

版本号：V3.0.201907

单一债务人应收账款（供应链） 证券化评级方法



2019 年 7 月

单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法

一、概念、适用范围及评级局限性

1. 概念

应收账款，是指企业因履行合同项下销售商品、提供劳务等经营活动的义务后获得的付款请求权。单一债务人应收账款（供应链）资产证券化基础资产通常为保理公司转让的保理合同债权或应收账款，穿透到底层来看，资产均为核心企业及其关联下属公司对其上游中小型企业供应商的应付账款，同时以核心企业的连带应付义务作为偿付保障。

2. 适用范围

本评级方法适用于核心企业提供连带应付义务的应收账款资产证券化信用评级。单一债务人应收账款（供应链）资产证券化证券的信用级别与核心企业主体信用级别高度相关。

3. 评级的局限性

本评级方法基于底层应收账款真实、合法、有效，如底层资产存在重大法律瑕疵，很可能对受评证券信用等级带来影响。

二、交易结构分析

供应链资产证券化通常交易结构比较简单，且一般不设置循环购买，期限较短，与底层资产应收账款期限相匹配；多数项目会设置储架模式，以提高发行效率，加快企业融资速度。具体而言为，多家债权人或称为融资方（也即前述中小型企业）将其持有的同一家核心企业及其关联下属公司的应收账款债权转让给保理公司，保理公司作为原始权益人发起资产证券化；同时，核心企业对前述转让的应收账款债权出具付款确认书或者其他形式的文件，最终目的均为对该等应收账款具有到期应付连带责任，进而以其信用保障该等应收账款按期足额偿付。

在前述交易结构的基础上，评级机构一般会主要从以下几个方面对该类产品进行风

险分析与考量，首先是分析底层应收账款的信用质量，其次是分析核心企业的信用水平，最后进行现金流分析；通过前述分析以确定资产支持证券最终的信用等级。除上述重点关注内容外，评级机构还会对供应链资产证券化涉及的参与机构进行尽职与履约能力分析，考察其服务水平及风险管理能力。此外，评级机构对供应链资产证券化过程中涉及到的法律、税收等相关问题也会加以关注，评估其可能产生的影响。下面我们将从前述几个主要关注方向进行逐一叙述供应链资产证券化评级过程中重点关注的内容以及评级方法。

三、基础资产分析

单一债务人应收账款（供应链）资产证券化基础资产均为核心企业出具付款确认或以其他方式出具到期连带应付义务的应收账款。

1. 底层应收账款信用质量分析

作为供应链资产证券化的第一还款来源，底层应收账款的信用质量尤为重要，一般而言，资产支持证券化产品会在封包日、设立日通过约定底层应收账款的合格标准来限定及保障其资产质量，同时评级机构也会进行相应的资产抽查。通常情况下，评级机构会着重从以下几个方面来关注底层应收账款的信用质量。

底层应收账款确权

首先，底层应收账款的确权应建立在债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效、且债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务的基础上；同时，评级机构也将通过尽调了解企业实际业务开展模式，同时结合业务模式抽取多笔底层资产涉及的基础交易合同、供应双方往来台账、发票、对账单等实际业务开展过程中相应流程所涉及的全套资料进行相应核实；同时结合律师专业的法律意见来判断应收账款是否确权。

底层应收账款的回款金额以及回款时间

底层应收账款的回款金额以及回款时间关系到基础资产未来现金流流入金额及时间，进而影响到证券层面的还款情况。为保证资产支持证券的按时足额偿付，此类项目除了会由债务人出具确认书对底层应收账款的回款时间以及金额进行确认之外；且为避免底层应收账款的金额减损，会明确约定债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、

减免、抵销全部或部分应付账款的权利，且前述扣减、减免或抵销应付账款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求而对应付账款主张扣减、减免或抵销的权利。与此同时，核心企业应出具相应文件确认其对应收账款债权负有到期应付连带责任，并且不享有商业纠纷抗辩权，且在该文件中明确确认该等应收账款的回款时间以及金额。

底层应收账款权利负担情况

关于此项，供应链资产证券化涉及的底层应收账款债权上应未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担；同时中介机构对此予以核查，以防止被二次质押，进而保障投资者利益。

除了以上几个方面关注点之外，债权人将底层应收账款转让给保理公司，保理公司进一步转让给资产支持证券产品的相应安排与设置，评级机构也将予以关注其中的操作风险和法律风险。

2. 核心企业信用水平分析

核心企业提供的信用支撑为供应链资产证券化优先级资产支持证券的本息偿付提供了最为重要的保障作用，此类项目优先级资产支持证券的债项级别一般等同于核心企业的信用级别，因此核心企业的信用水平将直接影响该类项目优先级资产支持证券的债项水平。其中核心企业提供信用支撑的常见形式为对底层应收账款做共同债务人。

关于核心企业信用水平的评级方法以及关注点具体可见联合信用评级有限公司发布的非金融企业评级方法，本评级方法不再进行赘述。

除了关心核心企业的信用水平之外，还应关注核心企业提供连带付款义务后，对其债务水平的影响，进而综合考虑对资产支持证券的保障程度。

具体而言为：

若直接债务人是核心企业的合营或联营企业，核心企业一般将该笔债务在“或有事项”中予以披露。考虑到一般情况下，直接债务人的信用水平远低于核心企业，核心企业风险敞口较大，本着实质重于形式的原则，应将该笔债务计入核心企业合并口径债务总额的计算，以时刻关注相关偿债指标变化对核心企业信用水平产生的冲击和影响。

若直接债务人是核心企业的并表子公司时，则同时需要考察债权人和核心企业的关系，以判断其对核心企业债务负担的影响。

若该笔贸易的直接债务人和债权人均为核心企业的并表子公司，正常情况下，在核心企业的合并资产负债表中，该笔债权债务关系应该全额抵消。在其他条件不变的情况下，如果以该笔应付账款发行资产证券化产品，债权人单体资产负债表中收回一笔“货币资金”，直接债务人单体资产负债表中的“应付账款”仍然存在，在核心企业的合并资产负债表中，新增的融资金额会在其合并的资产负债端同时体现，资产负债率将较原来有所提升。

若直接债务人是核心企业的子公司，而供应商非核心企业的子公司时，发行资产证券化产品前后，该笔应付账款均将并入核心企业合并口径资产负债表内，故合并口径资产负债率未有影响。且核心企业作为共同债务人提供的连带付款义务不再“或有事项”中重复体现。

此外，在充分考虑上述情形对核心企业债务负担影响的同时，也需关注在极端情况下，若核心企业利用并表子公司虚构基础资产，这种情况下如判定债务负担无影响，则债务负担指标将会失真，核心企业的实质风险敞口将加大。因此，需要格外关注底层应收账款的信用质量分析。

综合而言，从实操层面来看，无论是否应计入新增债务，如发行金额较小，对核心企业的债务水平或者说偿债能力影响是很小的；但如果发行金额较大，且应纳入债务考量，则或将影响核心企业整体偿债能力，特别是供应链 ABS 将相对分散的应付账款账期转化为集中偿付的压力，应注意收集相关信息内容，计算新增债务规模对于核心企业信用水平的影响。

四、现金流分析与压力测试

基于供应链资产证券化优先级资产支持证券的债项级别一般等同于核心企业的信用级别，且转让的资产为确定金额及回款时间的应收账款债权，同时核心企业予以信用保障；因此此类项目，仅考虑在正常情形下，在不同的预期收益率的情形下，基础资产回收现金流对优先级资产支持证券预期支出的保障程度，其中预期支出=优先级资产支持证券本息+税费，基础资产回收现金流应能覆盖证券预期支出 1 倍以上。

此外，从交易安排上，应关注到现金流回款划转的路径，一般而言底层债务人应直接将相关款项划转至相关托管账户，避免资金混同，消除混同风险。

五、发行方及其他参与方尽职能力分析

参与方一般包括管理人、发行方、资产服务机构（负责与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务）、监管银行（监督基础资产产生的现金流的转付工作）、托管行（托管账户资金的收取及分配）。

通过对各方股权沿革、财务概况、与证券化相关业务数据及风控能力进行考察，来分析各方的尽职能力。

六、法律要素分析

主要关注各参与方主体是否符合资格，相关交易文件签署是否履行了必要的程序，基础资产是否符合法律法规规定，转让是否有效、合法等。评级过程中还应分析交易风险触发机制以及交易结构的设置在法律层面上对投资者收益权的保障。基础资产的选择应满足各项法律法规的要求，并符合证券化资产标准，且交易不应涉及未决或威胁到收款效力的法律事件，证券存续期间不得将基础资产对外出售、抵押或质押。

附件1 资产支持证券信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券(含资产支持票据)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}和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。

表1 资产支持证券(含资产支持票据)信用等级设置及含义

级别设置	含义
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
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
C _{sf}	不能偿还债务