

作者：徐春霞

邮箱：research@fecr.com.cn

近年我国企业 ABS 评级下调原因分析

摘要

我们在上一篇文章《近年我国企业 ABS 风险案例盘点》中对评级下调案例进行了详细盘点，在此基础上，本文将对评级下调的原因进行总结分析，以期对读者提供相关启示。远东资信认为近年企业 ABS 产品评级下调的原因可以归结为以下三点：基础资产现金流不及预期，相关主体信用资质恶化，中介机构未尽职责，上述风险事件的发生均将导致优先级证券本息偿付的风险加大，进而引起评级下调。随着企业 ABS 信用风险的逐渐暴露，ABS 监管持续加码，2017 年以来监管部门陆续开出多张罚单和警示函；同时，沪深交易所及机构间报价系统多次发文明确 ABS 业务挂牌条件、规范信息披露及存续期风险管理，这将有利于推动我国企业 ABS 市场健康有序发展。

相关研究报告：

- 1.《房地产 ABS 研究—供应链金融 ABS》，2018.12.27
- 2.《房地产 ABS 研究—购房尾款 ABS》，2018.12.28
- 3.《房地产 ABS 研究—物业费 ABS》，2018.12.29
- 4.《ABS 行业发展趋势与信用风险简析》，2019.01.02
- 5.《近年我国企业 ABS 风险案例盘点》，2019.03.13

一、评级下调情况简要回顾

截至2018年末，我国企业ABS产品共有20单项目56只债券¹发生了评级下调，其中2015~2018年级别下调项目数量分别为1单、2单、4单和14单，分别涉及债券数量5只、6只、7只和39只，2018年评级下调单数及债券数量均创历史新高。从产品类型来看，20单产品中包括12单收益权类ABS，6单债权类ABS，1单CMBS和1单类REITs。从基础资产类型来看，20单产品中12单产品的基础资产为供热、供水、供电等基础设施收费收益权，3单产品的基础资产为应收融资租赁款债权，另外，基础资产为小额贷款债权、应收账款债权、信托受益权、私募基金份额、股权质押式回购债权的产品各1单（详见附录一）。

二、评级下调原因分析

通过对近年来的具体项目的评级下调原因分析，远东资信认为可以将评级下调原因归结为以下三点：（1）基础资产现金流不及预期；（2）原始权益人、借款人、差额支付承诺人、担保人等相关主体信用资质恶化；（3）计划管理人、监管银行等中介机构未尽职履责。从评级下调的20单项目来看，10单项目评级下调原因为基础资产现金流不及预期，6单项目为相关主体信用资质恶化，4单项目为中介机构未尽职履责。需注意的是，部分项目同时存在基础资产现金流不及预期、相关主体信用资质恶化的情况。

（一）基础资产现金流不及预期

基础资产产生的现金流是资产支持证券本息偿付的直接来源，若ABS产品存续期内基础资产现金流不及预期，则优先级证券本息偿付的风险将加大。基础资产分散度不够、基础资产自身运营情况恶化等均会导致基础资产现金流不及预期。

具体来看，若基础资产在行业、区域、债务人数量等方面集中度较高，则信用风险不分散，一旦基础资产所在行业不景气，或者债务人生产经营陷入困境，将导致基础资产产生的现金流入大幅减少。如大成西黄河大桥ABS的通行费收入依赖当地煤炭运输，煤炭行业景气度下行导致基础资产现金流入大幅低于预期；永利热电ABS的用热客户主要为印染纺织行业的工业企业，行业集中度高，环保政策趋严导致主要用热客户搬迁，供热收入大幅减少；庆汇租赁一期ABS的承租人仅为一家，基础资产仅为一笔，承租人经营恶化无法支付租金，严重影响基础资产现金流的产生。另外，基础资产集中度还体现在相关主体是否存在较强的相关性，若相关性较高，则风险更易相互传染。如渤钢租赁ABS承租人仅为2家，且均处于钢铁行业，集中度较高；同时，原始权益人和承租人均系担保人集团内企业，担保人发生债务重组，原始权益人和承租人的经营均受到较大影响。

基础资产自身运营情况恶化亦会导致基础资产现金流不及预期，这在一定程度上也反映了现金流预测机构对于基础资产现金流的预测过于乐观，未全面评估影响基础资产现金流的各种因素。如受网约车普及、高铁开通等影响，昆明西公路ABS的客运量下降，基础资产现金流入大幅低于预期；由于上游供应商原材料供给不足无法满负荷运

¹庆汇租赁一期资产支持专项计划优先级证券2017年和2018年连续进行了评级下调，本报告进行合计时按一单产品处理，进行年度统计时按两单产品处理。

转，融元·天裕燃气一期 ABS 的上网电量和电费收入大幅减少；财信环境 ABS 的基础资产涉及的污水处理厂减少 1 个，导致基础资产现金流入减少。

从级别下调幅度来看，若 ABS 产品设置了差额支付承诺、担保等外部增信措施，当基础资产现金流不及预期，但增信机构的主体信用水平未发生变化时，优先级证券本息偿付仍可通过增信机构差额补足或担保补足，评级下调幅度一般为半级（级别一般调降至差额支付承诺人或担保人的主体级别）。若基础资产现金流不及预期叠加增信机构主体信用水平恶化，则优先级证券本息偿付风险更大，甚至发生违约，评级下调幅度相应较大。如渤钢租赁 ABS 承租人经营情况变差，无法偿付租金，差额支付承诺人亦因经营恶化无法差额补足，同时担保人债务重组亦丧失了担保能力，优先级证券级别由初始的 AAA 调降至 BB。哈尔滨机场专用路 ABS 基础资产现金流不及预期，同时担保人发生债务违约，流动性紧张，担保能力大幅减弱，优先级证券级别由 AA+ 调降至 B。另外，庆汇租赁一期 ABS 基础资产高度集中，承租人经营恶化停产，基础资产现金流产生能力大幅减弱，同时，应收账款质押等增信措施亦失效，最终导致了违约。

从产品类型来看，收益权类 ABS 更易发生基础资产现金流不及预期的情况，10 单产品中有 7 单产品为收益权类 ABS。相对于债权类 ABS，收益权类 ABS 基础资产现金流来源于原始权益人未来的运营收入，需要现金流预测机构根据外部经营环境、原始权益人运营能力、供需情况等对基础资产现金流进行预测，现金流的预测难度较大，实际现金流与预测现金流更易发生较大偏差。

表 1：因基础资产现金流不及预期导致的评级下调案例

产品名称	级别下调原因	级别下调幅度
大成西黄河大桥 ABS	通行费收入主要依赖当地煤炭运输，煤炭行业景气度下行导致基础资产现金流大幅减少	由 AA ⁺ 调降至 AA
永利热电 ABS	用热客户行业集中度很高，因环保要求主要用热客户搬迁，供热收入大幅下降	由 AA ⁺ 调降至 AA
渤钢租赁 ABS	基础资产承租人仅为 2 家，且均处于产能过剩的钢铁行业，客户和行业集中度较高；同时，承租人和原始权益人均为担保人集团内企业，关联程度高；担保人债务重组，集团内企业经营均受影响	由 AAA 调降至 BB
庆汇租赁一期 ABS	基础资产高度集中，仅有 1 个承租人，基础资产仅有一笔，承租人经营恶化导致基础资产现金流无法回收，同时内外部增信措施亦失效	由 AAA 调降至 C
天风证券二期 ABS	基础资产中最大融入方发生违约，严重影响基础资产现金流入	由 AA 调降至 A ⁺
哈尔滨供热 ABS	基础资产现金流表现不及预期，补充差额支付承诺人经营亏损	由 AA ⁺ 调降至 AA
昆明西公路 ABS	受网约车普及、高铁开通等影响，导致客运量下降，基础资产现金流与预测值差距较大	由 AAA 调降至 AA ⁺
哈尔滨机场专用路 ABS	基础资产现金流不及预期，同时，担保人发生债务违约，流动性紧张，担保能力大幅减弱	由 AA ⁺ 调降至 B
融元·天裕燃气一期 ABS	由于供应商环保限产等导致原材料供应不足，原始权益人无法满负荷运转，上网电量和电费收入大幅减少，基础资产现金流入持续大幅低于预期	由 AA ⁺ 调降至 AA
财信环境 ABS	基础资产涉及的污水处理厂减少 1 个，基础资产现金流减少；且存在未按	由 AA ⁺ 调降至 AA

产品名称	级别下调原因	级别下调幅度
	时足额归集现金流的现象	

资料来源：远东资信根据公开资料整理

（二）原始权益人、借款人、差额支付承诺人、担保人等相关主体信用资质恶化

目前我国 ABS 产品对主体的信用水平依赖性较强，对于收益权类 ABS 来说，基础资产现金流的产生依赖原始权益人的持续稳定运营；且为保证原始权益人的正常运营，一般由原始权益人的母公司、控股股东等关联方提供日常运营支持；同时，为了提升证券化产品信用水平，一般引入差额支付承诺、担保等外部增信措施。因此，收益权类 ABS 普遍对主体的信用水平存在较强依赖。如平安凯迪电力 ABS 和平银凯迪电力 ABS，差额支付承诺人、运营支持方凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）发生实质性债务违约，流动性紧张，无法向原始权益人旗下电厂提供燃料采购等资金支持，导致部分电厂因缺料停产，基础资产质量恶化；同时，凯迪生态提供差额支付义务的能力亦大幅减弱。从调级幅度来看，平银凯迪电力 ABS 因差额支付承诺人主体级别下调触发了提前终止事件，优先级证券本息的偿付风险更大，调级幅度亦较大，由初始的 AA+ 调降至 C。玖义燃气 ABS 次优先级证券本息偿付依赖差额补足及担保补足，担保人河南中孚实业股份有限公司发生经营亏损、债务纠纷等风险事件，偿债能力削弱，其主体级别由 AA 调降至 AA-，相应的次优先级证券的级别亦由初始的 AA 调降至 AA-。

一般认为债权类 ABS 在相关法律手续完备的前提下能够实现破产隔离，但对于应收账款类 ABS 来说，应收账款的回收与原始权益人的持续经营能力密切相关，如果原始权益人在证券化产品存续期内发生重大信用风险事件，将造成应收账款回收的困难，因此应收账款类 ABS 无法实现基础资产与原始权益人的完全隔离。如华信应收账款 ABS 的原始权益人上海华信国际集团有限公司发生债务违约、因债务纠纷涉及多起诉讼、股权被冻结等风险事件，主营业务和外部融资均受到冲击，应收账款回收受到影响，优先级证券本息的偿付风险加大，产品级别由 AAA 大幅调降至 B。

对于 CMBS 来说，服务机构对底层目标物业的运营能力影响基础资产的现金流水平，且底层目标物业运营现金流能否及时归集及划转亦影响优先级证券本息的按时兑付；同时，为了扩大发行规模，底层目标物业运营收入大部分已入池，需运营支持方为底层标的物业日常运营提供资金支持，服务机构、运营支持方信用水平的变化将对 CMBS 基础资产现金流产生较大影响。另外，若运营支持方未及时提供运营资金，则为保证正常运营，服务机构可能会占用专项计划资金，导致底层目标物业现金流无法按时足额归集。如红博会展 ABS，服务机构由项目公司担任，借款人哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司（以下简称“工大高新”）提供运营支持和差额支付承诺，工大高新流动性紧张，未及时提供运营资金支持，为保证正常运营，服务机构违规占用专项计划资金，运营现金流无法按时足额归集至信托账户，加之差额支付承诺人和担保人发生债务危机，无法履行差额补足和担保义务，最终导致信托贷款违约。

中信华夏三胞 ABS 优先级证券“16 三胞 B”本息的偿付依赖优先收购权人支付的相关权利对价，优先收购权人三胞集团有限公司发生债务及流动性危机，支付相关权利对价的不确定性较大，导致“16 三胞 B”级别下调。

上述评级下调案例均发生在 2018 年，2018 年以来融资环境趋紧，企业流动性紧张，信用风险事件频繁发生，主体信用资质的恶化波及到了企业 ABS 产品，优先级证券本息的偿付风险加大。

表 2: 因相关主体信用资质恶化导致的评级下调情况

产品名称	风险来源	级别下调原因	级别下调幅度
华信应收账款 ABS	原始权益人主体信用资质恶化	原始权益人债务违约, 经营和外部融资环境恶化	由 AAA 调降至 B
平安凯迪电力 ABS	差额支付承诺人/运营支持方主体信用资质恶化	差额支付承诺人/运营支持方债务违约, 流动性紧张, 基础资产涉及部分电厂缺料, 基础资产现金流减少, 且其履行差额支付义务的能力大幅减弱	由 AA ⁺ 调降至 BBB ⁻
平银凯迪电力 ABS	差额支付承诺人/运营支持方主体信用资质恶化	差额支付承诺人/运营支持方债务违约, 流动性紧张, 基础资产涉及部分电厂缺料, 基础资产现金流减少; 且其履行差额支付义务的能力大幅减弱	由 AA ⁺ 调降至 C
红博会展 ABS	借款人/运营支持方、担保人主体信用资质恶化	底层目标物业运营收入现金流无法按时足额归集, 同时, 差额支付承诺人和担保人发生债务危机, 无法履行差额补足和担保义务, 导致信托贷款违约	由 AA ⁺ 调降至 B ⁺
中信华夏三胞 ABS	原始权益人/优先收购权人信用资质恶化	原始权益人债务违约, 信用资质恶化, 其作为优先收购权人, 在行权期支付权利对价的能力大幅减弱	由 AA 调降至 A
巩义燃气 ABS	担保人主体信用资质恶化	担保人经营亏损, 存在债务纠纷, 股权被冻结等情况, 偿债能力减弱, 其提供担保的能力亦有所减弱	由 AA 调降至 AA ⁻

资料来源: 远东资信根据公开资料整理

(三) 计划管理人、监管银行等中介机构未尽职履责

中介机构未尽职履责主要表现在计划管理人、监管银行等中介机构前期尽职调查不到位、存续期资金监管不到位等方面。因中介机构未尽职履责下调级别的 4 单产品均系 2015 年我国 ABS 市场发展初期发行, 计划管理人在交易结构设计、尽职调查、现金流归集管理、存续期管理等方面经验不足, 产品本身亦存在一定瑕疵。随着我国企业 ABS 市场的逐渐成熟以及监管部门对 ABS 加强监管, 未来因中介机构未尽职履责引起的评级下调情况将会有所减少。

具体来看, 吉林水务 ABS 和宝信租赁二期 ABS 基础资产质量并未恶化, 风险主要在于计划管理人、监管银行存续期管理缺位, 监管账户资金多次被转出, 资金混同风险加大。营口华源热力 ABS 存在原始权益人未及时归集现金流、监管账户资金被法院判决转出等问题; 同时, 计划管理人尽职调查不到位, 产品发行后基础资产赖以产生的供热管网和配套设备仍处于抵押状态。江西小贷 ABS 基础资产质量一般, 主要依赖外部担保提升产品信用水平, 但计划管理人在尽职调查过程中未发现担保函系伪造, 导致无法正常启动担保程序。

表 3: 因中介机构未尽职履责导致的评级下调情况

产品名称	级别下调原因	级别下调幅度
吉林水务 ABS	专项计划监管账户资金多次被转出、计划管理人被处分	由 AA ⁺ 调降至 AA
宝信租赁二期 ABS	专项计划监管账户资金多次被转出、计划管理人被处分	初始级别 AA ⁻ , 首次跟踪评级调升至 AA ⁺ , 第二次跟踪评级调降至 AA ⁻

产品名称	级别下调原因	级别下调幅度
营口华源热力 ABS	未按时归集现金流，监管账户资金被转出，产品发行后供热管网和配套设备仍处于抵押状态	由 AA ⁺ 调降至 AA
江西小贷 ABS	计划管理人未发现担保承诺函所用印章系伪造，实际产品信用水平一般	由 AA ⁺ 调降至 B

资料来源：远东资信根据公开资料整理

三、实际违约案例

从实际违约情况来看，截至 2018 年末，我国企业 ABS 产品实际违约项目有 4 单，即大成西黄河大桥 ABS、渤钢租赁 ABS、庆汇租赁一期 ABS 和红博会展 ABS，其中 2 单债权类 ABS，1 单收益权类 ABS，1 单 CMBS。

（一）大成西黄河大桥 ABS

大成西黄河大桥 ABS 是我国企业 ABS 市场首单违约项目，违约原因为基础资产现金流不及预期、增信效果不显著。一方面基础资产集中度高，通行费收入依赖当地煤炭运输，煤炭行业景气度下行导致通行费收入大幅下降，基础资产现金流入与预测值差距较大；另一方面，受通行费收入减少的影响，原始权益人的经营状况恶化，无法履行差额支付义务，且担保人主体信用资质较弱，实际担保能力较差，最终导致了产品违约。

（二）渤钢租赁 ABS

渤钢租赁 ABS 违约原因为基础资产分散度不够，承租人仅为 2 家，且均处于钢铁行业，客户和行业集中度均较高。同时，原始权益人和承租人均均为担保人旗下子公司，关联程度高，担保人发生债务重组，原始权益人和承租人的经营情况均受到较大影响，承租人无法支付租金，基础资产质量恶化，基础资产现金流入大幅低于预测，且原始权益人无力履行差额支付义务，担保人亦丧失担保能力。

（三）庆汇租赁一期 ABS

庆汇租赁一期 ABS 违约的原因为基础资产高度集中，承租人仅有一家，基础资产仅有一笔，承租人经营恶化后，无法支付租金，严重影响基础资产现金流入，同时内外部增信措施亦失效。

（四）红博会展 ABS

红博会展 ABS 是我国企业 ABS 市场首单 CMBS 违约项目，违约原因为借款人/运营支持方发生流动性危机，无法向项目公司提供运营资金支持，导致基础资产现金流无法按时足额归集；同时，差额支付承诺人和担保人均发生债务危机，无法履行差额支付和担保义务，导致信托贷款违约。

四、企业 ABS 监管趋势

近年随着企业 ABS 市场信用风险的不断爆发，ABS 监管力度趋严。自 2017 年 7 月 28 日中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）向计划管理人恒泰证券开出首张罚单后，2018 年 3 月 19 日，中基协再次对计划管理人

上海富诚海富通资产管理有限公司作出纪律处分，指出其在专项计划设立、尽职调查、信息披露、内部控制等方面存在违法违规行为。此后，山东证监局、江苏证监局、上海证监局对相关产品的原始权益人、计划管理人及会计师事务所、律师事务所、评级机构等中介机构陆续开出罚单或出具警示函，处罚原因包括原始权益人提供虚假材料、未按约定归集基础资产现金流等；计划管理人项目尽调不充分、存续期管理不到位、信息披露不及时等；中介机构未勤勉尽责，对相关资料的真实性未进行核实等。2018年11月上海证监局向申万宏源ABS从业人员张明炜开出首张个人罚单。

同时，2017年10月以来，上交所、深交所及机构间报价系统陆续发布了PPP、企业应收账款、融资租赁债权、基础设施类等基础资产类别资产支持证券挂牌条件确认指南和信息披露指南，对基础资产准入条件、存续期信息披露等进行了规范，发行审批条件更加严格，有利于降低风险事件的发生。基础设施类ABS挂牌条件确认指南要求基础资产及底层资产的现金流来源应当具备一定的分散度；现金流预测机构编制的现金流预测报告应当遵循合理、谨慎的原则；基础资产或底层资产的现金流回款路径应当清晰明确，专项监管账户资金应当与资产服务机构的自有资金进行有效隔离，禁止资金混同或挪用；原始权益人正式运营满2年，原始权益人及差额支付承诺、担保人等增信机构的主体级别为AA及以上。对于违约的大成西黄河大桥ABS，发行时担保人的主体级别为AA-，目前已不再满足发行条件。融资租赁债权ABS挂牌条件确认指南要求基础资产池应当具有一定的分散度，至少包括10个相互之间不存在关联关系的债务人，单个债务人入池资产金额占比不超过50%，且前5大债务人入池资产金额占比不超过70%（上述债务人之间存在关联关系的，应当合并计算）。对于违约的渤钢租赁ABS、庆汇租赁一期ABS，目前亦无法满足发行条件。

另外，为加强存续期管理，2018年5月，上交所和深交所分别发布《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》（以下简称“《风险管理指引》”）和《资产支持证券定期报告内容和格式指引》（以下简称“《定期报告指引》”）。其中《风险管理指引》建立了以管理人为核心的系统全面的信用风险管理制度，并明确了管理人、原始权益人、资产服务机构、增信机构、托管人、资信评级机构等参与机构在信用风险管理中的具体职责；《定期报告指引》以帮助投资者有效投资决策和强化风险提示为导向，明确了资产支持证券各信息披露义务人的职责。2018年11月8日和9日，上交所和深交所先后发布《关于做好2018年下半年度资产支持证券信用风险管理报告报送工作有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》要求管理人应于2018年11月30日报送2018年下半年度资产支持证券信用风险管理报告，重点说明违约类、风险类、信用风险较高的部分关注类资产支持证券及上一报告期末后风险分类发生重大不利变化资产支持证券的风险事项、分类依据及风险管理工作开展情况。未来我国企业ABS市场将在更加规范的框架下发展。

附录一：近年我国企业 ABS 产品评级下调情况

序号	产品名称	债券简称	最新评级日期	最新债项级别	专项计划成立时间	初始债项级别	基础资产类型
2015年							
1	大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划	14 益优 02~06	2015.06.30	AA	2014.05	AA ⁺	通行费收入收益权
2016年							
1	永利热电电力上网收费权债权和供用热合同债权资产支持专项计划	永利电 03~06	2016.08.23	AA	2015.08	AA ⁺	供电供热收费收益权
2	渤钢租赁资产支持专项计划	渤钢租 02~03	2016.11.22	BB	2015.08	AAA	应收融资租赁款债权
2017年							
1	吉林水务供水收费权资产支持专项计划	吉水务 03~04	2017.08.21	AA	2015.04	AA ⁺	供水收费收益权
2	宝信租赁二期资产支持专项计划	宝信 2B	2017.08.24	AA ⁻	2015.03	AA ⁻	应收融资租赁款债权
3	营口经济技术开发区华源热力供暖有限公司供热合同债权 1 号资产支持专项计划	华热 02~04	2017.09.12	AA	2015.12	AA ⁺	供热收费收益权
4	庆汇租赁一期资产支持专项计划	庆汇 1 优	2017.12.22	B	2016.01	AAA	应收融资租赁款债权
2018年							
1	平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）	凯迪 2 优 03~06	2018.05.07	C	2015.11	AA ⁺	电力上网收费收费权
2	平安凯迪电力上网收费权优先级资产支持专项计划	凯迪 04~05	2018.05.09	BBB ⁻	2015.06	AA ⁺	电力上网收费收费权
3	德邦·华信应收账款第一期资产支持专项计划	华信 01A	2018.05.18	B	2018.02	AAA	应收账款债权
4	红博会信託受益权资产支持专项计划	17 红博 01~09	2018.06.15	B ⁺	2017.11	AA ⁺	信託受益权
5	天风证券二期股票质押式回购债权资产支持专项计划	天风 17B	2018.06.26	A ⁺	2017.12	AA	股票质押式回购债权
6	哈尔滨物业供热集团供热收益权一期资产支持专项计划	哈热 03~05	2018.06.28	AA	2015.12	AA ⁺	供热收费收益权
7	昆明西公路枢纽客运代理费资产支持专项计划	15 昆西 03~05	2018.06.29	AA ⁺	2015.12	AAA	客运代理费收费收益权

序号	产品名称	债券简称	最新评级日期	最新债项级别	专项计划成立时间	初始债项级别	基础资产类型
8	庆汇租赁一期资产支持专项计划	庆汇1优	2018.08.03	C	2016.01	B	应收融资租赁款债权
9	哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划	哈场路04~06	2018.09.13	B	2015.08	AA ⁺	通行费收入收益权
10	融元天裕燃气第一期资产支持专项计划	16天裕A3~A4	2018.09.29	AA	2016.08	AA ⁺	电力上网收费收益权
11	中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	16三胞B	2018.10.16	A	2016.11	AA	私募基金份额
12	巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划	巩燃04~06	2018.11.16	AA ⁻	2015.10	AA	供气收费收益权
13	江西省小额贷款公司2015年小额贷款资产支持专项计划	赣小贷B	2018.11.16	B	2015.08	AA ⁺	小额贷款债权
14	财信环境废弃物处理费债权资产支持专项计划	财信02~06	2018.11.30	AA	2017.03	AA ⁺	废弃物处理收费收益权

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

【作者简介】

徐春霞，上海财经大学硕士，结构融资评级部高级分析师。

【关于远东】

远东资信评估有限公司(简称“远东资信”)成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。