

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 2018 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在受托机构和贷款服务机构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
二零一八年七月二十七日



信用等级公告

联合[2018] 2152 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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”项下优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告。



2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券 2018 年跟踪评级报告

评级结果

证券名称	本次跟踪评级			上次跟踪评级		
	金额 (万元)	占比 (%)	评级结果	金额 (万元)	占比 (%)	评级结果
优先档	500000.00	100.00	AAA _{sf}	500000.00	100.00	AAA _{sf}
合计	500000.00	100.00	—	500000.00	100.00	—

跟踪评级基准日：

信托财产初始起算日：2015 年 9 月 22 日

证券发行日：2015 年 11 月 3 日

信托设立日：2015 年 11 月 18 日

证券法定到期日：2020 年 9 月 18 日

跟踪期间：2017 年 4 月 13 日~2018 年 4 月 12 日

资产池跟踪基准日：2018 年 3 月 31 日（跟踪期内最后一收款期间截止日）

证券跟踪基准日：2018 年 4 月 12 日（跟踪期内最后一证券支付日）

跟踪评级报告日：

2018 年 7 月 27 日

分析师

王笛 董聪 刘畅

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“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”交易项下借款人首钢集团有限公司（原名首钢总公司）的主体长期信用等级情况、证券兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构的信用状况和履职情况进行持续的关注，根据跟踪期内的贷款服务机构报告、受托机构报告以及借款人的公开披露信息等信息，经过分析，联合资信认为，跟踪期内本交易的借款人信用状况稳定，参与机构履职情况良好，确定维持优先档资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 本次跟踪期内资产池表现良好，资产池内唯一借款人影子评级保持 AAA_s¹。
2. 截至跟踪基准日，资产池累计实现超额利差 3973.21 万元，资产支持证券获得的信用保护有所增强。
3. 本次跟踪期内，未发生“加速清偿事件”、“违约事件”、“贷款服务机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体信用表现良好。

关注

1. 本交易三笔入池贷款还本方式均为到期一次性还本，还本日期集中在 2018 年 8 月和 9 月，借款人到期还本压力较大。
2. 全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到借款人的信用表现。

¹联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子评级，详见附件 2，下同。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由贷款服务机构国家开发银行和受托机构中信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司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国家开发银行/中信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与国家开发银行/中信信托有限责任公司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，未因国家开发银行/中信信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪结果自本报告出具之日起至“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到期兑付日有效，根据后续跟踪评级的结论，在有效期内优先档资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

本交易采用特殊目的信托载体机制，发起机构国家开发银行于信托设立日将包含首钢集团有限公司（以下简称“公司”）1户3笔、未偿本金余额 500000.00 万元的公司贷款作为信托财产交付予受托机构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”，中信信托以此信托财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该证券取得本信托项下相应的信托受益权。

益权。

本交易发行优先档资产支持证券，该证券按季支付利息，且于预期到期日一次性还本。

优先档资产支持证券采用浮动利率，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为5bp。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。

二、证券兑付及信用增级

根据受托机构报告和贷款服务机构报告，本次跟踪期内，优先档证券的利息均得到及时足额偿付。截至本次证券跟踪基准日，本交易

尚未兑付优先档证券本金，证券的兑付及存续情况参见表 1。

表 1 资产支持证券情况

单位:万元/%

资产支持证券	本次证券跟踪基准日 (2018-4-12)			上一证券跟踪基准日 (2017-4-12)			信托设立日 (2015-11-18)		
	金额	占比	执行利率	金额	占比	执行利率	金额	占比	发行利率
优先档	500000.00	100.00	4.40	500000.00	100.00	4.40	500000.00	100.00	4.40
合计	500000.00	100.00	—	500000.00	100.00	—	500000.00	100.00	—

截至本次证券跟踪基准日，交易产生的超额利差累计达到 3973.21 万元，证券获得的信

用保护有所增强，参见表 2。

表 2 超额利差水平

单位:万元

	收款期间 1-6	收款期间 7		收款期间 8		收款期间 9		收款期间 10	
	2015-9-22 至 2017-3-31	2017-4-1 至 2017-6-30		2017-7-1 至 2017-9-30		2017-10-1 至 2017-12-31		2018-1-1 至 2018-3-31	
	累计	当期	累计	当期	累计	当期	累计	当期	累计
超额利差水平	3095.56	227.16	3322.73	186.41	3509.14	125.56	3634.70	338.51	3973.21
补偿违约本金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	3095.56	227.16	3322.73	186.41	3509.14	125.56	3634.70	338.51	3973.21

三、资产池表现

截至本次资产池跟踪基准日，资产池未偿本金余额为 500000.00 万元，与上一资产池跟踪基准日资产池未偿本金余额相同；借款人户数和贷款笔数分别为 1 户和 3 笔；加权平均贷款剩余期限为 5.03 个月；单笔贷款最长剩余期

限减少至 5.29 个月；加权平均现行贷款利率保持不变为 4.75%；加权平均影子评级与上一资产池跟踪基准日相同，为 AAA_S，资产池对比情况见表 3。

表 3 资产池概况

	本次资产池跟踪基准日 (2018-3-31)	上一资产池跟踪基准日 (2017-3-31)	初始起算日 (2015-9-22)
资产池未偿本金余额	500000.00 万元	500000.00 万元	500000.00 万元
借款人户数	1 户	1 户	1 户
贷款笔数	3 笔	3 笔	3 笔
单笔/单户贷款最大未偿本金余额	200000 万元/500000 万元	200000 万元/500000 万元	200000 万元/500000 万元
加权平均现行贷款利率	4.75%	4.75%	5%
加权平均贷款剩余期限	5.03 个月	17.00 个月	35.31 个月
单笔贷款最短/最长剩余期限	4.83 个月/5.29 个月	16.80 个月/17.23 个月	35.11 个月/35.57 个月
借款人影子评级	AAA _S	AAA _S	AAA _S

截至本次资产池跟踪基准日，资产池中的 3 笔贷款全部为正常类，影子评级为 AAA_S，

贷款具体情况参见表 4。

表 4 本次跟踪期入池贷款基本情况

单位:万元/月/%

序号	未偿本金余额	未偿本金占比	初始贷款金额	初始贷款期限	剩余期限	现行贷款利率	担保性质	影子评级
1	150000.00	30.00	150000.00	36.00	5.03	4.75	信用	AAA _S
2	200000.00	40.00	200000.00	36.00	4.83	4.75	信用	AAA _S
3	150000.00	30.00	150000.00	36.00	5.29	4.75	信用	AAA _S

根据受托机构报告和贷款服务机构报告所提供信息，本次跟踪期内未发生贷款本金

和利息逾期或违约的情况，四个收款期间均未发生提前偿还。

四、借款人信用分析

1. 行业分析

2017 年，中国钢铁行业延续了 2016 年以来持续回暖的趋势，在“去产能持续推进”、“清理地条钢”和“环保督查”等因素的综合影响下，钢铁行业供给侧结构性改革成效显著，钢铁行业景气度进一步回升。

产量方面，根据国家统计局数据，2017

年，中国粗钢累计产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.70%；钢材累计产量为 10.48 亿吨，同比增长 0.8%，增速同比回落 1.5 个百分点。

2017 年《政府工作报告》中提出在去年已经压缩 6500 万吨钢铁产能的基础上要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，目前已超额完成目标。在不到两年时间内，中国已累计压减

钢铁产能超过 1.15 亿吨，李克强总理署名文章《开放经济造福世界》明确了，计划在 3 至 5 年内，钢铁产能压减 1.4 亿吨的目标，以 1.4 亿吨测算，至少已经完成了去产能目标的 82.14%。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，这带来了钢铁行业经营情况的全面好转。

整体来看，2018 年及后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2018 年将压减钢铁产能 600 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

2018 年 1 月 8 日，工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。置换比例方面，对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由“等量置换”调整为“减量置换”。置换范围方面，只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备，就须实施产能置换，简言之，即“建设炉子、就须置换”。产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

钢铁行业集中度方面，《钢铁工业“十二五”发展规划》曾提出，到“十二五”末，前 10 家钢铁企业产业集中度要提高到 60% 的目标。但“十二五”期间中国前 10 家钢铁企业产业集中度不升反降，由 2010 年的 49% 下降至 2015 年的 34%。因此，《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》再次明确了“十三五”期间，前 10 家钢铁企业产业集中度提高到 60% 的目标。截至 2016 年底，CR10 为 35.9%，同比增加 1.7%，CR4 上升为 21.7%，同比增加 3.1%，主要受 2016 年宝武合并所致。中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，有望在提升企业整体竞争水平、降低生产成本等方面起到一定积极作用。

从规模上看，钢铁行业具有典型的规模

经济特征，规模较大的企业在现有市场的竞争中往往占据一定的优势。从所有制形式来看，国有企业规模大、产品结构丰富，技术水平高，市场占有率高，在市场竞争中处于有利地位；民营企业不但面临行业节能减排、淘汰落后产能的压力，还要在激烈的市场环境中求生存，整体面临的竞争更为激烈。从经营效益来看，民营企业因机制灵活、成本控制能力强、企业负担小，整体上效益比国有企业好。从产品来看，大型企业追求规模化，主要生产需求大、技术难度高、利润高的产品，中小型企业更多瞄准需求不大的细分市场。

2. 经营分析

公司以钢铁生产和销售为主业，兼营矿产资源采选、城市基础设施建设、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。

2015~2017 年，公司营业总收入波动增长，年均增幅为 16.94%，2017 年公司营业收入大幅增长，实现营业总收入 1849 亿元，同比增长 37.06%。分板块看，2017 年钢铁行业持续回暖，公司实现钢铁业务收入 1065 亿元，较上一年大幅增长 63.59%，占营业总收入的 57.60%；矿产资源业务是公司的第二大收入来源，2017 年受铁矿石产品价格上升因素影响，公司实现矿产资源业务收入 326 亿元，同比增长 28.85%，占营业总收入的 17.63%；城市基础设施业务 2017 年收入规模稳定增加，为 179 亿元，同比增长 5.92%，占营业总收入的 9.68%。

毛利率方面，2017 年钢材和铁矿石价格大幅上涨，公司毛利润出现大幅提升，实现 197 亿，同比上涨 41.73%，毛利率上涨至 10.65%。其中，钢铁业务毛利率大幅上涨至 11.64%；矿产资源业务毛利率略有上涨至 8.28%；城市基础设施业务毛利率下降至 13.97%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 500

亿元，同比上涨 19.29%，主要是受钢铁价格持续上涨所致；综合毛利率为 9.80%，同比提升 2.25 个百分点。

3. 财务分析

公司提供的 2015~2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共有 99 家，其中全资子公司 50 家。公司主要参股公司为 22 家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 5011.43 亿元，所有者权益合计为 1363.82 亿元（其中少数股东权益 173.63 亿元）。2017 年，公司实现营业总收入 1857.85 亿元，净利润 6.67 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 4938.98 亿元，所有者权益合计为 1354.69 亿元（其中少数股东权益 162.74 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 500.20 亿元，净利润 3.10 亿元。

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。

2015~2017 年，受钢材下游行业从低迷状态逐步回暖所致，公司营业总收入规模波动上涨，年均增幅为 16.94%。2017 年，受钢铁行业快速升温的影响，公司实现营业总收入 1849 亿元，同比大幅增长 37.06%。在经历了 2014~2016 年的亏损之后，2017 年公司净利润首次扭亏为盈，为 6.67 亿。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用逐年增加，三年分别为 138.59 亿元、162.93 亿元和 208.84 亿元，占营业总收入比重波动变化，三年分别为 10.25%、12.08%和 11.29%。公司期间费用里财务费用和管理费用占比较高，2017 年分别为 45.34%和 42.29%。总体看，期间费用控制仍有待改善。

2017 年公司资产减值损失为 8.54 亿元，同比增长 6.76%，主要由坏账损失和存货跌价

损失构成。

投资收益方面，2015~2017 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长率 16.89%，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。2017 年，公司投资收益 51.43 亿元，同比上涨 7.01%，主要系长期股权投资产生的投资收益增加所致。

近三年，公司营业利润分别为-37.47 亿元、8.73 亿元和 29.03 亿元，营业利润大幅增加。同期，公司营业外收支净额波动变化，三年分别为 17.49 亿元、-3.68 亿元和-8.86 亿元。2015~2017 年，公司净利润扭亏为盈，-29.13 亿元、-12.47 亿元和 6.67 亿元。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司净资产收益率分别为-2.43%、-1.03%和 0.49%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 500.20 亿元，同比上升 19.29%；净利润为 3.11 亿元。

4. 总结

钢铁行业是国民经济支柱产业，其发展一直得到中国政府的高度重视和国家产业政策的支持。公司作为国有特大型钢铁企业，在规模优势与技术装备、完整产业链体系和资源储备等方面具有综合优势。2013 年以来，由于钢铁行业持续低迷，主要产品价格不断下跌，同时公司正处于调整转型期，兼并重组的整合效应未能充分发挥，公司整体盈利能力较弱。但是，作为国有特大型钢铁企业和京津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；随着钢铁行业景气度逐步回升，公司盈利能力大幅增强并有望回稳。

综合考虑，公司主体长期信用风险极低。

五、参与机构表现

本次跟踪期内，发起机构/贷款服务机构国家开发银行信用状况良好，贷款服务能力保持稳定。资金保管机构中国农业银行股份有限公司履职能力良好，经营状况良好，信用状况稳定。受托机构中信信托有限责任公司财务状况良好，履职能力稳定。

本次跟踪期内，未发生“加速清偿事件”、“违约事件”、“贷款服务机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体信用表现良好。

六、结论

联合资信对“2015 年第八期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”进行了持续的跟踪，本次跟踪期间，联合资信评定首钢集团有限公司的影子级别为 AAA_S；本次跟踪期内，优先档证券利息均得到了足额及时支付，

且形成一定超额利差，证券获得的信用保护有所增强；参与机构履职情况良好，履职能力稳定。经过分析，联合资信确定维持优先档证券的信用等级为 AAA_{SF}。

附件 1 信贷资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持证券的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而信贷资产支持证券的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA_{sf}）来特指信贷资产支持证券的信用等级。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_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

附件 2 入池贷款借款人影子评级方法与企业主体长期信用评级方法 差异说明

根据联合资信企业贷款资产支持证券评级方法，在对企业贷款资产支持证券进行信用评级过程中，联合资信对入池贷款借款人及保证人（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到企业贷款资产支持证券评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及资产支持证券评级工作实际需要，入池贷款借款人及保证人（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池贷款的信贷资料，对入池贷款借款人及保证人（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、企业性质、企业规模和竞争力、企业经营管理风险、企业财务状况、贷款偿还情况等，形成简要评级报告，由公司信用评级委员会讨论确定借款人及保证人（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的借款人及保证人（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于企业贷款资产支持证券的评级，是衡量入池贷款借款人及保证人（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池贷款质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信企业贷款资产支持证券评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对借款人及保证人（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池贷款借款人及保证人（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

等级	等级含义
AAA _s	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _s	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _s	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _s	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _s	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _s	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _s	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _s	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C _s	不能偿还债务。