

募投项目分析方法

2017年9月12日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

募投项目分析方法

企业债券募集资金投资项目（以下简称“募投项目”）指企业通过发行企业债券募集而来的资金投入的项目。募投项目对企业偿债能力及未来发展影响较大，因此，对募投项目的分析非常重要，是评级工作的重要组成部分。

根据国家发改委及相关监管部门的政策法规，募投项目分析在一般企业债、项目收益债、专项债券及跟踪评级中经常涉及。评级报告中募投项目分析包括募投项目概况、募投项目盈利能力评估以及募投项目偿债能力分析等。其中，项目收益债和专项债券的募投项目均需符合一般企业债募投项目的相关规定，同时，又有自身特点及需要额外满足的方面。

一、项目收益债

1. 募投项目概况

根据《项目收益债券管理暂行办法》，项目收益债券的募集资金用于特定项目的投资与建设。由于项目风险责任由项目公司承担，与一般债券相比，债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后的运营收益，故对项目收益债的评估来讲，对项目自身未来盈利能力和现金流入稳定性、持续性的分析要求更高，高于一般企业债券中对募投项目的分析。

项目收益债募投项目进度要求方面，募投项目原则上应为已开工项目，未开工项目应于债券发行后三个月内开工建设。

2. 募投项目有关风险分析

由于项目收益债募投项目一般为新建项目，因此要对募投项目有关风险进行分析，至少应涵盖项目建设风险和项目运营风险。

项目建设风险：建设期内资本金不能及时到位、原材料价格上涨导致募投项目实际投资超出预算、项目用地征地拆迁、招拍挂出让程序慢于预期等因素均会导致项目建设进度延误。项目建设中的技术问题、管理问题、突发事件风险等，都有可能影响项目的顺利建设。

项目运营风险：项目运营期间，若受当地经济发展水平、政府决策及干预、企业实际运营能力及行业竞争加剧等因素影响，导致项目运营收入低于预期，会对项目收益债的偿债能力造成影响。

3. 募投项目盈利能力和现金流评估

募投项目收入、盈利能力及现金流应由独立第三方（包括具有咨询、评估资质的会计师事务所、咨询公司、资产评估机构等）进行评估并出具有关报告。募投项目效益分析涵盖经济效益分析和社会效益分析，该部分应侧重于对可研机构编制可研报告的实力进行分析，主要采用项目内部收益率、投资回收期等测算指标。

募投项目应具有良好的经济效益，项目投资内部收益率原则上应大于8%，对于政府购买服务项目，或债券存续期内财政补贴占全部收入比例超过30%的项目，或运营期超过20年的项目，内部收益率的要求可适当放宽，但原则上不低于6%；社会效益包括促进招商引资、促进大学生就业、吸纳农村剩余劳动力、引入新兴产业、调整当地产业结构等方面。

项目收入一般包括项目直接收费收入、产品销售收入、财政补贴等，其中，财政补贴应逐年列入相应级别人民政府的财政预算并经同级人大批准列支，条件成熟后还应纳入有权限政府的中期财政规划，债券存续期内财政补贴占项目收入的比例合计不得超过50%。现金流预测包括现金流入（项目收入、补贴收入等）和现金流出（经营成本、运营期利息、税金等），进而得出债券存续期内项目各年度现金流入量和净现金流。

对企业提供的募投项目收入支出测算合理性进行验证分析评估。应结合宏观经济、行业政策、区域经济发展等因素进行分析，重点核查、分析验证有关假设的合理性，判断测算依据是否合理，同时对有关评估过程的合理性、科学性进行评估。对有关评估结果进行必要的评价，如可将评估结果区分为乐观、客观、保守等。

评估分析验证的内容包括投产运营时间计划安排是否合理，相关产量、销量、产能利用率、销售进度、出租率等预测是否客观，有关价格（包括但不限

于相关政府部门出具的指导定价文件、同类及周边可比价格等) 未来实现的可能性, 有关成本费用测算是否公允等, 即对现金流入、现金流出的关键要素进行分析。

建设、运营期利息支出方面, 可评估关注利率设置是否符合市场行情。

表1 项目收益债募投项目现金流量表 (单位: 万元)

序号	项目	合计	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	……
1	现金流入小计									
1.1	销售收入									
1.2	其他收入 (例如政府补贴等)									
2	现金流出小计									
2.1	经营成本									
2.2	运营期利息支出									
2.3	营业税金及附加									
2.4	所得税									
2.5	其他									
3	现金流量净额									
4	累计现金流量净额									

注: 1. 表格中的终止年份为债券到期年度;
2. 现金流量净额=现金流入小计-现金流出小计

4. 募投项目偿债能力分析

首先, 要对募投项目偿债能力指标进行分析。根据相关监管文件要求, 项目收益债券的存续期不得超过募投项目运营周期。募投项目偿债能力的衡量指标为: 募投项目现金流入量对本息偿还的覆盖倍数=现金流入小计/本期项目收益债券偿还本息合计; 募投项目现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数=现金流量净额/本期项目收益债券偿还本息合计。

债券存续期内项目每年收入、现金流入量或流量净额对债券本息的覆盖倍数是衡量项目收益债风险的重要指标 (募投项目现金流入量或流量净额对本息偿还额的覆盖倍数越大, 风险越小)。若项目收益债券的存续期从项目建设期开始, 建设期内项目自身尚未实现收入, 可能存在单年现金流入量无法覆盖债券本息的情况, 即项目现金流入时间与债券本息偿付时间存在错配, 此时应考虑是否有财政补贴等其他收入或资金来源以满足当年还本付息需求。此外, 可能存在运营期内前几年项目全部实现销售及资金回笼的情况, 但项目结余资金

并没有固化安排，不能保证所有项目结余均用于偿还募集资金，因此债券存续期后续几年的还本付息有赖于项目结余资金的合理调配。对于这种收入与债券偿还期限不匹配的风险应在评级过程中予以关注，企业应采取特别的措施。

表2 项目收益债募投项目预测现金流对本期债券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

年份	利息	本金	本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数	累计现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
第一年						
第二年						
第三年						
第四年						
第五年						
第六年						
第七年						
……						
合计						

注：1. 表格中的终止年份为债券到期年度；
 2. 本期项目收益债的利息测算根据市场利率设定；
 3. 现金流入量对本息偿还的覆盖倍数=表1中的现金流入小计/本期项目收益债券本息合计；
 4. 现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数=表1中的现金流量净额/本期项目收益债券本息合计；
 5. 累计现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数=表1中的累计现金流量净额/本期项目收益债券本息合计。

其次，要对募投项目敏感性进行分析。假设项目建设投资金额、营业收入和经营成本等各不确定因素分别增减一定比例（如：10%~20%，结合上述评估的结论），对内部收益率进行敏感性分析，得出最敏感的因素，进而分析该因素若发生变动对偿债能力的影响。

第三，要对项目收益债账户设置进行分析。项目收益债发行人应该在银行设置独立于日常经营账户的债券募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户，分别存放项目收益债券的募集资金、项目收入资金和项目收益债券还本付息资金。

若项目收益债设置差额补偿机制，应同时分析差额补偿人对债券的保障能力。

二、一般企业债募投项目分析方法

1. 募投项目概况

根据《企业债券发行信息披露指引》，企业债募投项目分析需明确项目概况、总投资额、股权投资额、项目开工时间及预计建设期限、拟使用债券资金、资金使用比例等。

根据国家发改委简化企业债申报的意见，支持债券资金用于项目前期建设，对于处于前期阶段的项目，仅提供拟支持的项目名单即可，对于已开工项目，应提供项目获得的土地、环评、规划等相关合规性批复文件。

评级机构应根据监管的要求和募集说明书，披露募投项目基本情况。

2. 募投项目盈利能力评估

首先，要对募投项目有关风险进行简要评价，包括项目建设风险（项目合理性、合规性和工程建设中的其他风险）和项目运营风险等。

其次，要对募投项目收入支出测算合理性进行分析，判断测算依据是否合理，包括投产运营时间计划安排是否合理，相关产量、销量、产能利用率、销售进度、出租率等预测是否客观，有关价格（包括但不限于相关政府部门出具的指导定价文件、同类及周边可比价格等）未来实现的可能性，有关成本费用测算是否公允等。此处合理性分析同项目收益债。

第三，对募投项目盈利能力的评价指标主要采用投资回收期 and 内部收益率，内部收益率指标越大代表项目盈利能力越强，投资回收期越短表示项目盈利能力越强。

3. 募投项目偿债能力分析

募投项目偿债能力分析同项目收益债。

同时，需分析发行人整体偿债能力，包括近三年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对债券本金的覆盖程度等。

应关注其他增信措施，包括但不限于第三方担保、抵质押担保等。

三、专项债券

1. 专项债券

国家发改委陆续出台多个专项债券发行指引，涉及城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、城市停车场建设、政府和社会资本合作（PPP）项目等重点领域投资。专项债券是在企业债券制度框架内，针对相关行业特点而“量身定制”的债券品种。由于专项债券涉及的项目大都能产生稳定的现金流，其募投项目分析要点在一般企业债基础上，需着重考虑项目未来收益情况，但监管部门未就其做详细的规定。因此，评级机构也应至少参照一般企业债的评级要求进行分析。

同时，需分析发行人整体偿债能力，包括近三年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对债券本金的覆盖程度等。

2. PPP 项目

专项债券中的 PPP 项目应能够产生持续稳定的收入和现金流，项目收益优先用于偿还债券本息，来源于政府付费和财政补贴的项目收益应按规定纳入中期财政规划和年度财政预算。应考虑政府参与方式（特许经营、政府购买服务、股权合作、投资补助或财政补贴等）、拟采用的 PPP 操作模式（BOT、TOT、BOO、BOOT 等），并需要出具物有所值和财政可承受能力报告。

有关盈利能力、现金流预测、偿债能力分析等，同一般企业债。

四、跟踪评级

跟踪评级过程中，对于尚处于建设期的募投项目，需关注项目已投资金额、工程进度、已使用债券募集资金金额等；对于已处于运营期的募投项目，需关注项目资金回流与债券发行时的收入、现金流测算是否匹配，若项目实际现金流低于可研测算值，需对其进行关注，并分析企业自身偿债能力及考虑是否追加其他偿债保障措施等。