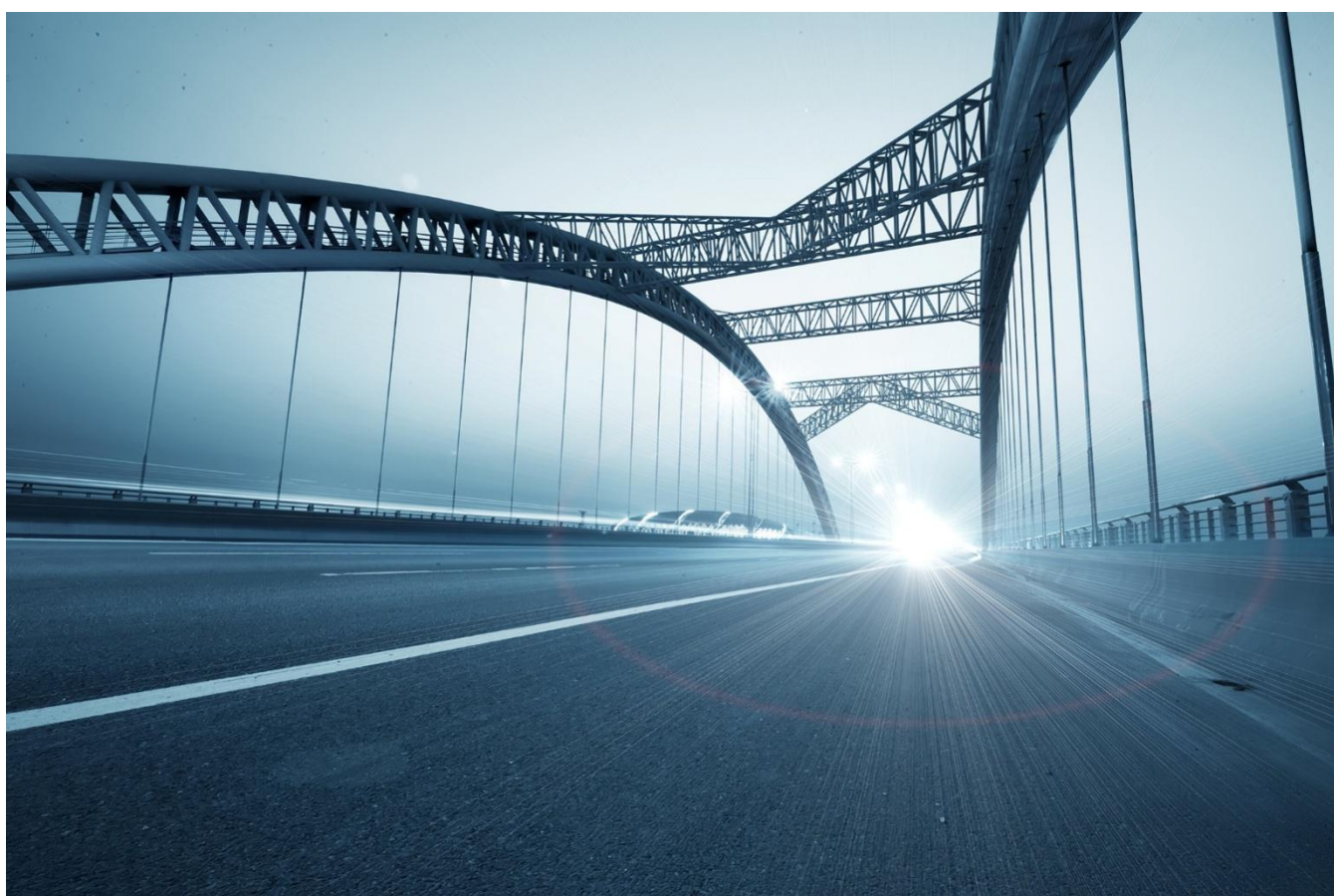


企业未来应收款项资产证券化评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

企业未来应收款项证券化评级方法

企业未来应收款项证券化是指原始权益人以能够产生稳定且可预期未来应收款项的收益权或债权作为基础支持资产，在资本市场上发行证券的过程，基础资产应合法可转让。未来应收款项证券化基础资产主要涉及基础设施、交通运输、通讯、能源、公用事业等推动经济和社会发展的领域。基础资产为收益权的，收益权应当有独立、真实、稳定的现金流量历史记录，未来应收款项收入应具有稳定性或稳定增长趋势，并能够进行合理预测和评估；基础资产为债权的，有关合同应当真实、合法，未来收益金额能够确保一定的稳定性。从现实意义来看，发行企业未来应收款项证券化产品可缩短原始权益人未来款项回收周期，增加资金的流动性，有利于其扩大经营规模，提升综合竞争能力，且发行该类证券化产品融资成本相对较低。

联合评级企业未来应收款项证券化评级方法主要包括对原始权益人信用风险分析、持续经营评级、基础资产分析及未来应收款项预测、交易结构分析、现金流分析及压力测试、法律要素分析等。

一、基础资产运营主体信用风险分析

未来应收款项证券化产品基础资产未来产生的现金流入及经济利益依附于基础资产运营主体稳定经营的基础上，这类产品只能实现一定程度上的风险远离，破产隔离效果有限。因此，未来应收款项证券化交易的评级与基础资产运营主体的信用水平高度相关。因为一旦基础资产运营主体经营和财务陷入困境，资不抵债导致破产，在交易未实现破产风险隔离保护的条件下，证券化基础资产将作为破产财产进行清算，这将直接影响到投资者本息的正常偿付。

对基础资产运营主体的主体信用风险分析主要用于揭示其违约风险，考察其持续生产和传递特定产品或服务能力。基础资产运营主体信用风险分析与企业主体长期信用评级方法相近，主要包括以下几个方面分析内容：

- 企业基本情况及历史沿革；
- 股权结构；

- 行业现状及发展趋势；
- 企业综合竞争力；
- 经营管理状况；
- 财务情况；
- 偿债能力。

二、持续经营评估

对于某些未来应收款项证券化交易，即使基础资产运营主体出现债务违约事件，基础资产在原有或后备资产服务机构的管理下仍可持续产生现金流，并且交易结构在法律层面上能够保障投资者对未来应收款项的收益权。因此，对此类交易的评级不应仅仅局限于对基础资产运营主体信用水平的考虑，还应分析基础资产持续产生现金流的能力，及其对交易的信用增级情况。

持续经营评估主要适用于以下几种情况：

- 基础资产运营主体具有重要经济地位、社会地位；
- 基础资产运营主体发生信用危机后，对基础资产的持续经营收益要高于破产清算收益；
- 基础资产运营主体债权人数量有限且破产制度不明晰；
- 基础资产所涉及业务可产生较为可观经济收益；
- 基础资产可长期运营并持续产生现金流；
- 基础资产不易变卖或处置等。

持续经营评估多运用于以下几类企业：垄断企业、行业龙头企业、国有大型企业、具有政府支持背景企业、资本集约且可利用资产有限的企业。涉及基础资产主要包括：道路桥梁收费权、电力销售收入收益权、旅游景点门票收入收益权等。

持续经营评估主要用于评价企业长期尽职能力以及基础资产持续产生现金流优势因素。在持续经营评估过程中，需分析基础资产是否具有长期运营并持续产生现金流的特性。例如，高速公路收费权证券化交易中，即使基础资产运营主体对外债务发生违约，主体信用出现危机，但考虑到公路资产不易变卖处置、使用寿命较长、社会需求性、市场稳定性等持续运营特点，公路收费权基础资产将继续产生现金流。另外，还需分析基

础资产所涉及业务的盈利能力、经济效益、在基础资产运营主体整体业务所占比重等。

当出现供求关系重大变化、政府出台行业干涉政策、工自然灾害、人罢工事件等影响基础资产未来应收款项稳定性的系统性风险时，评级机构将及时进行信息披露，重新评估持续经营风险。

三、基础资产分析及未来应收款项预测

对于已实现破产风险隔离法律保障的未来应收款项证券化交易，基础资产分析和未来应收款项预测将成为确定证券信用等级的基本依据。

企业未来应收款项证券化基础资产主要包括高速公路收费权、航空票款收益权、门票收入收益权、水电热费收入收益权、商业性房产租金合同债权、物业服务债权等。

在未来应收款项证券化交易评级过程中，需对影响基础资产未来应收款项稳定性的特征因素进行分析，主要需考虑产品或服务的综合竞争力、地理区位优势、行业发展态势、市场环境、销售或服务合同的长期性、业务量季节性波动特点、价格波动性、技术优势、产能、市场份额、替代品的适用性和替换成本等。基础资产应具有持续且稳定的市场需求和客户群，能够在未来产生稳定的现金流，产品或服务在证券存续期内被淘汰的可能性应较低。对于价格易受汇率影响的产品，还应考虑汇率和转移支付风险对未来回收款的影响。另外，基础资产所涉及未来应收款业务应具有较强的盈利能力，且由客户支付意愿和能力引发的违约风险应较低。最后，需考虑产生基础资产现金流的相关基础设施的权属限制。

对未来应收款项的预测，可结合基础资产近 3~10 年的历史现金流记录、基础资产运营主体经营情况以及所属行业特点，来综合分析影响未来应收款项的各种定性及定量因素。可预先假设影响基础资产现金流的因素，并根据预定因素设置变量，并对所设变量进行多次组合和回归分析，根据参数估计和假设检验结果，经过分析选取显著变量，进而确定与基础资产现金收入具有高度相关性的因素。通过对显著变量未来值的预测以及参数估计结果，可得出未来应收款项收入情况。在预测显著变量未来值过程中，既要考虑到宏观经济周期性波动特点、行业政策变化等定性因素，也要分析企业未来经营计划、产能扩容水平、销售收入平均增长速率、市场份额变化等定量因素，以确保预测值与真实值的最小偏差。

四、交易结构分析

交易结构设计是资产证券化过程中的重要环节，评级机构一般从证券化交易结构的有效性、可靠性和完整性等方面进行综合分析与考查。通过破产隔离或风险远离、质押财产现金流足额/超额覆盖、信用触发机制、外部增级等交易结构设计，资产支持证券能够以基础资产信用质量为支撑获得明显的信用提升。

1、现金流归集及分配顺序

现金流归集与分配顺序主要反映证券化产品成立后的整体资金流向，对产品交易结构设计的合理性有着极其重要的影响。目前该部分主要涉及交易账户的设置、资金的归集与划付、交易费用的承担及资产收益的分配等。其中，与产品成立相关的各项交易费用一般在不同的分配顺序下优先支付；交易账户的设置以及资金的归集与划付是对现金流监管和防范资金混同风险的重要环节；最后，资产收益在不同情景下的分配顺序应当与产品结构分层设计相匹配。

通过高频率的现金流归集和转付，以实现基础资产的“经济隔离”，并降低资金混同风险。联合评级主要根据基础资产特征和类型、原始权益人信用质量以及证券的还本付息结构与基础资产的现金流归集和转付必备频率的匹配程度来判断交易结构的稳健性。

2、信用触发机制

为防范某一收款期间内，由于不利事件的发生，导致基础资产产生现金流不足以偿付投资者本息和证券相关费用正常支付的风险，交易可设立信用触发机制，通过改变现金流支付顺序、补充现金流、提高现金流归集频率和兑付频率、加强基础资产的独立性，来保证资产支持证券的本息得到偿付，减少投资者可能的损失。

信用触发机制设计一般要根据特定的证券化交易风险性质来定，从大的分类角度主要有三类，一类是根据原始权益人自身经营状况设计的触发机制，另一类是根据基础资产的运营数据设计的触发机制，还有一类是根据优先级证券是否偿付设计的触发机制。具体如与原始权益人有关的权利完善事件、个别通知事件、账户划款周期等，与基础资

产运营数据有关的违约率触发设计等，与优先级证券的及时过手偿付有关的触发机制等。触发机制针对特定事项能够起到风险预警、强化保护、及时止损等作用。

3、信用增级措施分析

交易结构中一般分内部增信和外部增信。内部增信主要包括优先/次级分层、现金流质押担保与超额覆盖，但在未来应收账款证券化产品中，由于现金流具有一定不确定性且无法有效实现破产隔离，因此更多的还需要依靠外部信用增级措施，主要包括第三方机构担保和外部流动性准备金账户等。

内部增信措施如质押财产现金流超额覆盖一般与优先/次级分层结构结合使用，指通过降低优先级资产证券的发行规模，使得质押财产现金流对优先级证券本息形成一定程度的超额覆盖，结合有效的现金流归集安排，从而保障优先级证券本息的及时兑付。

外部流动性准备账户指由原始权益人自行出资设立流动性准备金账户，为交易的正常偿付提供流动性支持，有效缓解了基础资产未来应收款项收入同证券本息兑付之间的流动性错配问题，原始权益人也可通过差额支付承诺的方式实现这一目的。

某些交易设置第三方机构提供全额不可撤销的连带责任担保，当基础资产在收款期间产生现金流不足以支付证券应付本息时，担保机构需代为偿付以保证投资者权益。评级机构需对担保机构主体信用状况、资金支持实力及风险因素等加以评价，综合分析担保机构对交易的信用增级情况。

4、风险关注

在未来应收款项证券化交易评级过程中，一般还关注以下风险：

(1) 资金混同风险及后备服务机构缺位风险

为防范资金混同风险发生，交易可根据服务机构信用等级不同，确定回收款划付至证券专用账户的时间间隔，信用级别越低，则规定划款时间越短。

为防范后备服务机构缺位风险，可委任主体长期信用级别较高、尽职意愿和尽职能力较强的服务机构或预先确定信用水平较高的后备服务机构及相关服务机制。

(2) 流动性风险

产品存续期间，若基础资产当期现金流可能不足以支付当期应付的优先级证券预期收益和/或本金，以及在优先级证券预期收益支付前必须支付的各项税费，从而产生流动性风险。

部分产品的交易结构中会设计回售/赎回机制，若出现投资人集中回售，可能造成基础资产产生的现金流入与资产支持证券负债端本息偿付安排的较大缺口，导致产品出现流动性风险。

（3）持续运营风险

基础资产运营主体若将其未来大部分收入纳入基础资产现金流，或将无现金流以支持其日常经营支出，导致无法持续运营。而未来应收账款项目基础资产运营与其运营主体信用情况密切相关，若运营主体出现上述风险将影响基础资产现金流情况。

五、现金流分析及压力测试

在进行现金流分析时，需根据交易结构的设置构建现金流模型，模型的设计需体现信用增级措施的设定、可分配现金流支付顺序、偿付计划、交易各期相关费用支出、再投资收益、压力测试条件的设定等。压力测试主要用来检验未来应收款项在各种不利的压力情景下，对证券本息的覆盖程度。

一般采用偿债覆盖率（以下简称“DSCR”）以及保障概率水平来评价交易所涉及未来应收款项在正常经济景况或压力情景下对证券本息的覆盖程度。对于未来应收款项证券化交易，DSCR 指各个收款期间交易可用来分配的现金净流入量与证券本息等必备金额的比值，如果 DSCR 指标小于 1，则表示证券存在不能按时足额偿付的风险；保障概率水平即未来现金流水平超过资产支持证券预期支出的置信概率。

压力测试条件的设置需结合基础资产特征、基础资产历史交易情况、原始权益人所属行业特点和发展趋势、市场情况、资金成本不确定性、宏观经济系统性风险等因素来确定，压力测试条件主要包括：提高证券发行利率；基础资产价格水平降低；销售量萎缩；经济衰退等系统性风险对收入和交易量的负面影响；产能降低导致收入水平下降；客户违约等。

证券信用等级不同，所需 DSCR 和保障概率水平指标水平也有所区分，信用等级越高，要求 DSCR 和保障概率水平越高。

六、法律要素分析

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及所对应的实物资产对外出售、担保、抵押或质押。评级机构需分析破产风险隔离有效性及基础资产转让安排真实性和合法性。如交易不能完全实现破产风险隔离，则投资者对基础资产未来收益应具有第一顺位受偿权。

附件 1

资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持证券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}、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：

等级		含义
投资级	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	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。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。