发起机构/发行人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实地调查和诚信义务，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。
- 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，未因发起机构/发行人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、本期信贷资产支持证券信用评级结果的有效期为发行人本期发行的“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”优先档证券的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期资产支持证券的信用等级有可能发生变化。



一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构国家开发银行股份有限公司（以下简称“国家开发银行”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本期信托合同约定的合格标准的500000.00万元公司贷款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）设立“2015年第八期开元信贷资产证券化信托”。中信信托以受托的基础资产为支持在全国银行间债券市场发行优先档资产支持证券。投资者通过购买并持有该资产支持证

券取得本信托项下相应的信托受益权。

表1 交易参与机构

发起机构/委托人：国家开发银行股份有限公司
受托机构/受托人/发行人：中信信托有限责任公司
贷款服务机构：国家开发银行股份有限公司
资金保管机构：中国农业银行股份有限公司
登记托管机构：中央国债登记结算有限责任公司
会计顾问/税务顾问：德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所
法律顾问：北京大成律师事务所（特殊普通合伙）
主承销商：中国银河证券股份有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司、中债资信评估有限责任公司

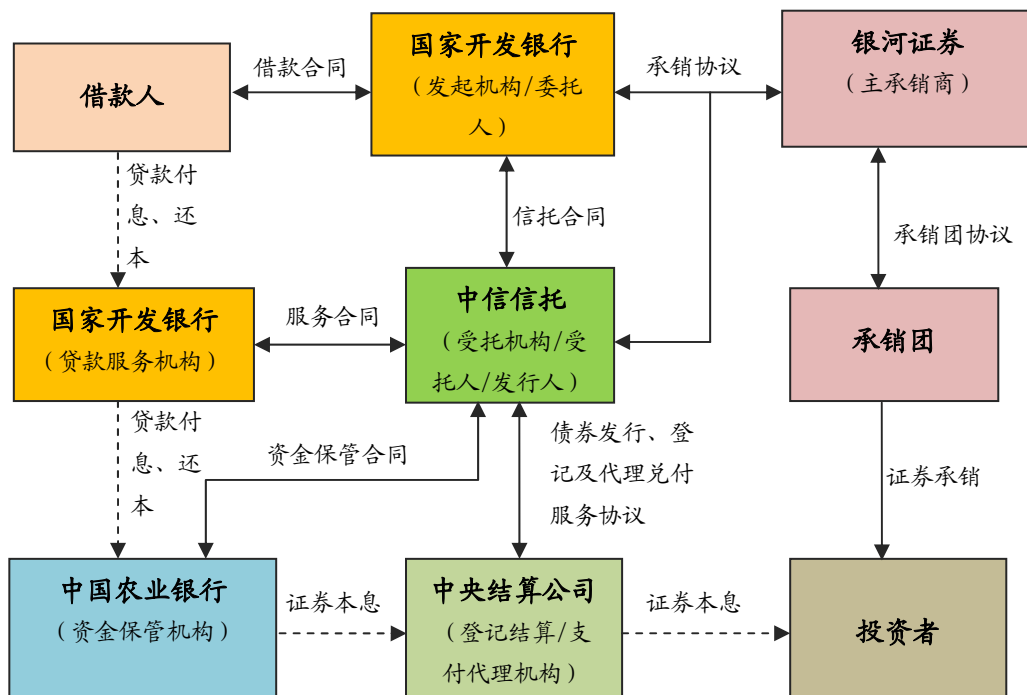


图1 交易安排

2. 资产支持证券

本交易发行优先档资产支持证券（以下简称“证券”），本证券按季支付利息，且于预定到期日一次性还本。

优先档证券（除向发起机构定向发行的部分外）采用簿记建档方式发行，其中发起机构

持有不低于优先档证券发行规模的5%。证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率与基本利差之和，其中，基准利率为人民银行公布的一年期贷款利率，基本利差根据簿记建档结果确定。如遇基准利率调整，证券利率将在人民银行调整一年期贷款基准利率生效日进行调整。

表 2 资产支持证券概况 单位：万元/%

证券名称	信用评级	本金偿付模式	利息支付模式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先档	AAA	固定	按季	500000.00	100.00	浮动	2018 年 9 月 18 日	2020 年 9 月 18 日

3. 基础资产

本交易的入池资产涉及发起机构国家开发银行向首钢总公司发放的 3 笔人民币公司贷款。截至初始起算日，入池贷款的未偿本金余额为人民币 500000.00 万元。

根据交易文件约定，本交易入池贷款的合格标准如下：就每一笔贷款及其附属担保权益而言，系指在初始起算日和信托财产交付日：(a)各笔贷款均为委托人作为贷款人发放并合法所有的人民币对公贷款；(b)委托人将全部或部分信贷资产设立信托以及转让或出售该等信贷资产行为不会由于任何原因而被禁止或限制，且不需要获得借款人或任何其他主体的同意；(c)信贷资产项下不包含涉及军工或国家机密的贷款；(d)各笔贷款均不涉及未决的诉讼或仲裁；(e)各笔贷款均为委托人发放的贷款，不含银团贷款；(f)国家开发银行在同一《借款合同》项下的各笔贷款已经发放完毕（或在同一《借款合同》项下的放款义务已经实际履行完毕），且同一《借款合同》项下的贷款的未偿款项（包括但不限于本金、利息及其他应付款项）全部入池；(g)《借款合同》、担保合同适用中国法律，且在中国法律项下均合法有效；(h)借款人为依照中国法律在中国成立并合法存续的法人；(i)借款人评级按国家开发银

行内部评级不低于 AA⁺级；(j)借款人对信贷资产不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（但法定抵销权除外）；(k)借款人在近三年与委托人的所有借款交易中未出现贷款拖欠、破产或无清偿能力的情况；(l)信贷资产项下每笔贷款的质量应为委托人制定的信贷资产质量 5 级分类中的正常类资产。

初始起算日资产池概要统计如表 3：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额	500000.00 万元
借款人户数	1 户
贷款笔数	3 笔
单笔贷款最大未偿本金余额	200000.00 万元
单笔贷款平均未偿本金余额	166666.67 万元
贷款合同总金额	500000.00 万元
单笔贷款最高合同金额	200000.00 万元
单笔贷款平均合同金额	166666.67 万元
单户借款人最大未偿本金余额	500000.00 万元
加权平均现行贷款利率	5.00%
入池贷款加权初始期限	36.00 个月
入池贷款加权平均账龄	0.69 个月
入池贷款加权平均剩余期限	35.31 个月
单笔贷款最短剩余期限	35.11 个月
单笔贷款最长剩余期限	35.57 个月
资产池加权平均信用评级	AAA

注：资产池加权平均信用评级为考虑保证后的影子评级。如无特殊说明，涉及资产池中借款人的信用评级均指考虑保证后的影子评级。

二、基础资产分析

1. 入池贷款基本情况

按照国家开发银行贷款质量风险分类方法，本交易入池资产包含 3 笔贷款，借款人为首钢总公司，全部为国家开发银行发放的

正常类贷款，3 笔入池贷款均按季支付利息，入池贷款的资产质量良好。三笔贷款的基本信息如表 4 所示：

表 4 入池贷款基本情况情况

序号	未偿本金余额（万元）	未偿本金占比（%）	初始贷款金额（万元）	初始贷款期限（月）	剩余期限（月）	现行贷款利率（%）	担保性质	影子评级
----	------------	-----------	------------	-----------	---------	-----------	------	------

1	150000.00	30.00	150000.00	36.00	35.31	5.00	信用	AAA
2	200000.00	40.00	200000.00	36.00	35.11	5.00	信用	AAA
3	150000.00	30.00	150000.00	36.00	35.57	5.00	信用	AAA

公司实现营业收入 1828.04 亿元，利润总

2. 借款人信用分析

(1) 公司概况

本交易 3 笔入池贷款借款人均为首钢总公司（以下简称“首钢”或“公司”），其前身是成立于 1919 年 9 月的石景山钢铁厂，1992 年 3 月经国家工商行政管理局核准更为现名。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 72.64 亿元。公司作为国有独资企业，其 100% 股权由北京国有资本经营管理中心持有；北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）作为北京国有资本经营管理中心国有独资出资人，是公司的实际控制人。

公司经营范围：工业、建筑、地质勘探、交通运输、对外贸易、邮电通讯、金融保险、科学研究和综合技术服务业、国内商业、公共饮食、物资供销、仓储、房地产、居民服务、咨询服务、租赁、农、林、牧、渔业（未经专项许可的项目除外）；授权经营管理国有资产、设计、制作电视广告、利用自有电视台发布广告、设计和制作印刷品广告、利用自有《首钢日报》发布广告等。

目前，公司下设生产部、计财部、资本运营部和规划发展部等职能部门。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 65 家主要的全资及控股子公司，其中北京首钢股份有限公司（股票代码：000959）在深圳证券交易所上市，首长国际企业有限公司（股票代码：0697）、首长四方集团有限公司（股票代码：0730）、首长科技集团有限公司（股票代码：0521）、首长宝佳集团有限公司（股票代码：0103）在香港联合交易所上市，并拥有南美洲秘鲁铁矿和澳大利亚吉布森山铁矿等海外企业。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 4138.65 亿元，所有者权益合计为 1134.77 亿元（其中少数股东权益 203.26 亿元）。2014 年，

额 4.36 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 4163.95 亿元，所有者权益合计为 1100.41 亿元（其中少数股东权益 132.84 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 342.52 亿元，利润总额-10.01 亿元。

(2) 行业经济环境

1) 行业概况

根据国际钢铁协会 2015 年 1 月 22 日发布的统计数据，2014 年全球粗钢产量达到 16.62 亿吨，同比增长 1.2%。分地区来看，作为全球钢产量相对较低的地区，中东地区同比增幅最高；欧盟 28 国、北美以及亚洲地区均保持小幅增长势头；而独联体、非洲和南美地区则出现下滑。2014 年，亚洲地区生产粗钢 11.32 亿吨，同比增长 1.4%。该地区占全球粗钢产量的比重为 68.1%，较上年的 68.0% 略有上升，其中中国粗钢产量达到 8.23 亿吨，同比略增 0.9%，在全球所占比重由上年的 49.7% 降至 49.5%。

从原材料情况看，钢铁生产主要原材料包括铁矿石、焦炭等。

a. 铁矿石

铁矿石费用占炼铁成本的比重较高，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

在中国铁矿石的主要来源构成中，国内矿和进口矿占比大致各占一半左右，其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区。

国内铁矿石

中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源

有两个特点，一是贫矿多，贫矿初储量约占总储量的 80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

据中国国土资源部最新统计，中国已探明铁矿石储藏量约为 593.90 亿吨，含铁量在 30.00%~35.00%，其中约 415 亿吨矿石为磁铁矿。

据中国钢铁工业协会统计，2012 年，受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降与 2011 年产量基本持平。2013 年中国铁矿石原矿产量为 14.36 亿吨，同比增长 8.12%，产量增长速度有所反弹。2014 年，受国内房地产、基建投资增速大幅下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降，2014 年铁矿石原矿产量 14.98 亿吨，同比增长 4.32%，增长率同比下降 3.80 个百分点。

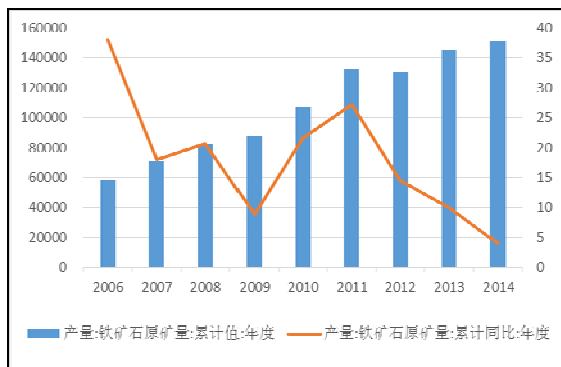


图2 中国铁矿石产量及增长率

资料来源：Wind 资讯

进口铁矿石

中国钢铁产能巨大，受制于国内铁矿资源质量和产能供应，中国对铁矿石资源的外需程度高。2012 年，中国进口铁矿石 7.45 亿吨，同比增长 8.51%。2013 年为 8.20 亿吨，同比增长 10.04%，增速逐年提升。2014 年，铁矿石进口量继续保持上升态势，全年进口量为 9.33 亿吨。考虑到决定中国铁矿石对外依存度高的关键因素并未出现实质转变，预计未来，中国对铁矿石资源的外需仍将保持在较高水平。

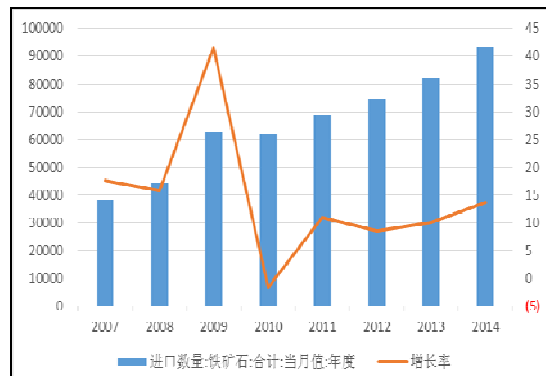


图3 中国铁矿石进口量及增长率

资料来源：Wind 资讯

近年来，钢铁行业整体景气度持续下行。2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年下半年以来，钢材价格延续了震荡走低的态势，铁矿石价格跌幅扩大，下跌幅度大于钢材价格。总体看，2014 年钢铁行业产能过剩现象持续，行业竞争仍然激烈，钢材价格承压下行，铁矿石价格较快下跌缓解了钢铁企业的成本压力。

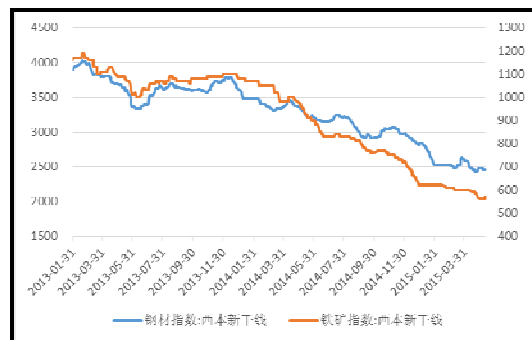


图4 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数

资料来源：www.mysteel.com

b. 焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，其中约 80% 左右的焦炭用于炼铁，20% 用于有色金属冶炼、化工等行业。焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。

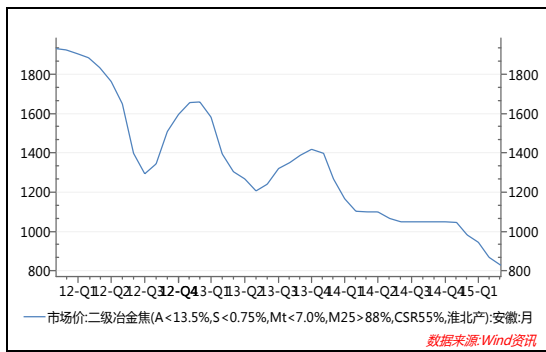


图5 淮北产二级冶金焦月均价

资料来源: Wind资讯

价格方面, 焦炭价格波动较大, 但总体呈下降趋势, 以淮北产二级冶金焦价格为例, 其市场价从2012年初的1900元/吨的水平下降至2014年底的1050元/吨。进入2015年, 焦炭价格保持下降趋势, 2015年5月均价为828元/吨, 同比下降24.73%。

下游需求

从下游需求情况看, 中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业, 其他重要的行业包括煤炭、造船、石油石化、集装箱和铁道等; 中国建筑用钢中, 城镇住宅约占 35%, 城镇非住宅(城市建设、商业地产)及其他建筑工程(铁路公路桥梁、工业设施、水电建设)分别占到建筑用钢的 41%和 21%。

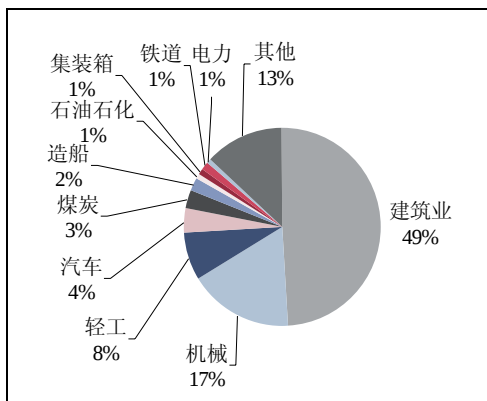


图6 钢材主要消费行业

资料来源: 中国钢铁工业协会

2012年以来, 中国粗钢表观消费量呈上升趋势, 但需求增速有所回落, 2014年中国粗钢表观消费量在 7.31 亿吨, 同比增长 0.80%。

建筑行业与固定资产投资密切相关, 2011年以来, 在国家宏观经济调控背景下, 固定资产投资增速持续放缓, 相应建筑业增速有所下降, 但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下, 建筑业增加值保持持续增长态势。2014 年全年全社会建筑业增加值 44725 亿元, 比上年增长 8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6913 亿元, 增长 13.7%, 其中国有及国有控股企业 1639 亿元, 增长 11.7%。

2012 年以来, 由于受外围经济持续疲软, 房地产调控基调从紧, 以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响, 全国固定资产投资增速持续放缓。2012 年全年固定资产投资(不含农户) 364835 亿元, 同比增长 20.6%, 增速较 2011 年下降 3 个百分点。2013 年全社会固定资产投资 447074 亿元, 比上年增长 19.3%, 扣除价格因素, 实际增长 18.9%。2014 年全年全社会固定资产投资 512761 亿元, 比上年增长 15.3%, 扣除价格因素, 实际增长 14.7%, 增速较 2013 年下降 4.2 个百分点。

总体看, 中国钢铁需短期内出现大幅增长的可能性较低。

竞争格局

从中国钢铁竞争格局看, 行业整合方面, 2011 年马钢股份、安阳钢铁集团、鞍钢集团等国有钢企均有进一步的重组动作, 民营钢企逐步成为重组的目标; 此外, 以河北 12 家民营钢企组建新武安钢铁集团为代表, 民营钢企间开始自发以抱团方式重组。

2014 年, 中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为 36.57%, 较 2013 年下降 2.83 个百分点, 钢铁行业集中度进一步下滑, 行业竞争进一步加剧。中国经济增速有所放缓, 钢铁行业产能过剩严重, 钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

表5 2014年中国钢铁企业粗钢产量排名

单位: 万吨/%

排名	名称	粗钢产量	增长率
1	河北钢铁集团	4709	2.76
2	宝钢集团有限公司	4335	6.25
3	武汉钢铁(集团)公司	3305	-15.92
4	江苏沙钢集团	3533	0.72
5	鞍钢集团公司	3435	1.96
6	首钢集团	3078	-2.37
7	山东钢铁集团有限公司	2334	2.38
8	马钢(集团)控股有限公司	1890	0.99
9	渤海钢铁集团	1849	-4.34
10	本钢集团有限公司	1626	-3.36
11	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1538	2.63
12	北京建龙重工集团有限公司	1526	6.72
13	河北新武安钢铁集团	1367	-7.71
14	方大钢铁集团有限公司	1364	3.64
15	日照钢铁控股集团有限公司	1140	-10.07
16	安阳钢铁集团公司	1088	5.46
17	包头钢铁(集团)有限责任公司	1072	0.28
18	太原钢铁(集团)有限公司	1072	7.35
19	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	1034	-7.36
20	河北纵横钢铁集团有限公司	1032	1.32

资料来源: 中国钢铁新闻网

注: 1、宝钢集团包括韶钢、宁钢和八一钢铁; 河北钢铁集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢和石钢等; 武钢集团包括柳钢; 山东钢铁集团包括济钢集团、莱钢集团和张店钢铁总厂; 鞍钢集团公司包括鞍钢、攀钢; 安钢集团包括安钢股份公司、信阳钢铁公司、凤宝特钢公司和新普钢铁公司; 本钢集团有限公司包含北营钢铁;

2、河北新武安钢铁集团为河北省武安市近 20 家民营钢铁企业于 2006 年 1 月成立的联合体; 渤海钢铁集团由天津钢管集团、天津天钢集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团于 2010 年整合重组成立;

3、渤海钢铁集团有限公司包括天津钢管集团股份有限公司(2014 年粗钢产量 202 万吨);

4、统计数据可能与企业公布数据有出入。

2) 行业关注

行业集中度

中国钢铁行业的分散程度较为严重, 总体规模小而且分散。近年来, 政策推动下, 中国钢铁行业重组整合力度有所加大。2013 年, 中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为 39.4%, 较 2012 年下降 6.5 个百分点, 钢铁行业集中度进一步下滑, 行业竞争进一步加剧, 主要是中钢协会员钢企控产量而其他非会员企业产量持续增长所致。

政策支持上, 2010 年《关于进一步加大节

能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》, 明确提出支持优势大型钢铁企业集团开展跨地区、跨所有制兼并重组, 鼓励各省、自治区、直辖市人民政府继续推动本地区钢铁企业的兼并重组; 并确定了到 2015 年, 国内排名前 10 位钢铁企业集团钢产量达到 60% 以上的工作目标。

联合资信认为, 中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高, 有望在提升生产企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定作用。

淘汰落后产能

近年来, 解决行业内大量落后产能存在, 配合钢铁行业集中度提升和整体竞争实力的增强, 国家出台了一系列的落后产能淘汰政策。2010 年, 政府配合节能减排政策加强了落后产能淘汰力度。《钢铁行业生产经营规范》的出台细化了落后产能淘汰条件, 并结合资源配置和信贷等手段加强约束。总体看, 近年落后产能淘汰政策力度不断增强, 有利与行业内小规模落后产能有望逐步推出市场竞争, 从而有利于行业整体集中度和整体竞争实力的提升。

根据《钢铁工业“十二五”发展规划》未来 5 年, 中国将淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉; 主要节能减排指标均有较大幅度的下降, 其中吨钢二氧化硫排放量较“十一五”期间累计降幅在 39% 以上。

联合资信认为, 落后产能的淘汰有利于企业降本增效, 亦有利于缓解钢铁行业产能持续扩张的压力。

钢材进出口

2009 年, 为适应钢铁行业整体需求不足以及严峻的出口形势, 国家有关部门适当提高了钢材产品的出口退税率, 在一定程度上缓解了钢材出口的严峻形势。2010 年 6 月 22 日, 财政部联合税务总局批准自 2010 年 7 月 15 日起取消部分钢材商品的出口退税。此次取消退税商品名单中基本覆盖了所有热轧卷板, 部分中厚板、冷轧卷和少量型材等 48 种钢材品种, 约

40%左右的出口钢材受到影响。此次为出口退税的取消直接削弱了中国钢企的出口成本优势，对加速落后产能的淘汰、控制钢铁产量起到了积极辅助作用。

2014年，受国内钢铁行业景气度下滑影响，中国累计进口钢材 1443.21 万吨，同比增长 2.50%；累计钢材出口 9378.20 万吨，同比增长 50.50%。2014 年中国累计净出口粗钢 8419.86 万吨，同比增长 65.59%。

3) 行业政策

2013 年 10 月 6 日，中国政府印发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（以下简称《指导意见》），对化解产能严重过剩矛盾工作进行了总体部署，重点提出化解钢铁等行业产能严重过剩矛盾。提出重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，充分发挥地方政府的积极性，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量 8000 万吨以上。《指导意见》强调，要按照尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治的总原则，着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张；着力发挥市场机制作用，完善配套政策，分别“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能。中国政府将对在建和已建成项目逐步展开清理。

2013 年 4 月 2 日，12 月 6 日，中国工业和信息化部（以下简称工信部）分两批公示了《钢铁行业规范条件》（以下简称《规范条件》）的 160 家钢铁企业名单。支持规范企业开展兼并重组、淘汰落后、技术改造、节能减排等结构调整工作。对于那些不符合《规范条件》的企业，工信部将会同有关部门综合运用差别电价、财政奖励、考核问责等经济手段、法律手段和必要的行政手段，差别化的产业治理手段将有助于在现有政策框架下加速过剩和落后产能的逐步退出，促进化解过剩产能的最终实现。

2013 年 9 月 12 日，中国国务院发布《大气污染防治行动计划》（以下简称《行动计划》），

《行动计划》确定了经过五年努力，使全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少；京津冀、长三角、珠三角等区域空气质量明显好转的目标。加快企业技术改造，提高科技创新能力。五是严格投资项目节能环保准入，提高准入门槛，优化产业空间布局，严格限制在生态脆弱或环境敏感地区建设“两高”行业项目。生态环境倒逼的环境治理政治任务重，行业环保门槛和监管执法力度将持续加强，环保门槛的提高对对环境治理压力的企业将意味着大量资金的投入，这将加重部分行业企业的资金压力，进一步促进落后产能的逐步退出。

2014 年，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部联合修编发布了《钢铁行业清洁生产评价指标体系》；7 月，环保部、发改委等 6 部委联合发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》。《施细则》内容十分丰富，这是近年来最详细、最严格的环保考核方案。按照《工业和信息化部关于下达 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》(工信部产业〔2014〕148 号)要求，各省、自治区、直辖市已将 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务分解落实到企业，并在当地政府部门门户网站公告了相关企业名单。2014 年，工信部发布了第三批符合《钢铁行业规范条件》的钢铁企业名单，至此，工业和信息化部历时三年分三批公告了 305 家规范企业名单，促进了钢铁行业规范经营和产能过剩矛盾化解。

联合资信认为，近年国家针对钢铁行业产能严重过剩情况，密集出台相关产业政策，特别是 2013 年以来随着环境治理等任务的并轨执行，过剩产能的治理手段和相应的政府执行力度有望得到强化，有助于行业整体产能的控制和落后、过剩产能的逐步退出，缓解行业产能过剩压力，但产能退出将是长期过程，短期内难以改善钢铁行业供求状况。

总体看，钢铁行业面产能过剩情况加剧，经济增速放缓和减产压力作用下，行业景气度

持续下降，钢材价格波动下行。行业企业经济难度加大。短期内，行业需求难以大幅增长，行业景气度的提升有赖于国家对过剩产能的有效治理和部分产能的有序推出。作为国民经济基础行业，未来中国经济转型和结构调整和城市化进程的推进均将促进钢铁行业需求的持续增长，对行业需求形成持续支撑。

(3) 公司经营现状

公司以钢铁生产和销售为主业，兼营矿产资源采选、建筑和房地产、海外事业等多种业务，其中钢铁业是公司的主要收入和利润来源。

2012~2014 年，公司营业收入呈下降趋势，年均降幅为 8.13%，2014 年公司实现营业收入 1828 亿元，同比下降 13.30%。分板块看，近年来受钢铁市场低迷，产品价格持续下行等因素的影响，钢铁业务收入逐年递减，2014 年为 1077 亿元，占营业收入的 58.92%；矿产资源业务是公司的第二大收入来源，近年来由于铁矿

石价格下降，矿产资源收入有所波动，但占比较为稳定，2014 年收入为 254 亿元，占营业收入的 13.89%；建筑与房地产业务和海外事业的收入规模相似且比较稳定，2014 年两项业务的收入分别为 172 亿元和 175 亿元，分别占营业收入 9.41%和 9.57%。

毛利率方面，2012~2014 年，钢铁行业景气度下降，但受益于铁矿石、煤炭等原料价格下降，公司综合毛利率有所提升，2014 年为 7.19%，同比提高 0.60 个百分点。其中，钢铁业务受产品价格低迷影响，毛利率水平仅在 4% 左右；矿产资源业的毛利率水平相对较高，但近年来受铁矿石价格下跌影响，毛利率也呈下降趋势；建筑与房地产业和海外事业的毛利率稳步增长。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 343 亿元，同比下降 28.51%，主要是钢铁业收入继续下降，以及矿产资源业收入有所减少所致；综合毛利率为 6.41%，同比基本持平。

表6 2012~2015年3月公司营业收入及毛利率情况 单位：亿元/%

产品	2012 年			2013 年			2014 年			15 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢铁业	1325	61.17	3.77	1268	60.14	4.18	1077	58.92	4.18	212	61.81	3.30
矿产资源业	290	13.39	15.17	296	14.04	14.19	254	13.89	11.81	55	16.03	10.91
建筑与房地产业	170	7.85	8.82	161	7.64	10.56	172	9.41	15.12	14	4.08	14.29
海外事业	172	7.94	9.30	177	8.39	7.91	175	9.57	9.14	39	11.37	10.26
其他	209	9.65	7.59	206	9.79	6.25	150	8.21	9.66	23	6.71	13.04
合计	2166	100.00	6.50	2108	100.00	6.59	1828	100.00	7.19	343	100.00	6.41

(4) 公司财务分析

1) 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经致同会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围变化情况看，2013 年公司减少合并子公司 11 家，新增合并子公司 22 家；2014 年公司减少合并子公司 11 家，新增合并子公司 23 家；2015 年一季度，公司合并范围较 2014 年底无变化，共有 65 家子公司纳入合并范围。

合并范围增减的子公司规模较小，对财务报表可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 4138.65 亿元，所有者权益 1134.77 亿元(包含少数股东权益 203.26 亿元)；2014 年公司实现营业总收入 1828.04 亿元，利润总额 4.36 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 4163.95 亿元，所有者权益 1100.41 亿元（包括少数股东权益 132.84 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 342.52 亿元，利润总额 -10.01 亿元。

2) 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 3.76%。截至 2014 年底，公司资产总额 4138.64 亿元，较 2013 年底增长 5.64%，其中，流动资产占 28.61%，非流动资产占 71.39%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产复合变动率为-2.05%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 1183.87 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

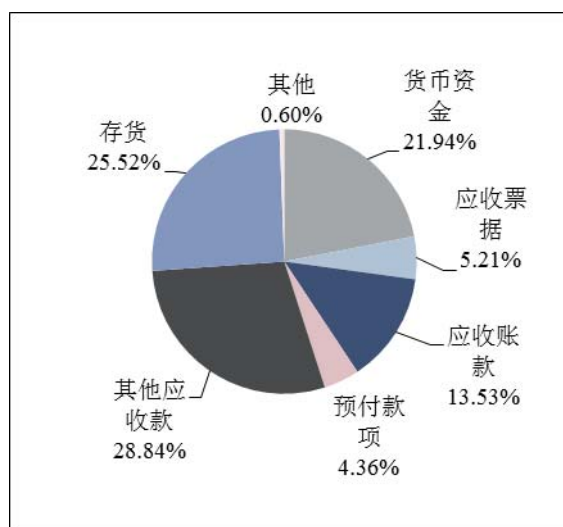


图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成情况

资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速下降，年均降幅为 17.05%。截至 2014 年底，公司货币资金 259.74 亿元，主要由银行存款（占 76.59%）和其他货币资金（占 23.39%）构成。公司其他货币资金主要为用于质押借款的美元存款、信用证以及承兑汇票保证金，其中受限资金 2.65 亿元，占货币资金的 1.02%，公司受限资金占比小。

2012~2014 年，公司应收票据大幅减少，年均下降 25.88%。公司应收票据主要为银行承兑汇票和少量商业承兑汇票。2013 年底应收票据较 2012 年底减少 47.47 亿元，主要原因一是钢材销量及销售价格下降影响承兑汇票收入的减少，二是为降低资金成本，公司改善销售收

款结构，增加现金收款比例。截至 2014 年底，公司应收票据为 61.71 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长率为 16.74%，主要是因为近年来经济形势下滑，钢铁行业不景气，导致应收账款增加。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 167.92 亿元，计提坏账准备金额 7.75 亿元，应收账款账面价值为 160.17 亿元。从账龄分析来看，1 年以内的应收账款占 63.88%，1~2 年的占 30.86%，2 年以上的占 5.26%。应收账款中，期末余额前五名占比为 41.14%，集中度较高。

2012~2014 年，公司预付款项年均减少 15.49%。截至 2014 年底，公司预付款项为 51.64 亿元，主要为预付的原材料款项和尚未结算的工程款项。从账龄分析来看，1 年以内的预付款项占 78.17%，1~2 年的占 11.27%，2 年以上的占 10.56%。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 21.68%，主要为往来款项增加所致。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 345.59 亿元，计提坏账准备 4.22 亿元，账面价值为 341.37 亿元。从账龄分析来看，1 年以内的其他应收款占 84.47%，1~2 年的占 13.60%，2 年以上的占 1.93%。其他应收款中，期末余额前五名占比为 6.28%，集中度非常分散。

2012~2014 年，公司存货规模波动下降，年均复合下降 1.51%。截至 2014 年底，公司存货为账面余额 304.41 亿元，跌价准备 2.24 亿元，计提比例 0.74%；2014 年底，存货账面价值为 302.17 亿元，同比减少 7.23%，主要为原材料大幅减少所致。公司存货主要包括库存商品 95.65 亿元，开发成本 53.07 亿元，在产品 43.97 亿元，开发产品 15.92 亿元，工程施工 11.15 亿元和原材料 10.44 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 6.39%，其构成主要以长期股权投资、固定资产、在建工程固定资产和在建工

程为主。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 2954.78 亿元，同比增长 8.04%，其中长期股权投资、固定资产和在建工程分别占 13.14%、57.15%和 17.70%。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产波动下跌，年复合变动率为-13.63%，截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 114.98 亿元，其中按公允价值计量的 75.25 亿元，按成本计量的 39.73 亿元。按公允价值计量的可供出售权益工具公允价值确认依据，除北京汽车股份有限公司股权外，为公开市场的股票交易价格。可供出售金融资产中 3.86 亿元用于担保。

2012~2014 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合变动率为 31.00%。截至 2014 年底，长期股权投资为 388.34 亿元，同比增长 83.16%，主要是因为公司将其控股子公司华夏银行按会计准则及北京市国资委要求，重分类至长期股权投资并采用权益法计量，增加长期股权投资 248.93 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产持续增加，年均复合增长 4.88%。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值为 2418.67 亿元，累计折旧合计 723.89 亿元，减值准备合计 6.22 亿元，固定资产账面价值为 1688.56 亿元，主要以土地资产（占 18.94%）、房屋及建筑物（占 20.87%）、和机械设备（占 57.65%）构成。

2012~2014 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 1.09%。截至 2014 年底，公司在建工程合计 522.88 亿元，同比下降 12.89%，主要是随着京唐钢铁项目一期工程、迁钢冷轧项目等工程进度的推进，部分在建工程转入固定资产所致。

表 7 截至 2014 年底公司主要在建工程情况

单位：亿元

项目	项目预算数	期末数
首钢京唐一期工程 ¹	677.31	131.64
厂区土地开发	108.00	96.25
迁钢冷轧项目 ²	134.31	63.22
通钢冷轧工程	42.09	53.48
贵钢搬迁项目	80.85	24.04

霍邱 300 万吨/年钢铁项目	99.12	19.95
伊钢 300 万吨钢改扩建项目	41.00	12.57
首黔 200 万吨焦化项目 ³	31.74	7.07
集资房、房改房、公租房项目	17.10	15.25
迁钢配套完善项目 ⁴	137.80	8.02
其他 ⁵	550.52	101.55
合计	1919.84	523.05

资料来源：审计报告

注：1、该项目 2014 年转固定资产金额为 65.90 亿元；

2、该项目 2014 年转固定资产金额为 35.00 亿元；

3、该项目 2014 年转固定资产金额为 0.14 亿元；

4、该项目 2014 年转固定资产金额为 0.19 亿元；

5、该项目 2014 年转固定资产金额为 199.65 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 4163.95 亿元，较 2014 年底变化不大，其中，流动资产 1174.19 亿元，占 28.20%，非流动资产 2989.75 亿元，占 71.80%，资产构成较 2014 年底基本保持稳定。

整体看，公司资产规模持续增长。流动资产中存货规模较大，随着钢铁及铁矿石等原材料的市场价格的波动性增强，公司存货面临一定跌价风险。非流动资产在公司项目投入增加的带动下呈现增长态势。总体来看，公司资产构成符合行业特点。

3) 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长3.03%，主要源自盈余公积和未分配利润的增加。截至2014年底，公司所有者权益为1134.77亿元(包含少数股东权益203.26亿元)。公司所有者权益主要由实收资本（占25.00%）、资本公积（占41.39%）、盈余公积（占7.15%）和未分配利润（占4.87%）构成。2012~2014年，公司实收资本逐年增加，分别为280.38亿元、282.68亿元和283.71亿元。其中2013年，根据北京市国资委《关于拨付2013年国有资本经营预算资金的通知》（京国资[2013]244号、[2013]249号、[2014]51号、[2014]61号），公司收到国有资本经营预算资金2.30亿元，增加国家资本金；2014年，根据北京市国资委《关于拨付2014年国有资本经营预算资金的通知》（京国资[2015]9号、[2015]121号、

[2015]91号)，公司收到国有资本经营预算资金1.03亿元，增加国家资本金。目前，公司注册资本为72.64亿元，与实收资本不一致主要由于公司尚未进行工商变更。2014年底公司盈余公积和未分配利润分别为81.16亿元和55.24亿元，同比分别增加13.92亿元和37.94亿元，主要为华夏银行股权转让长期股权投资核算，相应调增盈余公积和未分配利润所致。

截至2015年3月底，公司所有者权益为1100.41亿元，较2014年底减少34.35亿元。其中，其他权益工具40.00亿元，为当期发行的永续中票；未分配利润48.48亿元，较2014年底减少6.77亿元，主要为当期出现亏损所致；少数股东权益132.84亿元，较2014年底减少70.42亿元，主要为公司收购河北钢铁集团有限公司所持京唐公司股权所致。

总体看，公司所有者权益稳中实收资本和资本公积占比大，所有者权益定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债总额有所增长，年均复合增长4.03%。截至2014年底，公司负债总额为3003.88亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为63.70%和36.30%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长15.93%。截至2014年底，公司流动负债为1913.60亿元，主要以短期借款（占43.42%）、应付票据（占11.44%）和应付账款（占22.05%）构成。

2012~2014年，公司短期借款快速增加，年均复合增长15.01%。截至2014年底，公司短期借款为830.84亿元，其中质押借款占2.60%，抵押借款占1.18%，保证借款占30.29%，信用借款占65.93%，公司短期借款增长的原因主要是公司补充流动资金带动的借款增加。

2012~2014年，公司应付票据有所增长，年均复合增长5.27%。截至2014年底，公司应付票据218.95亿元，全部为银行承兑汇票，是公司业务的主要结算方式之一。

2012~2014年，公司应付账款有所增长，年均复合增长9.99%。截至2014年底，公司应付账款为421.95亿元，主要为应付的原燃料采购款、工程款。公司应付账款主要集中在一年以内，且应付对象较为分散。

2012~2014年，公司非流动负债有所下降，年均复合下降10.18%，主要系长期借款和应付债券减少所致。截至2014年底，公司非流动负债1090.27亿元，主要由公司长期借款（占65.18%）和应付债券（27.97%）构成。

2012~2014年，公司长期借款有所减少，年均复合下降9.16%。截至2014年底，公司长期借款为710.69亿元，主要为信用借款、质押借款和抵押借款。

2012~2014年，公司应付债券有所减少，年均复合下降14.78%。截至2014年底，公司应付债券305.00亿元，主要由公司所发行的企业债、中期票据和非公开定向融资工具等。有息债务方面，近年来，公司全部债务变化不大，截至2014年底，公司全部债务为2296.85亿元。从债务结构看，公司短期债务有所增长，长期债务逐年下降。截至2014年底，公司短期债务和长期债务分别占55.57%和44.43%。债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率和全部债务资本化比率变动不大，均值分别为72.57%和67.01%。但随着公司长期债务逐年降低，公司长期债务资本化比率呈下降趋势，三年均值为49.98%。2014年底，上述三项指标分别为72.58%、66.93%和47.35%。

截至2015年3月底，公司负债合计3063.53亿元，较2014年底增加59.66亿元，主要源自短期借款和应付债券的增加。其中，流动负债占63.58%，非流动负债占36.42%。截至2015年3月底，公司全部债务为2388.74亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.57%、68.46%和48.38%，较2014年底均有所上升。

总体看，近年来公司负债规模水平较高，债务规模变化不大，短期债务呈增长趋势，公

司债务负担较重。

4) 盈利能力

公司收入规模和整体盈利状况随行业景气度的波动而有所波动。

2012~2014 年，受钢材下游行业持续低迷，售价下降所致，公司营业收入规模不断减少，年均复合下降 8.13%。2014 年，公司实现营业收入 1828.03 亿，同比下降 13.30%。同时随销量下降及生产用料采购价格的下跌，公司营业成本逐年降低，2014 年为 1696.55 亿元，同比下降 13.86%，下降幅度大于营业收入的降幅，所以 2014 年公司营业利润率上升至 6.75%，较 2013 年增加 0.58 个百分点。

从期间费用看，2012~2014 年，公司期间费用逐年增长，占营业收入比重逐年上升，三年分别为 6.43%、6.90%和 8.91%。2014 年，公司期间费用 162.91 亿元，其中管理费用和财务费用占比较高，分别为 45.95%和 40.59%。总体看，期间费用控制仍有待改善。

2014 年公司资产减值损失为 5.04 亿元，同比增长 101.71%，主要由存货跌价损失（1.31 亿元）、坏账损失（1.05 亿元）和固定资产减值损失（2.14 亿元）构成。同期公司营业外收入为 14.35 亿元，主要由政府补助（6.55 亿元）和其他（6.54 亿元，主要为拆迁补偿收入、篮球经费收入）构成。

投资收益方面，2012~2014 年，公司投资收益快速增长，年复合增长率为 79.96%，投资收益主要来自于处置长期股权投资产生的投资收益和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益。2014 年，公司实现投资收益 42.30 亿元，同比大幅增长，主要体现在华夏银行 36.47 亿元等。

近三年，公司营业利润分别为 2.35 亿元、-1.17 亿元和-1.91 亿元，呈下滑状态，近两年主业亏损。但受益于不断取得政府补贴等营业外收入且营业外支出逐年降低，公司利润总额快速增长，分别为 0.14 亿元、2.12 亿元和 4.36 亿元。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司总资产收益率波动增长，净资产收益率受公司净利润一直亏损影响，呈负数状态。2014 年，公司总资产收益率为 2.11%，净资产收益率为 -0.76%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 342.52 亿元，占 2014 年全年的 18.74%；同期，公司利润总额延续亏损状态，为-10.01 亿元。2015 年一季度，公司营业利润率为 5.94%，较 2014 年下降 0.81 个百分点。

总体看，受下游需求增长乏力以及成本、费用压力较大影响，公司盈利能力在短期内难以恢复。从长期看，国内宏观经济走势、钢铁行业兼并重组进展等因素将影响公司的盈利能力。

5) 现金流分析

从经营活动来看，2012~2014 年，伴随着收入规模的下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金也呈逐年递减趋势，2014 年为 2102.03 亿元，同比下降 18.06%。2012~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 2602.14 亿元、2579.66 亿元和 2114.63 亿元。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2012~2014 年，公司经营活动现金流出分别为 2559.03 亿元、2531.87 亿元和 2072.51 亿元。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 43.11 亿元、47.79 亿元和 42.12 亿元。收入实现方面，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 119.69%、121.67%和 114.99%，公司收入实现质量高。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动有所减少。近三年，公司投资活动现金流入分别为 44.46 亿元、34.98 亿元和 21.70 亿元，主要是取得投资收益收到的现金；公司投资活动现金流出分别为 137.02 亿元、109.43 亿元和 77.07 亿元，呈逐年下降趋势，投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产等支出的现金和投资支出的现金；同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-92.56 亿元、-74.45

亿元和-55.37 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-49.45 亿元、-39.47 亿元和-33.67 亿元，公司经营活动现金流不能满足投资活动的需求，存在一定的对外融资压力。

从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入波动上升，分别为 1029.90 亿元、914.89 亿元和 1200.17 亿元，主要为取得借款收到的现金；同期，筹资活动现金流出分别为 955.79 亿元、961.89 亿元和 1227.86 亿元，逐年增加主要是因为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金增长所致。近三年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 74.11 亿元、-46.94 亿元和-27.69 亿元。

2015 年 1~3 月，公司实现经营性现金流量净额 9.22 亿元，现金收入比 134.97%；投资活动产生的现金流量净额为-58.19 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 45.28 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流量充沛，收入实现质量良好；近年来公司投资规模不断减少，但仍存在一定的对外筹资压力。

6) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率均逐年下降，2014 年底分别为 61.87%和 46.08%。2015 年 3 月底分别为 60.28%和 44.00%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 3.03%、2.89%和 2.20%。总体看，公司流动资产对流动负债的覆盖程度持续下降，2014 年公司经营活动现金净流量规模对短期债务覆盖程度显著下降，考虑到公司流动负债规模较大，公司短期偿付压力有所加重，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 126.30 亿元、142.73 亿元和 141.90 亿元。2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.59 倍、1.72 倍和 1.75 倍；公司全部债务/EBITDA 分别为 17.11 倍、15.30 倍和 16.19 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障程度有所提升。但短

期内钢铁行业景气度快速恢复可能性较小，公司整体盈利状况的改善仍面临较大挑战，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司及下属子公司对外担保余额为 293.18 亿元，担保比率为 25.84%。2014 年，公司本部担保对象均正常经营。公司担保对象及担保金额见表 7 所示。

表 8 截至 2014 年底公司对外担保情况 单位：亿元

担保单位	担保对象	金额
首钢总公司	国家电网公司	195.00
首钢总公司	北京市基础设施投资有限公司	50.00
首钢总公司	北京市顺义区国有资本经营管理中心	25.00
首钢总公司	山西焦煤集团有限责任公司	15.00
首钢长治钢铁有限公司	山西长沁煤焦有限公司	8.01
首钢贵阳特殊钢有限责任公司	贵阳耐火材料厂	0.12
首钢贵阳特殊钢有限责任公司	贵州省冶金建设公司	0.04
首钢贵阳特殊钢有限责任公司	贵州铝加工厂	0.01
合计		293.18

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 4039 亿元，其中已使用额度 2039 亿元，剩余未使用额度 2000 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司有 5 家上市子公司，分别为在深圳证券交易所上市的首钢股份（股票代码：000959），以及在香港证券交易所上市的首长国际企业有限公司（股票代码：0697）、首长四方集团有限公司（股票代码：0730）、首长科技集团有限公司（股票代码：0521）、首长宝佳集团有限公司（股票代码：0103），公司具有较好的直接融资渠道。

7) 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 3 月 20 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8) 抗风险能力

公司作为国有特大型钢铁企业，规模与竞

争优势突出，公司钢铁产业链完整、资源储备丰富，依托周边资源和现有钢铁产业链的延伸，非钢产业快速增长有效于分散单一行业的周期波动风险，并增强了整体抗风险能力。

基于对行业运行情况，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

三、交易结构分析

1. 信托账户

在信托设立日当日或之前，受托人将设立信托专用账户，用以记录信托财产的收支情况，并在信托账下设立两个子账，即“收益账”和“本金账”。收益账用于核算收入回收款，本金账用于核算本金回收款，各账户资金均来源于信托财产。

2. 现金流支付机制

现金流支付机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

“违约事件”是指：(a)回收款不能合法有效交付给受托人或未能对抗第三人对相关信托财产提出的权利主张；(b)受托人未能在本息兑付日后 3 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）足额支付优先档资产支持证券应付未付利息的；(c)交易文件的相关方（包括但不限于委托人、受托人、贷款服务机构、资金保管机构）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 个自然日内未能得到补正或改善；(d)受托人未能在法定到期日后 3 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）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持证券偿还本金的。

(1) “违约事件”发生前

根据交易结构安排，“违约事件”发生前，信托账户下资金区分为收益账项下资金、本金账项下资金，本金账资金收益账资金之间安排了交叉互补机制。收益账项下资金顺序分配税收及规费、信托发行相关费用、参与机构服务

报酬以及限额内费用、优先档证券利息、参与机构限额外费用后，余额转入本金账；本金账项下资金首先用于弥补收益账税费及规费、信托发行相关费用、参与机构服务报酬以及限额内费用、优先档证券利息和参与机构限额外费用缺口，然后支付优先档证券本金，最后剩余资金全部存留于本金账。详见附图 1 “违约事件”发生前的现金流。

(2) “违约事件”发生后

“违约事件”发生后，信托账户下资金不再区分收益账项下资金和本金账项下资金，而是将二者归并，并用于顺序分配税收及规费、信托发行相关费用、参与机构服务报酬和费用、优先档证券利息、优先档证券本金，剩余资金全部存留于本金账。详见附图 2 “违约事件”发生后的现金流。

3. 交易结构安排

本交易通过超额利差以及触发机制等交易结构安排实现信用及流动性提升。

(1) 超额利差

本交易资产池贷款组合的现行加权平均利率与相关参与机构服务费率以及优先档证券票面利率之间预计可能存在一定的利差。

违约事件发生前，超额利差通过直接对证券利息的偿付提供信用支持。违约事件发生后，信托收款账户不再区分收益账和本金账，二者将合并，在顺序偿付税费及规费、信托发行相关费用、机构费用和服务报酬后，直接用于证券利息和本金的偿付，实现超额利差对优先档证券的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了“违约事件”的触发机制。事件一旦触发将引致现金流支付机制的重新安排。本交易中，触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，并提供了一定程度的信用支持。

（3） 清仓回购安排

本交易安排了清仓回购条款。在满足以下两个条件时，委托人可以选择清仓回购：（a）信托资产的未偿本金余额总和降至初始起算日资产池余额的 10%或以下，且（b）截止回购起算日二十四时剩余信托财产的市场价值不少于受托人发出《清仓回购通知书》的当个信托利益核算期届满后第一个本息兑付日应付的全部资产支持证券的未偿本金余额、已产生但未支付的资产支持证券的利息和信托应付的税收和费用之和。

4. 交易结构风险分析

（1） 抵销风险

抵销风险是指入池贷款的借款人行使可抵销债务权利，从而使贷款组合本息回收出现风险。

本交易约定，如果借款人行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则发起机构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。上述安排将债务人行使抵销权的风险转化为发起机构国家开发银行的违约风险。

国家开发银行经营状况良好，财务状况稳健，风险管理水平很高，联合资信认为即使借款人行使抵销权，发起人国家开发银行也应能及时足额交付相应的抵销金额，抵销风险很小。

（2） 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。具体指贷款服务机构经办分行在收到信贷资产所产生的回收款后的当日、最迟不超过第 2 日（如该日不是工作日，则应顺延至该日后的第一个工作日）。作为贷款服务机构，国家开发银行良好的经营能力、稳健的财务状况以及极高的信用等级能有效缓释混同风险。

（3） 提前偿还和拖欠风险

本交易入池贷款仅有三笔，都为一次性到期还本，且三笔贷款均集中在证券存续末期偿还。因此，正常情况下，本交易在证券存续期间除最后一个信托利益核算期间外的其他信托利益核算期间均无本金回收款流入，因而无法由本金账向收益账划付资金来降低违约事件发生前优先档证券利息无法足额支付的风险。另外，入池贷款借款人的拖欠行为有可能导致流动性风险。在评级过程中，联合资信考虑到本交易入池贷款借款人为首钢总公司，其具备 AAA 的主体信用等级，并且作为国有特大型钢铁企业和京冀协同发展的重要载体，公司得到地方政府以及金融机构的大力支持，具有极强的偿债能力。联合资信认为首钢总公司发生拖欠或违约的可能性极低。

由于本交易入池贷款均集中在证券存续末期偿还，且根据交易安排，在违约事件发生前剩余资金全部留存于本金账，不会过手摊还优先档证券本金。因此，入池贷款的提前偿还在一定程度上会影响到超额利差的大小，从而影响优先档证券的利息偿付，联合资信将对此持续关注，若因利差下降对优先档资产支持证券的信用等级产生影响，我们将及时进行调整。

（4） 利率风险

本交易入池资产加权平均贷款利率为 5.00%，利率水平较低。资产池较低的利率水平可能会导致与证券发行利率之间的超额利差较小，优先档资产支持证券可能面临一定的流动性风险和信用风险。

同时，根据借款合同，本交易入池贷款利率为浮动利率，利率基准为人民银行公布 1 至

3 年期贷款利率，浮动利率按照央行同期贷款基准利率浮动，调息频率随时调整。本交易优先档证券采用浮动利率，票面利率等于基准利率加上利差之和，基准利率为央行一年期贷款利率，调整日为在人民银行调整一年期贷款基准利率生效日。本交易入池贷款利率类型和优先档证券利率的基准利率类型有所不同，且根据交易安排，入池贷款的结息日为每年 3 月 20 日、6 月 20 日、9 月 20 日和 12 月 20 日，贷款的计息期间和证券的计息期间存在一段时间差，因此存在一定的利率风险。联合资信通过压力测试测算了当前市场环境可能出现的各种票面利率情景下超额利差提供的信用支持，测算结果表明优先档证券存在一定的利率风险。

（5）再投资风险

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

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准。合格投资仅限于以人民币计价和结算的与合格实体进行的金融机构同业存款方式存放于联合资信评级达到 AA⁻及以上的银行业金融机构。合格投资中相当于当期分配所需的部分应最迟不晚于相应本息兑付日前第 2 个工作日到期，且不必就提前提取支付任何罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信对信贷资产证券化产品的定量分析包括资产池信用分析和现金流分析两部分，其中资产池信用分析考量了资产池组合信用风险，而现金流分析主要包括压力测试和返回检验，用以确定相应评级档次资产支持证券压力情景下证券的兑付状况。

联合资信根据相关交易文件所反映的交易结构安排，对入池贷款现金流入及信托财产的分配进行了分析。联合资信认为，按照交易文件设定的交易结构安排、信托财产应当承担的

税费、贷款服务机构报酬、受托机构报酬、相关的费用支出、入池贷款的利率水平和优先档证券预期的发行利率进行测算，在首钢总公司按照贷款合同要求，按时足额偿付本息的情况下，优先档证券的本息可以得到按时足额偿付。

首钢总公司具备 AAA 的主体信用等级，并且作为国有特大型钢铁企业和京冀协同发展的重要载体，公司得到地方政府以及金融机构的大力支持，具有极强的偿债能力。联合资信认为首钢总公司发生拖欠或违约的可能性极低。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/贷款服务机构

本交易的委托人/发起机构/贷款服务机构是国家开发银行。作为发起机构，国家开发银行的公司治理、内部控制、贷款发放政策和风险管理关涉其贷款发起模式和审贷标准，并进而影响到证券化交易贷款组合的信用质量。作为贷款服务机构，国家开发银行的资本实力、内控及风险管理能力和财务状况会影响到贷款服务机构对本期证券化交易的承诺和保证的履

约能力，进而影响其贷款服务能力，从而对本交易资产池贷款组合的信用表现产生影响。

国家开发银行成立于 1994 年，是由国务院批准设立的国有政策性金融机构，初始注册资本 500 亿元，由财政部拨付。2007 年 12 月 31 日，国家开发银行获得中央汇金投资有限责任公司 200 亿美元的注资；2008 年 12 月，国家开发银行整体改制为国家开发银行股份有限公司；2011 年，全国社会保障基金理事会入股国

家开发银行。截至 2014 年末，国家开发银行股东持股情况如表 17 所示。

表 9 国家开发银行股权结构 单位：%

股东名称	持股比例
财政部	50.18
中央汇金投资有限责任公司	47.63
全国社会保障基金理事会	2.19
合 计	100.00

国家开发银行按照建立现代金融企业制度的要求，持续完善股东大会、董事会、监事会、高级管理层“三会一层”的运行机制，建立了较为有效的国有全资银行的公司治理架构。

在内部控制方面，国家开发银行董事会负责制定内部控制制度，并监督制度的执行情况；董事会下设审计委员会，负责检查、监督和评价内部审计工作；稽核评价局负责内审工作的具体组织和实施，向董事会负责并报告工作。国家开发银行按照公司治理要求，有效履行内审职责，加大对重点领域、重点行业及重大项目的审计监督，开展本外币信贷、资金交易、分支机构损益、重要信息系统投产变更等多个领域的审计工作；加强对股权管理和控股子公司的审计监督；完成资金、投资、信息系统等 9 条业务线内部控制评价；开展国际业务、中低收入住房、分支机构信用风险管理等专题审计调查；开展领导干部任期经济责任审计，公开受理社会举报；开展审计整改“回头看”检查，督促加强整改，落实审计意见；以此保障国家开发银行的合规运营和稳健发展。国家开发银行的内部控制机制运行良好。

在贷款发放政策方面，国家开发银行贯彻国家宏观调控政策，发挥中长期投融资优势，把握信贷投放总量、投向和进度，支持国家重点领域和薄弱环节发展，保障重点领域和重大项目融资需求。贷款投向方面，国家开发银行本着支持“两基一支”建设的方针，继续支持煤电油运、农林水、通讯和公共基础设施等重点领域，重点保障了高速公路、铁路、城市轨道交通、小城镇建设、大型机场扩建、煤矿企

业兼并重组、新能源发电等一大批国家重点项目建设。民生领域也是国家开发银行支持的重点领域，国家开发银行积极与有关部委和地方政府合作，创新融资模式，引导社会力量共同支持住房、医疗卫生、就业、教育、农业和新农村建设等民生领域发展。

在风险管理方面，国家开发银行坚持“服务战略、管控风险、合理盈利”的经营理念，完善全面风险管理体系，建立重点风险管控客户名单机制，编制全行风险管理规划，建立同业可比、具有自身特色的全面风险管理体系发展路径，有效提升全行风险管理能力和服务水平。通过制度建设，国家开发银行将风险管理流程融入具体业务操作体系，实现了风险管理在业务和机构层面的全覆盖；国家开发银行持续完善风险数据和 IT 系统建设，风险管理平台和 13 个风险管理子系统上线，形成了覆盖信用、市场、操作和合规风险，贯穿风险识别、计量、监控预警与报告的风险管理系统群，实现了系统集成和数据集中，为风险管理工作提供了有力支撑。

截至 2014 年末，国家开发银行资产合计 103170.30 亿元，所有者权益 6808.40 亿元；不良贷款率 0.65%，贷款拨备率 3.43%；资本充足率 11.88%，核心资本充足率 7.71%。2014 年，国家开发银行实现营业收入 2245.75 亿元，净利润 976.83 亿元。

从证券化经验来看，国家开发银行已多次发起信贷资产证券化产品，并担任贷款服务机构，证券化经验较为丰富。

总体来看，作为本交易的发起机构和贷款服务机构，国家开发银行内部管理水平很高，尽职能力很强，证券化经验丰富，将有效保障入池贷款组合的信用表现并为本交易提供良好的相关服务。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是中国农业银行股

份有限公司（以下简称“农业银行”）。农业银行系由国务院于 1979 年批准成立的国有独资商业银行，2009 年 1 月改制为股份有限公司。2010 年 7 月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。截至 2015 年 6 月 30 日，农业银行股本总额为 3247.94 亿元，其最大股东为中央汇金公司，持股比例为 40.03%。

截至 2015 年 6 月末，农业银行资产总额 174595.54 亿元，其中发放贷款和垫款净额 83461.56 亿元；负债总额 163375.12 亿元，其中客户存款余额 134062.92 亿元；股东权益合计 11220.42 亿元；不良贷款率 1.83%；拨备覆盖率 238.99%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 12.95%，一级资本充足率 10.02%，核心一级资本充足率 9.30%。2015 年上半年，农业银行实现营业收入 2741.47 亿元，净利润 1045.64 亿元。

近年来，农业银行持续加强全面风险管理，将表内与表外、境内与境外、母子公司各类风险管理全部纳入风险管理范畴，进一步完善全面风险管理框架；持续优化风险管理政策制度体系，修订了风险考核评价办法和风险管理委员会工作规则；持续优化调整二级分行和支行风险管理组织架构，对支行各类风险实现集中管控，董事会、高级管理层、总行职能部门和业务经营部门组成的风险管理组织架构日趋完善。

考虑到农业银行良好的公司治理架构，较为完善的内控体系和较强的全面风险管理水平

和强大的业务经营能力和极高的信用等级，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3. 受托机构/发行人

本期交易的受托人以及发行人是中信信托有限公司（以下简称“中信信托”）。中信信托成立于 1988 年 3 月，并于 2002 年 9 月经中国人民银行批准重新登记。目前中信信托注册资本金 100 亿元人民币（其中外汇 2300 万美元），其中中国中信有限公司持股 80%，中信兴业投资集团有限公司持股 20%。

截至 2014 年年末，中信信托资产总额 208.80 亿元，所有者权益 182.54 亿元，信托业务资产 9020.74 亿元。2014 年，中信信托实现营业收入 56.60 亿元，利润总额 35.77 亿元，净利润 28.12 亿元。

中信信托自 2002 年重新登记以来，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，加强风险控制，在规范经营方面取得了一定的发展。中信信托已经基本建立了一套完整的公司治理结构、内部控制体系、风险管理架构以及制度体系，能够较为有效地防范各种风险。

中信信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验，在证券化资产托管方面积累了丰富的经验，有助于本期产品的顺利发行。

总体来看，中信信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的风险内控制度，本期交易因受托机构履职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律及其他要素分析

目前，国内已发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》以及《信贷资产证券化会计处理规定》、《财政部、国家税务总局关于资产证券化有关税收政策问题的通知》等一系列有关资产证券化的法规与规范，其中对特殊目的信

托的设立、将信贷资产由发起机构处转移至特殊目的信托以及该信贷资产转移可以合法有效对抗借款人及第三方等，均有相应的规范。

联合资信收到的法律意见书表明：本信托的相关当事方具备从事信贷资产证券化活动的主体资格；交易结构符合相关法律、行政法

规及规范性文件的规定；拟证券化的信贷资产为国家开发银行合法所有的债权资产，可以作为本项目信托财产，且信贷资产的发放符合中国法律的各项要求；交易文件在约定的生效条件全部满足后，交易文件构成各方合法的、有效的和有约束力的义务；除相关监管部门及本法律意见书之假设所述的有关事项外，委托人和受托人就签署、交付和履行其作为一方的交易文件，无需取得任何政府机构的批准、许可、授权、核准或同意；信托一经生效，委托人对贷款债权的转让即在委托人和受托人之间发生法律效力；国家开发银行转让贷款债权，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；信托设立后，若国家开发银行和受托人分别对同一借款人享有债权，当借款人偿还的款项不足以完全清偿其到期应付款项，且无法识别偿付款项的归属时，则将借款人的还款按照对国家开发银行和受托人的应付金额的比例来分配；信托财产与委托人和受托人未设立信托的其他财产相区别，委托人或受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，信托财产均不属于其清算财产（委托人为信托的唯一受益人时权除外）；资产支持证券既不是委托人的负债，也不是受托人的

负债，受托人以信托财产为限向资产支持证券持有人承担支付信托利益的义务。

会计意见书表明：国家开发银行无需在合并财务报表中对特殊目的信托予以合并，国家开发银行已将所转移金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬转移，因此应当终止确认所转移金融资产。

税务意见书表明：国家开发银行转让其信贷资产的行为不征收营业税；本次交易信托财产取得的贷款利息收入全额征收营业税；相关服务机构取得的服务报酬应按现行营业税的政策规定缴纳营业税，为证券化交易提供服务的机构提供增值税应税劳务而取得的服务费收入应缴纳增值税，不再缴纳营业税；投资者买卖信贷资产支持证券取得的以卖出价减去买入价计算的差价收入应缴纳营业税；企业所得税仍按现行企业所得税政策规定征收；印花税在全部环节暂免征收。

本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单信贷资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

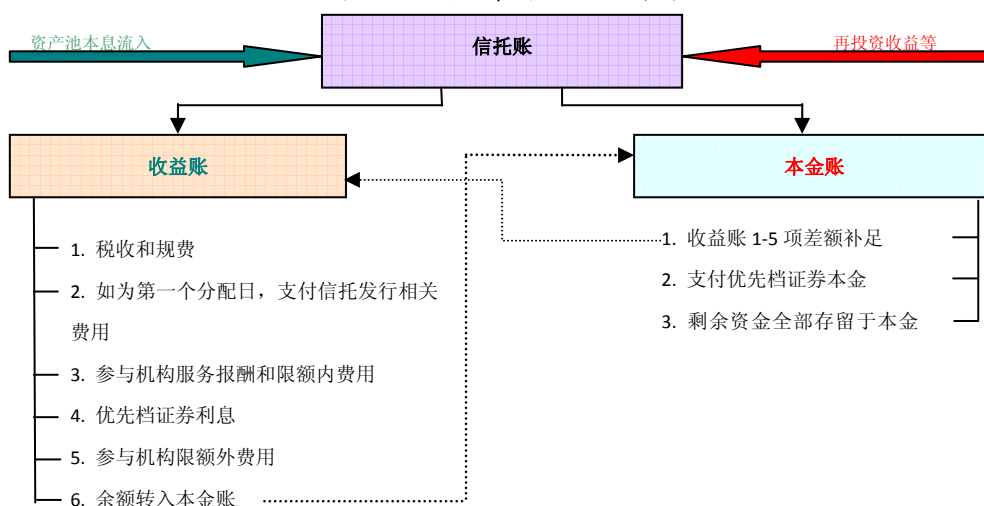
七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了综合考量，并在对资产池进行信用分析和交易结构现金流分析的基础上确定“2015年第八期开元信贷资产证券化信托”的评级结果为：优先档资产支持证券的信用等级为AAA。

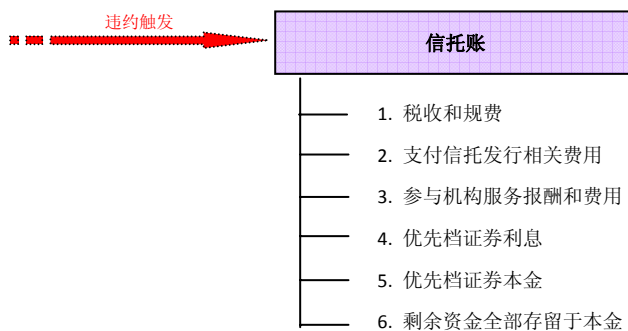
上述优先档资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 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：

等 级		含 义
投资级	AAA	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A	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	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB	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	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	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托 资产支持证券跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券优先档证券的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券信用状况的重大变动事项等内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券信用状况产生较大影响的突发事件，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对 2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月十二日

