

作者：徐春霞

邮箱：research@fecr.com.cn

近年我国企业 ABS 风险案例盘点

摘要

自 2014 年末备案制实施以来，我国资产证券化业务发展呈爆发式增长，截至 2018 年末企业 ABS（含 ABN）存续规模达 1.57 万亿元，且主要集中于 2018 年~2020 年到期兑付。随着企业 ABS 产品到期高峰的到来，部分产品的风险逐步暴露，2018 年以来评级下调单数快速增长，并出现了数单评级大幅下调的情况。截至 2018 年末，我国企业 ABS 产品评级下调单数为 20 单，涉及债券数量 56 只，其中 2018 年评级下调单数达 14 单，创历史新高。20 单项目中涉及 12 单收益权类 ABS，6 单债权类 ABS，1 单 CMBS 和 1 单类 REITs，基础资产类型以基础设施收费收益权和应收融资租赁贷款债权为主。远东资信将在下文对近年我国企业 ABS 风险案例进行盘点，以期了解评级下调的过程及原因，并对今后的同类项目起到借鉴。另外，部分企业 ABS 虽发生了信用风险事件，但并未进行评级调整，远东资信在本文不进行分析。

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

一、近年我国企业 ABS 产品评级下调概况

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 年评级下调单数分别为 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。2017 年及以前企业 ABS 产品评级下调单数较少，2018 年以来企业 ABS 市场发生较多信用事件，当年评级下调单数、涉及债券数量均大幅增长，创历史新高。

表 1: 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热合同债权资产支专项计划	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	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

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。

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
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	红博会展信托受益权资产支持专项计划	17 红博 01~09	2018.06.15	B ⁺	2017.11	AA ⁺	信托受益权
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
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

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（详见表 2）。

表 2：截至 2018 年末我国企业 ABS 评级下调产品类型统计

产品类型	收益权类 ABS	债权类 ABS	CMBS	类 REITs
项目单数（单）	12	6	1	1

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

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，单数占比 60%；3 单产品的基础资产为应收融资租赁款债权，单数占比 15%（详见表 3）。

表 3: 截至 2018 年末我国企业 ABS 评级下调基础资产类型统计

基础资产类型	项目单数(单)
基础设施收费收益权	12
应收融资租赁款债权	3
小额贷款债权	1
应收账款债权	1
信托受益权	1
私募基金份额	1
股票质押式回购债权	1

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、近年我国企业 ABS 产品评级下调案例盘点

(一) 2015 年评级下调案例盘点

2015 年我国企业 ABS 产品共有 1 单项目 5 只债券发生评级下调, 即大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划(以下简称“大成西黄河大桥 ABS”), 该单也是我国企业 ABS 市场首单违约项目。

1. 大成西黄河大桥 ABS

概况: 大成西黄河大桥 ABS 成立于 2014 年 5 月, 基础资产为原始权益人鄂尔多斯市益通路桥有限公司(以下简称“益通路桥”)享有的大成西黄河大桥特定期限内的通行费收入收益权。大成西黄河大桥 ABS 发行总规模为 5.30 亿元, 其中优先级 5.00 亿元, 分为“14 益优 01~06”六个品种, 联合信用评级均给予 AA⁺的信用评级; 次级 0.30 亿元, 全部由原始权益人益通路桥自持。大成西黄河大桥 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人益通路桥提供差额支付承诺、益通路桥的控股股东内蒙古东达蒙古王集团有限公司(以下简称“东达集团”)提供连带责任保证担保。

事件过程:

2015 年 5 月, 联合信用评级发布公告称因财务、经营等相关资料尚未收到, 延迟对大成西黄河大桥 ABS 进行跟踪评级。2015 年 5 月 29 日, 优先级证券“14 益优 01”到期, 由于基础资产现金流归集不及预期, 原始权益人益通路桥履行了差额补足义务, 最终完成了该只证券的本息兑付。2015 年 6 月 30 日, 联合信用评级将优先级证券“14 益优 02~06”信用等级由 AA⁺调降至 AA。2016 年 5 月 29 日, 优先级证券“14 益优 02”到期, 但未能完成兑付, 这是我国企业 ABS 市场首单违约项目。

事件分析:

大成西黄河大桥的通行费收入主要依赖于当地煤炭运输, 客户较单一, 基础资产现金流入高度依赖煤炭行业的整体景气度以及大城西煤矿的运营情况, 煤炭行业景气度下行导致通行费收入同比大幅下降, 专项计划归集的现金流与预测值产生较大偏差。从外部增信来看, 原始权益人益通路桥的收入主要来自大成西黄河大桥的通行费收入, 基础资产现金流下降亦导致其经营状况恶化, 无法履行差额补足义务; 同时, 担保方东达集团主体信用资质较弱(2014 年 7 月大公国际给予主体信用等级 AA⁻), 实际担保能力亦较差, 最终导致了违约。

（二）2016年评级下调案例盘点

2016年我国企业ABS产品共有2单项目6只债券发生评级下调，其中实质违约的项目为渤钢租赁资产支持专项计划（以下简称“渤钢租赁ABS”）；基础资产类别方面，1单为基础设施收费收益权，1单为应收融资租赁款债权。

1. 永利热电ABS

概况：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（以下简称“永利热电ABS”）成立于2015年8月，基础资产为原始权益人浙江永利热电有限公司（以下简称“永利热电”）享有的特定期限内的供电及供热收费收益权。永利热电ABS发行总规模为5.00亿元，其中优先级4.50亿元，分为“永利电01~06”六个品种，中证鹏元给予AA⁺的信用评级；次级0.50亿元，全部由永利热电自持。永利热电ABS的增信措施包括优先/次级分层；原始权益人永利热电提供差额支付承诺；永利热电母公司浙江永利实业集团有限公司（以下简称“永利集团”）提供不可撤销的连带责任保证担保，同时以其持有的永利热电全部股权提供无条件不可撤销排他性的质押担保；留存保证金。

事件过程：

2016年6月29日，中证鹏元发布公告称因永利热电未及时提供资料，延迟出具永利热电ABS的跟踪评级报告。2016年8月23日，中证鹏元将优先级证券“永利电03~06”的信用等级由AA⁺调降至AA，调级理由为：基础资产上网电价面临持续下调的风险，同时，用热客户较集中，因环保局加大污染治理力度，主要用热客户面临搬迁，供热收入将大幅下降。

据wind资讯，2017年8月21日，优先级证券“永利电04”本息实现按时兑付；“永利电05”和“永利电06”的预期到期日分别为2018年2月21日和2018年8月21日，但2017年10月16日，“永利电05~06”提前进行了本息兑付。

事件分析：

永利热电ABS的用热客户以柯桥区内的印染纺织等工业企业为主，行业集中度高，且行业受环保政策影响大。2015年6月，柯桥区环保局发布对重污染、高耗能行业的整治文件，主要用热客户面临搬迁。截至2016年末，主要用热客户已搬迁完毕，已搬迁客户供热收入占永利热电2015年供热总收入达到95.40%，主要用热客户的搬迁对永利热电收入影响很大，且供热收入短期内无法回升。同时，供电收入亦因煤炭价格上涨、上网电价下降等影响有所下降。基础资产产生的现金流与预测值存在较大差距，对优先级证券本息偿付的保障能力减弱，未来可能需要启动差额补足或担保。但供热和供电收入的下滑使得永利热电的经营状况变差，其提供差额支付义务的能力较为有限，未来还需要依赖永利集团的担保补足。此外，优先级证券“永利电05~06”本息的提前兑付可能触发了某些条款，具体原因无法从公开资料获得。

2. 渤钢租赁ABS

概况：渤钢租赁ABS成立于2015年8月25日，基础资产为原始权益人渤海钢铁集团（天津）融资租赁有限公司（以下简称“渤钢租赁”）的应收融资租赁款债权，承租人为天津钢铁集团有限公司（以下简称“天津钢铁”）和天津铁厂两家企业。其中渤钢租赁的实际控制人为渤海钢铁集团有限公司（以下简称“渤钢集团”），天津钢铁为天

天津钢集团有限公司（以下简称“天钢集团”）的全资子公司，天津铁厂为天津天铁冶金集团有限公司（以下简称“天铁集团”）的全资子公司，天钢集团和天铁集团的实际控制人均为渤钢集团。渤钢租赁 ABS 发行总规模为 4.12 亿元，其中优先级 4.00 亿元，分为“渤钢租 01~03”三个品种，联合信用评级均给予 AAA 的信用评级；次级 0.12 亿元，全部由渤钢租赁自持。渤钢租赁 ABS 的增信措施包括优先/次级分层，渤钢租赁提供差额支付承诺、实际控制人渤钢集团对本期优先级证券本息兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

事件过程：

2016 年初渤钢集团爆发债务危机并进行债务重组，四家主要子公司钢管集团、天钢集团、天铁集团和冶金集团全部分拆出去，成为天津市国资委直接监管企业。受渤钢集团债务重组影响，承租人整体经营面临较大不确定性，资金流动受到限制，还款途径和能力均受到影响，自 2016 年 5 月以来，两个承租人相继无法偿还到期应付的租金，均由原始权益人渤钢租赁代为偿还。2016 年 9 月 29 日，联合信用评级将“渤钢租 02~03”的信用级别由 AAA 调降至 A。2016 年 10 月 30 日，渤钢租赁 ABS 未收到承租人的租金回收款，且原始权益人渤钢租赁亦未代偿该部分租金，2016 年 10 月 31 日，经第三次持有人大会审议通过，渤钢租赁 ABS 启动了加速清偿程序。2016 年 11 月 22 日，联合信用评级将“渤钢租 02~03”的信用级别由 A 调降至 BB，并列入负面观察名单。联合信用评级陆续调降渤钢租赁 ABS 级别，主要基于以下考虑：自 2016 年 5 月开始，基础资产承租人无法偿付租金，由原始权益人代偿，基础资产质量发生恶化，对未来现金流入产生不利影响；担保人发生债务重组，总资产大幅缩水，经营受到严重影响，对本期专项计划优先级资产支持证券本息的担保能力受到较大影响。

2017 年 1 月 10 日，“渤钢租 02”到期，受渤钢集团债务重组事项影响，仅利息得到按时足额兑付，本金未得到偿付；“渤钢租 03”本金未到期，利息得到按时足额偿付。2017 年 10 月 10 日，“渤钢租 03”到期兑付本息，并完成了“渤钢租 02”逾期本金及利息的兑付。至此，渤钢租赁 ABS 优先级资产支持证券本息均得到兑付。

事件分析：

渤钢租赁 ABS 风险主要来自基础资产分散度不够，承租人仅为 2 家，且均处于钢铁行业，客户和行业集中度较高。同时，原始权益人和 2 家承租人均为担保人的子公司，原始权益人、担保人和承租人之间关联程度较高，当担保人发生债务重组时，承租人、原始权益人经营情况均受到较大影响。此外，担保人渤钢集团发生债务重组，实际担保能力大幅降低。

（三）2017 年评级下调案例盘点

2017 年我国企业 ABS 产品共有 4 单项目 7 只债券发生评级下调，未有项目发生实际违约；基础资产类别方面，2 单为基础设施收费收益权，2 单为应收融资租赁款债权。

1. 吉林水务 ABS

概况：吉林水务供水收费权资产支持专项计划（以下简称“吉林水务 ABS”）成立于 2015 年 4 月 23 日，基础资产为原始权益人吉林市水务集团有限公司（以下简称“吉林水务”）在特定期间内享有的供水收费收益权。吉林水务 ABS 发行总规模为 9.90 亿元，其中，优先级证券 9.40 亿元，分为“吉水务 01~07”七个品种，大公国际给予“吉水务 01~04”AA⁺的信用级别，给予“吉水务 05~07”AA 的信用级别；次级证券 0.50 亿元，由吉林水务全额认购。吉林

水务 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、吉林水务提供差额支付承诺、吉林市铁路投资开发有限公司（以下简称“吉林铁投”）为吉林水务承担的差额支付义务提供不可撤销的连带责任保证担保。

事件过程：

本期专项计划中，恒泰证券未能履行计划管理人职责，在专项计划持有人不知情的情况下，与原始权益人、监管银行签订《监管协议谅解备忘录》，多次从监管账户转出归集资金，使得专项计划资产面临被侵占及挪用的风险。恒泰证券亦因未尽职履责受到基金业协会暂停 ABS 备案 6 个月的纪律处分。2017 年 8 月 21 日，大公国际将“吉水务 03~04”的信用级别由 AA⁺调降至 AA，维持“吉水务 05~07”AA 的信用级别。

2018 年 9 月 7 日、2018 年 9 月 10 日吉林水务未及时将基础资产回收款划转至专项计划账户，触发了专项计划资产服务机构解任事件以及差额支付启动事件；且自 2018 年 9 月 12 日起，吉林水务停止将水费归集至专项计划监管账户，虽经计划管理人多次督促，截至 2018 年末，吉林水务仍未恢复监管账户资金归集工作。

2018 年 12 月 17 日，计划管理人恒泰证券发布临时公告称，因控股股东吉林铁投对吉林水务的日常经营支持资金未及时到位，为维持日常经营，吉林水务未及时将当期基础资产回款划至专项计划账户。根据交易条款，上述行为已触发了资产服务机构解任事件。

事件分析：

吉林水务 ABS 基础资产质量并未恶化，基础资产回收款与预测值的差异较小，基础资产现金流对优先级证券本息偿付的保障程度较强。吉林水务 ABS 的风险主要在于计划管理人、监管银行等中介机构未尽职履责，存续期管理不到位，导致监管账户资金多次被转出，专项计划资产面临被侵占的风险；同时，资产服务机构吉林水务亦未尽职履责，存在未及时划转基础资产回收款至监管账户等问题，虽交易条款设置了资产服务机构解任事件，但寻找合适的继任资产服务机构也非易事。此外，运营支持方吉林铁投未及时提供运营资金，导致原始权益人吉林水务违规使用基础资产回款。

2. 宝信租赁二期 ABS

概况：宝信租赁二期资产支持专项计划（以下简称“宝信租赁二期 ABS”）成立于 2015 年 3 月 19 日，基础资产为原始权人宝信国际融资租赁有限公司（以下简称“宝信租赁”）的应收融资租赁款债权。宝信租赁二期 ABS 发行总规模为 3.15 亿元，其中优先级证券 2.73 亿元，分为“宝信 2A1~A2”和“宝信 2B”三个品种，大公国际给予“宝信 2A1~A2”AAA 的信用级别，给予“宝信 2B”AA⁻的信用级别；次级证券 0.42 亿元，由原始权益人宝信租赁全额认购。宝信租赁二期 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、超额抵押、超额利差、宝信租赁提供差额支付承诺。

事件过程：

2016 年 6 月 28 日，大公国际对宝信租赁二期 ABS 进行了首次跟踪评级，维持“宝信 2A1~A2”AAA 的信用级别，将“宝信 2B”的信用级别由 AA⁻调升至 AA⁺，级别上调理由为：跟踪期内基础资产无违约和逾期情况发生，信用质量较好；“宝信 2B”获得次级证券和超额抵押共计 42.99% 的信用支撑，支撑作用有所增强；超额利差仍较高；差额支付承诺人宝信租赁运营良好。

2017年8月24日，大公国际对宝信租赁二期ABS进行了第二次跟踪评级，将“宝信2B”的信用级别由AA⁺调降至AA⁻，级别下调原因为：自专项计划设立起，计划管理人恒泰证券在专项计划持有人不知情的情况下，与原始权益人、监管银行签订《监管协议谅解备忘录》，多次从监管账户转出归集资金，使得专项计划资产出现被侵占、挪用和资金混同的风险；2017年7月28日，恒泰证券因三只专项计划资金归集违规，受到中国证券投资基金业协会的纪律处分，该事件或对恒泰证券开展资产证券化业务产生影响。

2017年9月23日，优先级证券“宝信2B”本息按时足额兑付。

事件分析：

从基础资产来看，宝信租赁二期ABS的基础资产质量较高，评级机构曾将“宝信2B”的信用级别由AA⁻调升至AA⁺，问题在于计划管理人、监管银行等中介机构未尽职履责，导致专项计划账户资金被转出，加大了资金混同风险。

3. 营口华源热力 ABS

概况：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（以下简称“营口华源热力ABS”）成立于2015年12月31日，基础资产为原始权益人营口经济技术开发区华源热力供暖有限公司（以下简称“华源热力”）在特定期间内享有的供热收费收益权。营口华源热力ABS发行总规模为4.40亿元，其中优先级证券4.18亿元，分为“华热01~04”四个品种，大公国际均给予AA⁺的信用级别；次级证券0.22亿元，由原始权益人华源热力全额认购。营口华源热力ABS的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人华源热力提供差额补足承诺以及对进入加速清偿程序的基础资产负有回购义务、营口经济技术开发区城市建设投资有限公司为原始权益人履行差额补足义务及回购基础资产义务提供连带责任保证担保。

事件过程：

2016年12月15日，专项计划账户余额不足以完成当期本息支付，触发差额支付启动事件，完成了优先级证券“华热01”的本息兑付。

2017年9月12日，大公国际对营口华源热力ABS进行了首次跟踪评级，将优先级证券“华热02~04”的信用级别由AA⁺调降至AA，级别下调原因为：跟踪期内，原始权益人华源热力存在未按时归集现金流情况，导致基础资产现金流实际归集金额大幅低于评估预测值；华源热力涉及诉讼，本期专项计划监管账户由于执行法院判决转出资金500.44万元，资金混同风险较大；专项计划账户余额不足以完成当期本息支付，本期专项计划于2016年12月15日触发差额支付启动事件；由于资金周转困难，华源热力发生委托贷款欠息情况，截至2017年6月7日，欠息余额639.20万元；产品发行后，华源热力仍将供热管网及配套设备进行抵押借款。

2018年1月4日和2019年1月4日，优先级证券“华热02”和“华热03”本息均实现按时足额兑付。

事件分析：

营口华源热力ABS评级下调原因主要集中在未及时归集现金流、监管账户资金被转出、供热管网和配套设备仍处于抵押状态等方面。具体来看，首先，华源热力主要通过监管银行、收费大厅收取供热费，通过监管银行收取的供热费直接计入监管账户，但通过收费大厅收取的供热费需由华源热力归集后划付至监管账户，但华源热力未及

时将上述归集款项转入监管账户，导致专项计划账户资金不足以兑付当期优先级证券本息，最终启动差额支付。其次，监管账户协议虽然约定了不能对指定账户外的其他账户进行大额转账，但协议层面的约定较难对抗法院判决和强制执行。最后，供热管网和配套设备是基础资产现金流产生的基础，若产品发行后仍处于抵押状态，那么当发生纠纷时投资者的合法权益难以得到保障。

同时，该评级下调事件亦反映了计划管理人在交易结构设计方面存在瑕疵、尽职调查不到位。计划管理人可以通过提高基础资产现金流归集转付频率来减少原始权益人不及时归集现金流的风险，且在尽职调查阶段详细核查基础资产现金流所赖以产生的资产的抵质押情况，以降低产品风险。

4. 庆汇租赁一期 ABS

概况：庆汇租赁一期资产支持专项计划（以下简称“庆汇租赁一期 ABS”）成立于 2016 年 1 月 7 日，基础资产为原始权益人庆汇租赁有限公司（以下简称“庆汇租赁”）应收单一承租人咸阳鸿元石油化工有限公司（以下简称“鸿元石化”）的融资租赁款债权。融资租赁方式为售后回租，租赁合同本金 5.00 亿元，期限 3 年，租赁物为鸿元石化 2013~2014 年间采购的石油制品加工设备及附属设备，设备净值 8.11 亿元。庆汇租赁一期 ABS 发行总规模为 5.00 亿元，其中优先级证券 4.75 亿元，为“庆汇 1 优”，中诚信证评给予 AAA 信用等级；次级证券为 0.25 亿元，由鸿元石化全额自持。庆汇租赁 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、超额抵押、超额利差、鸿元石化对中石油兰州分公司价值不低于 6.50 亿元的应收账款质押、中石化销售天津分公司对鸿元石化价值不低于 4 亿元的存货回购承诺。

事件过程：

2017 年 12 月 15 日，计划管理人恒泰证券收到鸿元石化邮寄的《告知函》，告知鸿元石化被核查出重大问题，停产予以整改；同时，鸿元石化对外存在巨额欠债，并被多家机构采取法律程序催收欠款。鉴于单一承租人实际控制人风险、业务停产整改及公司相关债务人申请诉前财产保全，庆汇租赁一期 ABS 优先级证券本息按时足额兑付不能得到有效保障，2017 年 12 月 22 日，中诚信证评将优先级证券“庆汇 1 优”的信用等级由 AAA 调降至 B，并列入信用评级观察名单。

2018 年 3 月 8 日，计划管理人恒泰证券起诉鸿元石化和庆汇租赁，要求判定鸿元石化支付租金 5.29 亿元及逾期利息，同时恒泰证券申请了诉前财产保全，并获法院准许。

由于庆汇租赁一期 ABS 的单一承租人鸿元石化短期内仍无法正常恢复正常经营，“庆汇 1 优”的按时足额兑付依然有较大的不确定性，“庆汇 1 优”的投资人无法获得预期收益，本金可能面临部分或全部损失，2018 年 8 月，中诚信证评再次将优先级证券“庆汇 1 优”的信用等级由 B 调降至 C。

优先级证券“庆汇 1 优”原预期到期日为 2018 年 11 月 4 日，2018 年 9 月 7 日，专项计划 2018 年度第二次有控制权的资产支持证券持有人大会审议通过了《关于提前终止专项计划的议案》，专项计划提前终止并进入清算阶段。

事件分析：

庆汇租赁 ABS 的承租人为单一承租人鸿元石化，基础资产仅为一笔，基础资产高度集中，鸿元石化经营恶化后，严重影响了基础资产现金流入，同时，内外部增信措施亦失效，无法保障优先级证券本息的按时足额兑付。

（四）2018年评级下调案例盘点

2018年我国企业ABS产品共有14单项目39只债券发生评级下调，其中实质违约的项目为庆汇租赁一期ABS和红博会展信托受益权资产支持专项计划（以下简称“红博会展ABS”）2单；产品类别方面，下调级别的14单产品中包括6单债权类ABS，6单收益权类ABS，1单CMBS和1单类REITs。

1.平银凯迪电力ABS

概况：平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划（二期）（以下简称“平银凯迪电力ABS”）成立于2015年11月11日，基础资产为原始权益人崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司、来凤县凯迪绿色能源开发有限公司（以下简称“来凤电厂”）、江陵县凯迪绿色能源开发有限公司（以下简称“江陵电厂”）、赤壁凯迪绿色能源开发有限公司（以下简称“赤壁电厂”）和谷城县凯迪绿色能源开发有限公司（以下简称“谷城电厂”）等五家电厂从事生物质发电业务享有的特定期限的电力上网收费收益权。平银凯迪电力ABS发行总规模为22.22亿元，其中优先级证券规模为20.00亿元，分为“凯迪2优01~06”六个品种，中诚信证评均给予AA⁺的信用级别；次级证券规模为2.22亿元，由差额支付承诺人凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）全额认购。平银凯迪电力ABS的增信措施包括优先/次级分层，凯迪生态提供差额支付承诺，原始权益人土地使用权、房屋所有权、电厂机器设备抵押，凯迪生态持有原始权益人的股权质押。

事件过程：

2018年5月7日，差额支付承诺人凯迪生态发行的“11凯迪MTN1”未按期足额兑付本息，构成实质性违约，中诚信国际将凯迪生态主体信用等级由AA调降至C。根据平银凯迪电力ABS《标准条款》的约定，若凯迪生态（含合并报表子公司）发行的任一只债券或资产证券化产品出现违约，将触发提前终止事件。“11凯迪MTN1”的违约触发了平银凯迪电力ABS的提前终止事件。同时，根据交易文件约定，当评级机构给予差额支付承诺人的主体信用等级等于或低于AA-级时，将触发权利完善事件，计划管理人可要求原始权益人向国网湖北省电力公司发送通知，通知电力公司将基础资产对应的电费收入直接支付至专项计划账户或其他指定账户。凯迪生态主体级别调降至C触发了平银凯迪电力ABS的权利完善事件。另外，平银凯迪电力ABS原始权益人旗下电厂日常燃料采购等运营支出由凯迪生态提供支持，凯迪生态资金紧张，无法提供运营支持，基础资产涉及的来凤电厂、赤壁电厂因燃料不足停运，导致基础资产产生的现金流亦大幅下滑。

如前所述，“11凯迪MTN1”的违约触发了提前终止事件，全部未清偿优先级证券将于该事件发生的30日内起全部到期。考虑到专项计划现金流不足以完成优先级证券“凯迪2优03~06”剩余本息的兑付，需启动凯迪生态的差额支付机制，但凯迪生态的差额支付能力具有较大的不确定性，2018年5月7日，中诚信证评将“凯迪2优03~06”信用等级由AA⁺调降至C。2018年6月9日，平银凯迪电力ABS进入清算阶段。

事件分析：

对于收益权类ABS产品，基础资产现金流的产生对原始权益人、运营支持方、差额支付承诺人等主体的依赖比较大，本例中，凯迪生态的债务及流动性危机波及到了原始权益人旗下电厂，旗下电厂因缺料停产导致发电量大幅下降，基础资产现金流入亦大幅减少。同时，作为差额支付承诺人，凯迪生态亦无力履行差额支付承诺。此外，差额支付承诺人债务违约触发了平银凯迪电力ABS的提前终止事件，全部未清偿资产支持证券提前到期，但基础资产现金流大幅减少加之差额支付承诺人债务危机，优先级证券“凯迪2优03~06”本息的偿付不确定性较大。

2. 平安凯迪电力 ABS

概况：平安凯迪电力上网收费权优先级资产支持专项计划（以下简称“平安凯迪电力 ABS”）成立于 2015 年 6 月 12 日，基础资产为原始权益人隆回县凯迪绿色能源开发有限公司、南陵县凯迪绿色能源开发有限公司、松滋市凯迪阳光生物能源开发有限公司等三家电厂从事生物质发电业务享有的特定期限的电力上网收费收益权。平安凯迪电力 ABS 发行总规模为 11.00 亿元，其中优先级证券为 10.00 亿元，分为“凯迪 01~05”五个品种，大公国际均给予 AA⁺的信用级别；次级证券 1.00 亿元，由差额支付承诺人凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”）全额认购。平安凯迪电力 ABS 的增信措施包括优先/次级分层，原始权益人土地使用权、建筑物所有权、机器设备抵押及电力上网收费权质押，凯迪生态提供差额支付承诺。

事件过程：

如前所述，2018 年 5 月 7 日，凯迪生态发行的“11 凯迪 MTN1”未按期足额兑付本息，构成实质性违约，中诚信国际将凯迪生态主体信用等级由 AA 调降至 C。差额支付承诺人主体信用级别的下调触发了权利完善事件，计划管理人按约定向原始权益人发送权利完善通知，要求原始权益人向《购售电合同》项下的电力公司发送通知，通知电力公司将基础资产对应的电费收入直接支付至专项计划账户或其他指定账户。同时，因流动性紧张，凯迪生态无法向原始权益人旗下电厂提供日常运营支持，部分电厂因缺料停机，导致发电量大幅下滑，基础资产产生的现金流大幅减少。

凯迪生态发生实质性违约，加之 2018 年仍有多笔债务融资工具到期及进入回售期，面临很大的到期偿付压力，其作为平安凯迪电力 ABS 的差额支付承诺人的履约能力存在很大不确定性，导致本期专项计划的还款来源及偿债能力大幅下降，2018 年 5 月 9 日，大公国际将优先级证券“凯迪 04~05”信用等级由 AA⁺调降至 BBB 级，但考虑到托管账户基础资产现金流回款可足额覆盖“凯迪 03”本息，维持“凯迪 03”AA⁺级。

事件分析：

凯迪生态的债务及流动性危机波及到了原始权益人旗下电厂，旗下电厂因缺料停产导致发电量大幅下降，基础资产现金流入亦大幅减少。同时，作为差额支付承诺人，凯迪生态亦无力履行差额支付承诺。

3. 华信应收账款 ABS

概况：德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划（以下简称“华信应收账款 ABS”）基础资产为原始权益人上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信”）的应收账款债权。2018 年 2 月，华信应收账款 ABS 发行成功，发行总规模 10.235 亿元，其中优先级证券 9.72 亿元，为“华信 01A”，联合信用评级给予 AAA 信用评级；次级证券 0.515 亿元。

事件过程：

2018 年 3 月 1 日，联合信用评级发布公告称关注到部分媒体报道关于上海华信的控股股东中国华信能源有限公司董事局主席叶简明先生被调查的相关消息，基于此事件对上海华信经营管理和未来发展可能产生重大影响，将上海华信主体长期信用等级由 AAA 调降至 AA⁺，并将其列入信用评级观察名单。后续上海华信陆续发生应收账款大规模逾期、子公司融资产品逾期、因债务纠纷涉及多起诉讼、股权被冻结等风险事件，联合信用评级多次下调上

海华信主体信用级别。2018年5月21日，上海华信未按时足额兑付“17沪华信SCP001”本息，构成实质性违约。2018年5月22日，联合信用评级将上海华信主体长期信用等级调降至C。

受原始权益人上海华信信用资质恶化影响，2018年3月15日开始联合信用评级陆续下调优先级证券“华信01A”的信用级别，2018年5月18日调降至B。

事件分析：

华信应收账款ABS的原始权益人上海华信发生债务违约，主营业务和外部融资均受到冲击，优先级证券本息偿付的风险较大，级别下调幅度亦较大。

4. 红博会展ABS

概况：红博会展信托受益权资产支持专项计划为我国企业ABS市场首单CMBS违约项目。红博会展ABS于2017年9月29日发行，发行总规模为9.50亿元，其中优先级证券9.00亿元，分为“17红博01~09”九个品种，联合信用评级均给予AA⁺的信用级别；次级证券0.50亿元。红博会展ABS采用CMBS常见的交易结构，即“专项计划+信托计划”的双SPV结构，委托人（过桥资金方）通过信托受托人厦门国际信托有限公司（以下简称“厦门信托”）设立的单一资金信托计划向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”）发放信托贷款并取得信托受益权，然后委托人将信托受益权作为基础资产转让予资产支持专项计划。红博会展ABS的直接偿付来源为信托收益分配，实际偿付来源为底层目标物业的运营收入。底层目标物业为位于哈尔滨市红博会展购物中心。红博会展ABS的增信措施包括优先/次级分层、借款人工大高新提供差额支付承诺、哈尔滨工大集团股份有限公司（以下简称“哈工大集团”）对工大高新的差额支付义务提供不可撤销的连带责任保证、目标物业租金等未来收入质押给厦门信托、目标物业抵押给厦门信托、设置保证金账户、现金流超额覆盖、物业资产超额抵押。

事件过程：

2018年6月15日，联合信用评级将优先级证券“17红博01~09”的信用等级由AA⁺调降至B⁺，级别下调原因主要为：由于股东工大高新未能及时提供运营资金支持，红博会展在维持自身运营的前提下无法有效归集质押现金流，在第二、三个信托还款日均未能按时足额向信托账户中归集质押资金，质押现金流风险明显放大；同时，差额支付承诺人工大高新和担保人哈工大集团均已出现实质性债务危机，逾期债务规模较大，现金流紧张，违约风险极高，基本不能保障偿还债务。

2018年9月21日，借款人工大高新发布《关于厦门信托-红博会展单一资金信托违约的公告》称近期由于资金流动性存在较大困难，工大高新无法按时足额偿还红博会展ABS受托人厦门信托的信托贷款本息共6510.00万元，导致红博会展ABS触发“违约处理”约定条款，厦门信托宣布该信托贷款于2018年9月18日提前到期，并要求工大高新于2018年9月18日向其归还全部未偿贷款本息。

2018年10月11日，计划管理人华林证券发布公告称，截至2018年10月8日，鉴于差额支付义务人和担保人均未能履行相关义务，导致专项计划账户内资金余额不足以兑付本期应付的优先级证券本金和预期收益，触发专项计划违约事项。

事件分析：

红博会展 ABS 本息的实际偿付来源为底层目标物业红博会展购物中心的运营收入，工大高新未能及时提供运营资金支持，导致物业运营收入现金流无法按时足额归集。外部增信方面，差额支付承诺人工大高新、担保人哈工大集团均出现流动性紧张、债务违约等风险事件，无法履行差额支付及担保义务。另外，需要注意的是，工大高新和哈工大集团存在较强的关联关系，信用风险事件易相互传染，一定程度上削弱了差额支付及担保能力。

CMBS 产品类似于银行经营性物业贷款，如果借款主体发生违约，需通过处置资产进行偿付，虽然红博会展 ABS 抵押率不高，最终投资人不一定发生实质损失，但资产处置过程较漫长。

5.天风证券二期 ABS

概况：天风证券二期股票质押式回购债权资产支持专项计划（以下简称“天风证券二期 ABS”）于 2017 年 11 月 20 日发行，原始权益人为天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”），底层资产为股票质押式回购债权。天风证券二期 ABS 发行总规模为 8.94 亿元，其中优先级证券 7.16 亿元，分为“天风 17A1~A3”三个品种，大公国际均给予 AAA 的信用级别；次优级证券 0.55 亿元，为“天风 17B”，大公国际给予 AA 的信用级别；次级证券 1.23 亿元，未评级。

事件过程：

2018 年 6 月 26 日，大公国际将原始权益人天风证券的主体信用级别由 AA⁺调升至 AAA，但由于天风证券二期 ABS 的基础资产中最大融入方发生违约，导致次优级证券“天风 17B”的偿付风险加大，将“天风 17B”信用等级由 AA 调降至 A⁺。

事件分析：

虽然天风证券二期 ABS 原始权益人的主体信用级别调升，但基础资产中最大融入方发生违约，基础资产质量恶化，次优级证券本息的偿付风险加大。

6.哈尔滨供热 ABS

概况：哈尔滨物业供热集团供热收益权一期资产支持专项计划（以下简称“哈尔滨供热 ABS”）成立于 2015 年 12 月 18 日，基础资产为原始权益人哈尔滨市热力公司、哈尔滨香坊物业供热有限责任公司、哈尔滨市住宅新区物业管理总公司等 3 家公司特定期间的供热收费收益权。哈尔滨供热 ABS 发行总规模为 14.80 亿元，其中优先级证券为 13.20 亿元，分为“哈热 01~05”五个品种，中诚信证评均给予 AA⁺的信用级别；次级证券为 1.60 亿元。哈尔滨供热 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人提供差额支付承诺、哈尔滨物业供热集团有限责任公司（以下简称“哈供热集团”）提供补充差额支付承诺。

事件过程：

由于基础资产现金流表现不及预期，对优先级资产支持证券本息偿付的保障程度有所下降；同时，补充差额支付承诺人哈供热集团经营亏损，其提供补充差额支付的能力或受到影响，2018 年 6 月 28 日，中诚信证评将哈尔滨供热 ABS“哈热 03~05”的信用级别由 AA⁺调降至 AA。2019 年 1 月 15 日，优先级证券“哈热 03”完成了本息兑付。

事件分析：

公开资料未查询到哈尔滨供热 ABS 的基础资产现金流不及预期的具体原因，但基础资产现金流的产生与原始权益人的经营情况密切相关，基础资产现金流不及预期，侧面反映了原始权益人也即差额支付承诺人经营情况可能发生了不利变化，其提供差额支付的能力有所减弱。同时，补充差额支付承诺人哈供热集团的信用资质一般，中诚信国际给予 AA⁻的主体信用级别，其提供补充差额支付的能力也有限。不过哈尔滨供热 ABS 评级下调幅度仅为半级，或许反映了基础资产现金流不及预期的情况可能只是暂时的，基础资产质量并未实质恶化。

7. 昆明西公路 ABS

概况：昆明西公路枢纽客运代理费资产支持专项计划（以下简称“昆明西公路 ABS”）成立于 2015 年 12 月 9 日，基础资产为原始权益人昆明市西部汽车客运站有限公司（以下简称“昆明西客站”）经营昆明西客站而享有的对特定承运人的客运代理费收费收益权。昆明西公路 ABS 发行总规模为 2.20 亿元，其中优先级证券为 1.80 亿元，分为“15 昆西 01~05”五个品种，中诚信证评均给予 AAA 的信用级别；次优级证券 0.20 亿元，为“15 昆西中”；次级证券 0.20 亿元，由原始权益人全额持有。昆明西公路 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人昆明西客站提供差额支付承诺、武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”）为原始权益人所承担的差额补足义务和基础资产回购义务提供不可撤销的连带责任保证担保。

事件过程：

2018 年 6 月 29 日，中诚信证评将昆明西公路 ABS“15 昆西 03~05”的信用级别由 AAA 调降至 AA⁺，调级理由如下：受网约车的普及及高铁开通等原因对客运人流的分流影响，昆明西客站的客流量大幅减少，导致基础资产产生的客运代理费现金流入与预测值的差距较大，虽未影响优先级资产支持证券本息的兑付，但未来若基础资产现金流仍持续低于预测值，将可能会影响优先级资产支持证券本息的兑付。2018 年 12 月 9 日，优先级证券“15 昆西 03”完成了本息兑付。

事件分析：

昆明西公路 ABS 评级下调风险来自基础资产现金流大幅下滑，但该产品由武汉信用提供担保，武汉信用系武汉国资委实际控制，偿债能力很强，中证鹏元给予 AA⁺的主体信用级别，优先级及次优级证券本息的偿付仍有较强保障。

8. 庆汇租赁一期 ABS

2018 年 8 月，中诚信证评再次将优先级证券“庆汇 1 优”的信用等级由 B 调降至 C，具体分析见前文。

9. 哈尔滨机场专用路 ABS

概况：哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划（以下简称“哈尔滨机场专用路 ABS”）成立于 2015 年 8 月 19 日，基础资产为原始权益人哈尔滨机场专用路有限公司（以下简称“机场路公司”）享有的特定期限内哈尔滨机场专用路通行费收入收益权。哈尔滨机场专用路 ABS 发行总规模为 9.135 亿元，其中优先级证券 8.70 亿元，分为“哈场路 01~06”六个品种，联合信用评级均给予 AA⁺的信用级别；次级证券 0.435 亿元。哈尔滨机场专用路 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人机场路公司提供差额支付承诺、哈工大集团提供无条件连带责任担保。

事件过程：

优先级证券“哈场路 01”的到期日为 2015 年 12 月 31 日，由于哈尔滨机场专用路 ABS 于 2015 年 8 月 19 日成立，截至兑付日，基础资产产生现金流较少，无法覆盖当期优先级资产支持证券的本息，本期专项计划启动担保补足，2015 年 12 月 18 日哈工大集团向专项计划账户划款 5621.14 万元，完成了优先级证券“哈场路 01”本息及“哈场路 02~06”利息的兑付。

由于基础资产现金流不及预期，很大程度无法覆盖下个兑付日“哈场路 04”本息及“哈场路 05~06”利息；同时，担保方哈工大集团现金流紧张，违约风险极高，2018 年 9 月 13 日，联合信用评级将优先级证券“哈场路 04~06”信用等级由 AA⁺调降至 B，并继续列入信用评级观察名单。

2018 年 12 月 26 日，计划管理人民生证券发布公告称，根据哈尔滨机场专用路 ABS《计划说明书》及《标准条款》的约定，“哈场路 04”于 2018 年 12 月 31 日到期；根据《2018 年度第二次有控制权的资产支持证券持有人大会的决议》，“哈场路 05~06”于 2018 年 12 月 31 日提前到期。

事件分析：

哈尔滨机场专用路 ABS 基础资产现金流不及预期，优先级证券本息的偿付依赖哈工大集团的担保补足，哈工大集团发生违约，现金流紧张，其担保实力大幅减弱，故此次级别下调幅度比较大，且被继续列入信用评级观察名单。

10. 融元·天裕燃气一期 ABS

概况：融元·天裕燃气第一期资产支持专项计划（以下简称“融元·天裕燃气一期 ABS”）成立于 2016 年 8 月 25 日，基础资产为原始权益人徐州天裕燃气发电有限公司（以下简称“天裕燃气”）享有的特定期间内的电力上网收费收益权。融元·天裕燃气一期 ABS 发行总规模为 8.90 亿元，其中优先级证券 8.00 亿元，分为“16 天裕 A1~A4”四个品种，中诚信证评均给予 AA⁺的信用级别；次级证券 0.90 亿元。融元·天裕燃气一期 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、原始权益人天裕燃气和江苏天裕能源科技集团有限公司（以下简称“天裕集团”）提供差额支付承诺、设置现金储备账户（从专项计划募集资金中留存 4000.00 万元）。

事件过程：

因上游两家焦炉煤气供应商响应环保部门号召减产，加之受环保督查影响进行整改，上游主要供应商对天裕燃气的焦炉煤气供应量减少，天裕燃气的生产原料不足，导致其上网电量和电费收入大幅减少，基础资产回款大幅低于预期，2017 年启动了天裕燃气对专项计划的差额补足（支付差额补足款 1.32 亿元）。基于以上原因，2017 年 6 月 30 日，中诚信证评对融元·天裕燃气一期 ABS 进行首次跟踪评级时将优先级证券“16 天裕 A1~A4”的信用级别列入信用评级观察名单。

2018 年 9 月 29 日，中诚信证评将优先级证券“16 天裕 A3~A4”的信用级别由 AA⁺调降至 AA，并将其列入信用评级观察名单，调级理由为：受前期停产影响，天裕燃气上网电费现金流较预期值仍有较大差额，兑付资金主要来源于天裕燃气按约定支付的差额支付款项；同时，截至 2018 年 9 月 28 日，天裕燃气尚未按《差额支付承诺函》的约定将剩余的 4028.80 万元退回至专项计划账户。

2018年12月28日，中诚信证评对融元·天裕燃气一期ABS进行了第二次定期跟踪评级，评级报告显示，跟踪期内专项计划按时足额偿付了优先级证券“16天裕A1”和“16天裕A2”本息及“16天裕A3”和“16天裕A4”的收益，维持“16天裕A3~A4”AA级别，但考虑到跟踪期内本期专项计划基础资产所依附的经营性资产因上游供气企业停产而无法满负荷运转，导致基础资产回款较预测收入存在较大差距，且因环保因素差额支付承诺人之一的天裕集团提供差额支付的能力变弱，继续将“16天裕A3~A4”列入信用评级观察名单。

事件分析：

原始权益人天裕燃气对上游原料供应商的依赖性较强，由于相应供应商环保限产等导致原料供应不足，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，基础资产现金流回款持续大幅低于预期，优先级证券本息的兑付一直依赖差额支付承诺人补足，差额支付承诺人信用水平的变化将影响优先级证券本息的兑付。

11. 中信华夏三胞ABS

概况：中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划（以下简称“中信华夏三胞ABS”）成立于2016年11月28日，系三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）作为原始权益人以其持有的南京国际金融中心为目标资产发行的权益型类REITs，发行总规模为30.53亿元，分为“16三胞A”和“16三胞B”两个品种，发行规模分别为15.88亿元和14.65亿元，其中“16三胞A”的预期期限为24年（每3年设置开放期），按年还本付息；“16三胞B”预期期限为3+1年，每年付息，到期一次还本。中信华夏三胞ABS的增信措施包括目标资产抵押、项目公司股权质押、三胞集团的优先收购权的权利对价安排、三胞集团提供流动性支持及租金差额补足承诺。“16三胞A”本息偿付来源为标的物业的租金收入；“16三胞B”本息偿付主要依赖三胞集团支付的优先收购权的权利对价，若三胞集团放弃行使优先收购权，则“16三胞B”本息偿付主要依赖目标资产的处置。

目标资产南京国际金融中心位于南京新街口繁华地段，2014年三胞集团自长安实业旗下ARA资产管理公司收购所得，为办公和商业综合体，专项计划设立时评估价值为35.11亿元，“16三胞A”本金对目标资产评估价值的抵押率为44.86%。

事件过程：

2018年7月开始，三胞集团陆续发生资管计划、理财计划本息逾期等信用风险事件，母公司层面债务规模大、流动性紧张、短期偿付压力大，上市公司股权质押比例很高，子公司宏图高科延期兑付中期票据本息。2018年7月20日开始，中诚信证评陆续下调三胞集团主体信用级别，并列入信用评级观察名单；2018年11月29日，中诚信证评将三胞集团主体信用级别调降至BBB⁻，并继续列入信用评级观察名单。

考虑到三胞集团流动性风险加大，对“16三胞B”信用水平的支撑有所减弱，2018年8月20日，联合信用评级将中信华夏三胞ABS“16三胞B”信用等级列入信用评级观察名单。2018年10月16日，联合信用评级将中信华夏三胞ABS“16三胞B”信用等级由AA调降至A，并继续列入信用评级观察名单，主要系“16三胞B”预期收益及本金的足额兑付主要依赖优先收购权人三胞集团支付的相关权利对价，考虑到优先收购权人由于持续大规模并购加之金融去杠杆的宏观环境影响，流动性风险加大，短期偿债压力大，主体信用水平有所下降，对“16三胞B”的信用水平的支撑明显减弱。

事件分析：

中信华夏三胞 ABS 的目标资产运营情况良好，出租率较高，现金流稳定，租金收入现金流对“16 三胞 A”当期应付本息的保障能力强。但“16 三胞 B”本息的偿付主要依赖三胞集团的优先收购权的权利对价，在三胞集团资金紧张，短期偿债压力加大的情况，若无法在行权期履行权利对价的支付，则将影响“16 三胞 B”本息的偿付。中信华夏三胞 ABS 设置了如下条款“3 个计划年度未到之时，若发生 B 档利息不能足额支付，可根据约定提前终止，即提前进行目标资产处置，届时将会进行目标资产项目公司的市场化股权转让”，虽然目标资产的处置收入一定程度上可保障“16 三胞 B”本金的兑付，但处置方式、处置时间、处置价值均存在不确定性。

12. 巩义燃气 ABS

概况：巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划（以下简称“巩义燃气 ABS”）成立于 2015 年 10 月 29 日，基础资产为原始权益人巩义市燃气有限公司（以下简称“巩义燃气”）享有的特定期间特定区域的供气收费收益权。巩义燃气 ABS 发行总规模为 5.50 亿元，其中优先级证券 5.00 亿元，分为“巩燃 01~06”六个品种，联合信用评级给予优先级证券“巩燃 01~02”AA⁺的信用级别，给予次优级证券“巩燃 03~06”AA 的信用级别。巩义燃气 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、超额现金流覆盖、巩义燃气提供差额支付承诺、河南中孚实业股份有限公司（以下简称“中孚实业”）为巩义燃气的差额支付义务提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

事件过程：

2017 年 6 月，联合信用评级对巩义燃气 ABS 进行了首次跟踪评级，维持优先级证券“巩燃 01~02”AA⁺的信用级别，维持次优级证券“巩燃 03~06”AA 的信用级别。评级报告提到：2016 年巩义市非居民天然气销售价格下调，且工业用管道天然气下降幅度较大，天然气价格变动及工业用户经营状况对基础资产现金流影响较大，次优级证券“巩燃 03~06”本息获得及时足额偿付的能力较弱，但考虑到交易结构中原始权益人的差额支付及中孚实业担保等增信安排，次优级证券“巩燃 03~06”实际的信用风险小。

2018 年以来，受采暖季限产以及主要原材料价格上涨等因素影响，担保人中孚实业经营亏损严重，同时，由于存在债务纠纷，股权被冻结，上述事项显著削弱了中孚实业的整体偿债能力，2018 年 11 月 1 日，联合信用评级将中孚实业主体信用级别及相关债项级别由 AA 调降至 AA⁻。

2018 年 11 月 16 日，联合信用评级将巩义燃气 ABS“巩燃 04~06”信用等级由 AA 调降至 AA⁻，并列入信用评级观察名单（调级理由不详）。

事件分析：

远东资信未从公开资料找到巩义燃气 ABS 评级下调原因，但猜测与担保人中孚实业主体级别下调有关，2017 年跟踪评级报告曾披露次优级证券“巩燃 03~06”本息的偿付依赖差额支付和担保等外部增信，中孚实业信用资质的恶化将会削弱其担保能力，次优级证券的本息偿付风险有所加大。

13. 江西小贷 ABS

概况：江西省小额贷款公司 2015 年小额贷款资产支持专项计划（以下简称“江西小贷 ABS”）成立于 2015 年 8 月 4 日，基础资产为原始权益人贵溪市广信小额贷款股份有限公司、鹰潭市信江广达小额贷款股份有限公司、分宜县湘商小额贷款股份有限公司和赣州市章贡区汇禾小额贷款股份有限公司等 4 家小贷公司的小额贷款债权。江西小贷 ABS 发行总规模为 5.00 亿元，其中优先级证券 3.60 亿元，分为“赣小贷 A1~A3”三个品种，中诚信证评均给予

AAA 的信用级别；次优级证券 0.80 亿元，为“赣小贷 B”，中诚信证评给予 AA⁺的信用级别；次级证券 0.60 亿元，未进行评级。江西小贷 ABS 的增信措施包括优先/次优/次级分层、原始权益人提供差额支付承诺、中国出口信用保险公司（以下简称“出口信用保险”）为专项计划项下优先级及次优级证券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

事件过程：

2016 年 6 月 30 日，中诚信证评对江西小贷 ABS 进行了首次跟踪评级，发现跟踪期内资产服务机构并未按要求划转、归集基础资产产生的现金流回款，但并未对级别进行调整。

2018 年 7 月 2 日，计划管理人申万宏源发布公告称，基于本期专项计划的运作情况，本期专项计划已发生加速清偿事件（具体原因不详），管理人将对本期专项计划进行加速清偿。由于发生加速清偿事件，2018 年 7 月 31 日，中诚信证评将次优级证券“赣小贷 B”信用等级列入信用评级观察名单。

2018 年 8 月 3 日，计划管理人申万宏源发布公告称，江西小贷 ABS 的 2018 年第一次持有人大会审议通过了《关于次优先级资产支持证券延期的议案》，专项计划次优级证券“赣小贷 B”预期到期日延长至 2018 年 11 月 3 日。

因对担保机构尽职调查不到位，未发现项目担保函所用印章系伪造，加之存续期管理、信息披露不到位等，2018 年 11 月 1 日，上海证监局对计划管理人申万宏源负责江西小贷 ABS 项目的主要人员张明炜出具警示函，这是监管机构开出的首张针对个人的 ABS 罚单。

2018 年 11 月 16 日，中诚信证评将次优级证券“赣小贷 B”信用等级由 AA⁺调降至 B，且继续列入信用评级观察名单，级别下调主要基于：江西小贷 ABS 的原始权益人在首次延期预期到期日前未能足额赎回“赣小贷 B”，且专项计划相关增信措施未有效启动，虽然“赣小贷 B”预期到期日已进行二次延长至 2018 年 12 月 31 日，但“赣小贷 B”仍面临较大的本金无法足额兑付的风险。

2018 年 12 月 27 日，次优级证券“赣小贷 B”完成了本息兑付。

事件分析：

从公开资料来看，存续期间江西小贷 ABS 发生了加速清偿事件（具体原因不详），虽次优级证券“赣小贷 B”预期到期日两次延期，但足额赎回的风险较大；且项目担保函系伪造，相关担保措施亦无法启动。江西小贷 ABS 原始权益人信用资质一般，基础资产质量一般，产品级别主要依赖担保方出口信用保险，但担保函实质系伪造，产品实际信用水平不高，发生加速清偿事件后，足额赎回的风险较大。另外，该产品级别下调也反映了计划管理人等中介机构在尽职调查过程中未尽职履责。

14. 财信环境 ABS

概况：财信环境废弃物处理费债权资产支持专项计划（以下简称“财信环境 ABS”）成立于 2017 年 3 月 6 日，基础资产为原始权益人重庆财信环境资源股份有限公司（以下简称“财信环境”）享有的废弃物处理费债权，以及依据《债权转让协议》受让的 9 个项目子公司的废弃物处理费债权。财信环境 ABS 发行总规模为 6.25 亿元，其中优先级证券 5.90 亿元，分为“财信 01~06”六个品种，联合信用评级均给予 AA⁺的信用级别；次级证券为 0.35 亿元，

由原始权益人财信环境全额认购。财信环境 ABS 的增信措施包括优先/次级分层、重庆财信企业集团有限公司（以下简称“财信集团”）提供差额支付承诺、超额覆盖资产池。

事件过程：

2018年6月19日，联合信用评级发布公告称因财信环境 ABS 差额支付承诺人财信集团 2017 年审计报告尚未完成，延迟对本期专项计划进行跟踪评级。

2018年11月30日，计划管理人民生证券发布公告称财信环境 ABS 的基础资产涉及的余庆污水处理厂因运营环境变化，已于 2017 年 7 月 26 日无偿移交给余庆县水务局，原始权益人财信环境已停止对该厂的运营管理，相关基础资产的运行情况或产生现金流的能力已发生变化，因此污水处理项目实际收入较预测收入有所偏差。另外，本期专项计划存在未按时足额归集现金流的情况，在前 3 个归集期间，原始权益人未将应归集现金流按约定频率、时间归集至专项计划账户，实际现金流未按时足额归集的主要原因为受外部整体经济环境下降的影响，园区企业项目回款时间不确定性增加，回款较往年相比有所延迟，因此实际归集情况较预测情况有所偏差。针对现金流未按时足额归集的情况，民生证券正在与原始权益人进行沟通，拟计划从 2019 年度起加快专项计划的还本付息频率，由原先的每半年付息一次改为每季度付息一次。

2018年11月30日，联合信用评级出具跟踪评级报告，将财信环境 ABS“财信 02~06”信用级别由 AA⁺调降至 AA，调级理由为：基础资产自 2017 年 7 月减少 1 个污水处理厂，跟踪期内实现收入较预测收入有一定偏离，且专项计划未按时足额归集现金流，存在资金混同风险。

2019年1月28日，财信环境 ABS 召开 2019 年有控制权的资产支持证券持有人会议，通过了本期专项计划按季度偿付优先级证券本息的议案。

事件分析：

财信环境 ABS 级别下调原因主要为基础资产现金流入低于预期，以及现金流归集不及时。专项计划按季度偿付优先级证券本息的议案通过后，资金混同的风险或将减少；同时，该产品由财信集团提供差额支付承诺，财信集团信用资质尚可，其提供的差额支付承诺仍可对优先级证券本息偿付提供较强保障，优先级证券“财信 03~06”本息的兑付仍有一定保障。

结语

通过对风险案例进行梳理，远东资信认为企业 ABS 产品评级下调原因可以归结为以下三类：基础资产现金流不及预期、相关主体信用资质恶化和中介机构未尽职履责，上述情况的发生均将导致专项计划现金流入对优先级资产支持证券本息的保障能力减弱，进而引起产品级别下调。关于评级下调原因，远东资信将在后续文章中展开详细分析，敬请期待！

【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。