

# 项目收益债券信用分析要点



## 项目收益债券信用分析要点

项目收益债券，是由项目实施主体或其实际控制人发行的，与特定项目相联系的，债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券。

**与普通企业债券相比，项目收益债券自身信用风险特征较为明显：**

### 1、发行主体不同

项目收益债券发行主体为项目实施主体或其实际控制人。项目实施主体设立时间相对较短，而普通企业债券发行主体运营时间一般超过 3 年（或者追溯调整后达到 3 年），且运营相对成熟。与成熟企业相比，项目公司风险相对较大，尤其体现在建设阶段和运营阶段。项目建设阶段中最大的风险是项目无法如期完工的风险；运营阶段中最大的风险是完工后不能达产、或因技术和设备等问题导致产品不达标、下游客户实力变化、或者经营环境发生变化等风险，结果使经营阶段产生的现金流不能达到预期水平。

### 2、偿债资金来源不同

在无外部担保的情况下，项目收益债券的偿债来源为项目自身收入，但债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。而普通企业债偿债来源较为多元化，即使在募投项目未来收益作为普通企业债券主要还款来源的情况下，在募投项目收益尚未达到预期时，公司还可调剂其他资金予以偿还债务。

### 3、债权人对于募投项目的监控程度及信息披露要求不同

由于项目收益债券偿债来源单一，在条款设计上会要求监管方对项目的现金流入流出实行较为严格的控制，设立项目收入归集专户，项目运营期间所有收入必须全部进入项目收入归集专户。而普通企业债券受到此方面的约束相对较少。

**基于项目收益债券和普通企业债券在信用风险特征上的差异，在评级过程中，应该侧重以下几个因素：**

#### 1、项目可行性分析

主要考察项目前期准备情况，相关批文的完备性，以支持未来运营的长期稳定性。其主要重点考察要点包括：

a.项目合法合规性：重点考查项目相关批复和许可文件。

b.项目合理性：重点考查项目所处行业的发展前景、相关的产业政策以及可能获取的支持程度；同时还要重点考查项目可行性研究报告，尤其是可行性研究报告中设定的相关假设条件、相关经济效益和社会效益评价指标，以及提供可行性研究报告机构的专业资质和实力。

#### 2、项目资本结构

重点关注项目建设期的资金构成情况，项目资金除去依赖银行贷款、公开发行债券等外部债券融资工具外，项目资本金及股权资本的来源是亟需关注的对象。其主要重点考察要点包括：

a.初始资本金到位情况：初始资本金以及筹建过程中相关股东承诺的(或按工程进度追缴的)自有资本金到位情况，项目建设期的债务压力显著高于稳定运营期。

b.后续资金的筹集情况：债券发行是否可以满足项目后续所有建设期资金需求，尽量避免再融资尤其是债务融资需求。

### 3、项目自身风险：即建设风险和运营风险。

**建设风险：**项目无法如期完工的风险，这是决定项目能否正常运营以及产生预期现金流的重要因素。对于建设风险需要重点考察的因素，包括：

a.项目施工技术难度及项目方的管理经验：重点考查项目建设周期，相关项目技术成熟性，项目管理方的相关经验等方面。

b.项目建设方和设备供应商实力：在项目收益债券发行前，若项目公司尚未确定项目建设方和设备供应商，则需重点考查招投标制度和要求；若已经确定项目建设方和设备供应商，则需要重点考查项目建设方/设备供应商技术实力、资金实力等因素，同时还要重点考查项目方与项目建设方/设备供应商签订的合同，通过分析合同相关条款，来判断合同合规性、风险分担机制等风险因素。

**运营风险：**项目竣工后能否顺利运转，是决定项目现金流能否达到预期水平最直接的因素，也是衡量项目收益债券还本付息偿债资金来源稳定性和保障程度的关键因素。对于运营风险需要重点考查的方面包括：

a.试运营阶段风险：重点考查竣工验收后试运行时间、相关经济和技术指标、项目质量的考核是否符合预期。

b.正式运营阶段风险：对于基建项目，需要重点考查现金流形成机制、项目公司产品供应的稳定性及成本定价机制、下游需求可能的变化及售价定价机制和回款保障情况。对于产业项目，需要重点考查上游原料供应的保障程度及成本变化情况；生产技术的成熟性、适应性、配套性，尤其是需要重点考查项目公司的母公司是否有采取相同技术水平的相关项目运营经验，以及在生产过程中项目公司对于生产运营资金的保障情况；下游客户对产品消化能力、需求的持续性、价格的变化情况、下游客户实力尤其是对于销售回款周期及金额的保障能力；产业项目，需要重点考查原料供应合同、产品销售合同等重要合同的合规及风险分担机制可能产生的信用风险。

c.经营环境风险：由于项目所处的产业政策、法律环境、宏观经济、自然环境等外部环境变化而导致项目提前终止、项目信用风险因素发生变化，从而导致项目债务偿还能力受到重大影响。因此在评级时也需要关注此类风险。

#### **4、现金流：现金流分析是判断项目收益债券偿还能力的直接因素，应重点分析如下要素：**

a.现金流预测：应重点考查现金流预测的假设条件、第三方专业机构出具的现金流预测情况、第三方机构的专业资质实力。针对现金流预测，评级机构应对其预测的合理性进行判断，同时要结合上述关于项目建设阶段和运营阶段的风险，对现金流预测进行压力测试及敏感性分析。

b.现金流对项目收益债券的保障程度：结合经营现金流预测情况（综合考虑由专业机构出具的现金流预测，以及由评级机构基于压力测试与调整后的现金流预测）及项目收益债券还本付息的相关条款，计算项目收益债券存续期内经营现金流总额和经营现金流净额对于项目收益债券利息和本金的保障倍数，从而判断经营现金流对项目收益债券还本付息的保障程度及可能存在的流动性风险。基于项目公司现金流的相关特点，即在建设阶段，项目自身并不产生经营现金流，评级机构应重点关注建设阶段项目收益债券偿债资金来源的合理性及保障程度；项目运营阶段，经营现金流对于项目收益债券本息保障是否存在流动性风险，以及保障倍数情况。若存在覆盖倍数不足或者流动性风险，应考虑是否存在相关的偿债补足机制。

c.现金流是否闭合：在整个项目收益债券存续阶段，项目建设和运营阶段的现金流除了项目资本金和项目收益债券募集的资金外，是否还有其他的非经营性现金流入，尤其是其他债务资金的流入，若存在，需要关注其他债务资金的偿还顺序安排可能导致的现金流出带来的风险。此外，还需要重点关注经营现金流入设置的归集和管理机制，是否能够采取措施有效控制项目产生的经营现金流，从而对项目收益债券的还本付息提供充分保障。

#### **5、监管及信息披露风险：**

重点关注资金监管流程完备性，信息披露的完整、及时性，项目资产管理等细节要素。应重点分析如下要点：

a.资金监管流程及信息披露：应重点考查项目现金流是否有监管行监管，项目收益是否设置有效的隔离机制以保证其独立性；对其资金使用情况是否有信息披露，在资金使用不符合当初约定时，有无设置相关的触发机制和解决措施。

b.项目资产管理：一方面对于项目公司而言，企业的资产主要为项目所对应的资产，尤其要关注该类资产的抵质押情况。另一方面，如若项目公司为非独立法人，项目公司与母公司之间是否存在资金混同、专项资金挪用等系列风险。

## 6、增信措施及交易各方的职责界定：

关注要点在于外部增信措施的设立、保障措施条款的完善程度；交易各方的职责界定及法律责任的确立。应重点分析以下要素：

a.外部增信措施：项目收益债券设置有差额补偿机制，债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。在设置完善的差额补偿机制基础上，项目收益债券也可以同时增加外部担保，对项目收益债券还本付息提供无条件不可撤销连带责任保证担保。当偿债资金专户内的余额无法足额还本付息、差额补偿人也无法按时补足差额时，由担保人在还本付息日前 10 个工作日将差额部分划入偿债资金专户。

b.增信措施的效力：增信效力的强弱，除与差额补偿人和担保人自身的信用风险相关外；还应考察项目所属方与增信主体的相关性；同时应重点关注差额补偿合同与担保合同签订的法律效力以及相关责任人的违约责任及惩罚力度。

c.交易各方的尽职履责：重点关注出具的法律意见书，以及相关各方责任的界定及其尽职履责的能力。