



新能源车企业“找钱”？资产证券化助发展

联合资信 结构评级三部 | 张高瞩 | 韩子腾

伴随新能源汽车行业的快速发展，新能源汽车公司的融资需求随之扩大，资产证券化也成为了融资选择之一。本专题聚焦以新能源汽车行业相关公司作为发起机构/原始权益人的资产证券化产品，从评级的角度分析新能源汽车公司可以选择的资产证券化产品，以及各类产品的优势、风险和过程中可能存在的问题。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、新能源汽车资产证券化背景

根据公安部数据，截至 2023 年底，我国新能源汽车保有量已达 2041 万辆，占汽车总量的 6.1%。其中，纯电动汽车保有量为 1552 万辆，占新能源汽车总量的 76.0%。中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会发布的数据显示，2024 年 10 月，我国新能源乘用车批发销量达到 136.9 万辆，同比增长 55.2%，环比增长 11.2%，其中纯电动汽车占 57.0%。在新能源乘用车市场快速扩张的背景下，新能源汽车公司的融资需求随之攀升，资产证券化也成为解决新能源汽车公司融资需求的方案之一。目前沪深交易所和银行间债券市场发行的新能源汽车的资产证券化产品呈现出类型丰富的特点，已经出现电池租用服务费、换电站收费收益权、汽车金融及网约车运营收入等作为底层资产发行的 ABS 产品。

通过发行资产证券化产品，新能源汽车公司可将未来的收入提前变现，提高资金周转效率，获得资金用于扩大业务规模、更新技术设备等，缓解新能源汽车公司的资金压力。同时，资产证券化可将分散的资产集中，形成较大规模的资产池，从而降低单个项目的融资成本，以形成规模效应。随着新能源汽车持续发展，未来底层资产的类型会更加多样，新能源汽车公司基于独有的底层资产开展资产证券化业务有着广阔的发展空间。

本文将对四类新能源汽车资产证券化产品进行分析，探讨各类新能源汽车资产证券化产品的优势及风险点，以及过程中可能存在的问题。

二、新能源汽车电池租用服务费资产证券化

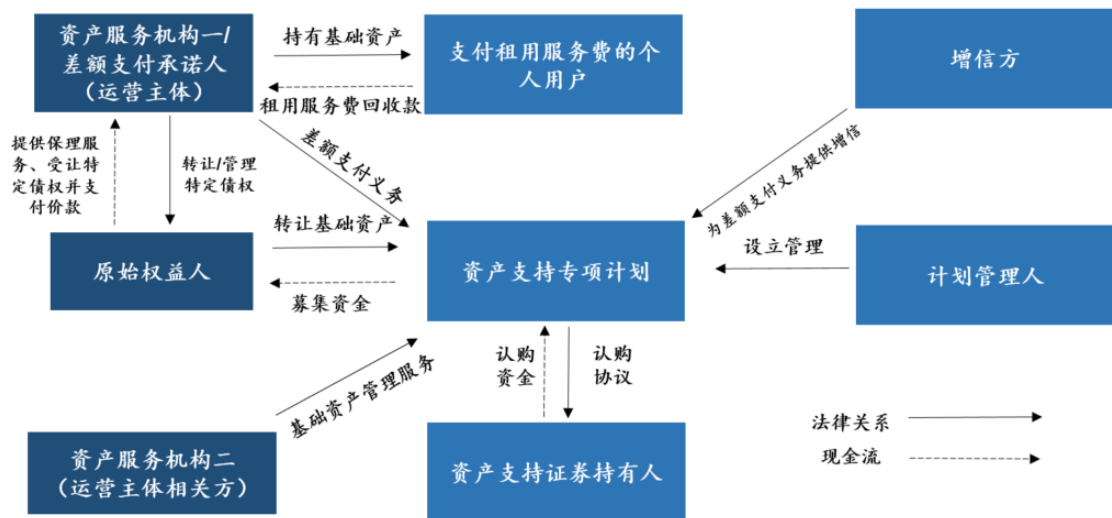
换电模式不仅成功解决了充电难、维修贵等难题，而且有助于汽车和电池所有权的分离，使新能源车车主可以分别购买汽车和租赁电池，降低了电动车购买的价格压力。根据头豹研究院数据，2019 年—2023 年，新能源汽车换电行业市场规模由 11.49 亿人民币元增长至 124.33 亿人民币元，期间年复合增长率 81.4%，换电行业的需求带动了换电服务的高速发展。

随着换电模式日益成熟，新能源汽车公司为购车用户推出了电池租用购车方案，出租人根据《电池租用协议》为承租人提供电池租赁、更换等服务，承租人向出租人支付租用服务费。在该模式成熟的背景下，运营主体获得了未来持续且稳定的现金流，也为发行资产证券化产品提供了基础。

（一）交易结构设置

以市场上已发行的电池租用 ABS 的交易结构为例：原始权益人（如保理公司）

将基础资产——基于《保理合同》从原始债权人（电池租用服务运营主体）处受让取得的向承租人收取特定期限内电池租用服务费的特定债权及置换义务人（电池租用服务运营主体）向承租人收取特定期限内租用服务费的特定债权转让予专项计划发行资产支持证券。管理人以承租人按合同约定支付的电池租用服务费作为专项计划收益向证券持有人还本付息。运营主体对优先级资产支持证券承担差额支付义务，增信方对前述差额支付义务提供增信。某已发行的该类产品的交易结构如下。



数据来源：联合资信整理

图 1 某电池租用 ABS 产品交易结构图

（二）优势与风险

优势

1. 现金流稳定、历史表现情况较好。底层租用电池的客户绝大多数为个人客户，电池租用合同固定租金、按月缴付的特点保证了现金流的稳定。入池的租用合同数量可达几万笔，底层资产池分散度高。在高分散度的情景下，单一或极少数资产违约不会引起资产池质量的明显恶化，也不会对证券的偿付能力造成实质的影响。从此类项目所涉底层标的资产的历史偿付情况来看，由于新能源汽车电池为非通用产品，购车客户只能租用该品牌方电池，且运营主体品牌方给予购车客户的服务体验一般较为优质，客户对于运营主体品牌方认可程度较强，因此租用意愿较强，底层资产违约率持续维持在低位，现金流表现情况较好。

2. 增信方提供了有力的信用支持。在该类产品中，增信方提供的增信承诺为资产支持证券本金及收益的偿付提供了主要的信用支撑。

风险

1. 现金流存在不确定性。新能源汽车行业竞争激烈，若新能源车企采取较为激进的降价策略，导致新能源汽车电池租用服务费持续降价，未来现金流可能会受到影响；若汽车品牌受到重大利空，品牌体系内的相关服务无法达到车主预期，可能会影响车主租赁合同的履行，进而影响未来现金流。

2. 资金混同风险。底层资产在运营主体账户上停留期间，存在一定的资金挪用风险。若运营主体信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，现金流可能与运营主体的其他资金混同，从而给现金流造成损失。

（三）新能源汽车电池租用服务费资产证券化过程中可能存在的问题

1. 个人用户承租意愿与支付能力。个人用户承租意愿与支付能力会受到新能源汽车品牌定位及服务质量影响。例如，某种新能源品牌定位较为高端且提供服务能力较强，对应个人客户支付能力及承租意愿较高。如果品牌定位较低且提供的换电服务质量下滑，对应的个人客户支付能力及持续承租意愿可能会下滑，对现金流稳定性及运营主体持续运营能力产生负面影响。

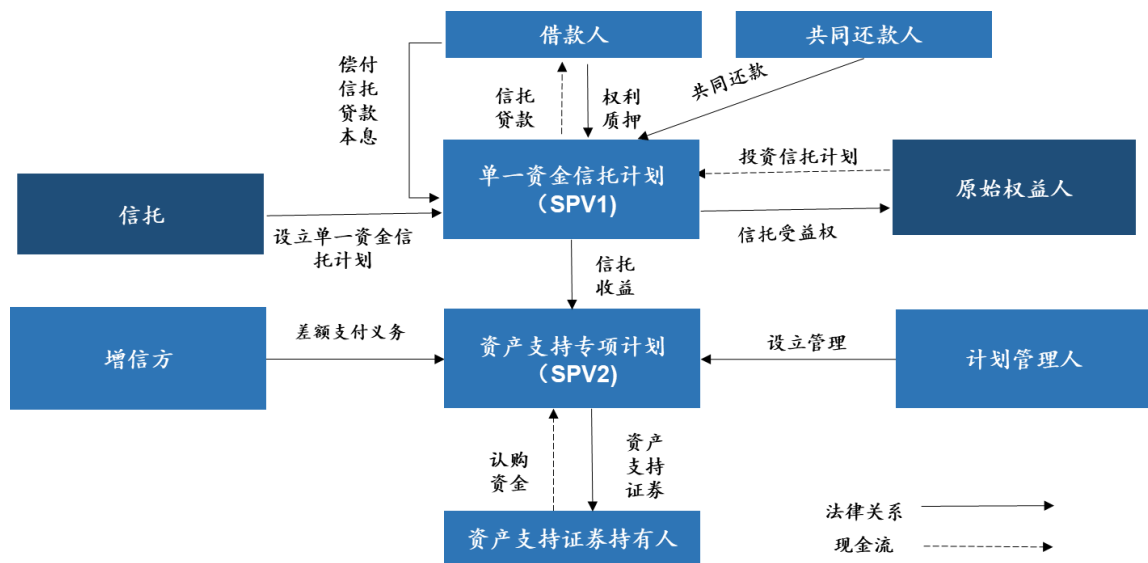
2. 此类资产（包括下文所涉换电站服务费及网约车运营收入）未来现金流的实现与运营方的持续运营密切相关，因此为便于项目落地，交易安排中常见增信方主体信用的引入，使得此类资产证券化产品难以脱离主体信用的约束。如何将此类资产现金流的实现最大限度与运营主体进行风险隔离是后续需要持续探索的问题。

三、换电站服务费资产支持证券化

2018年以来，国家陆续出台多项政策支持换电行业发展。如2019年1月《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》提到“继续探索出租车、租赁车等特定领域电动汽车换电模式应用”，2020年11月《新能源汽车产业发展规划2021-2035年》中提到“加快充换电基础设施建设”，2021年2月《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》中提到“加强新能源汽车充换电，加氮等配套基础设施建设”等。在国家政策的大力支持与换电行业的高速发展下，换电站的数量随之高速增长。但换电站投资金额较大，通常单个换电站的投资规模在150-500万元之间，考虑到运营成本，收回投资需要5~10年，换电站的大量建设对新能源车企造成了较大的资金压力。在这样的背景下，以换电站收取的换电服务费为底层资产的资产证券化产品出现在市场之中。

（一）交易结构

该类换电站服务收费收益权资产证券化产品交易结构与其他非公用事业类收费收益权产品类似，常见交易结构：原始权益人/委托人/新能源汽车公司与借款人（换电服务公司）签订《信托合同》发放信托贷款后将该信托受益权作为基础资产转让给管理人（代表专项计划）发行资产支持证券。借款人以开展换电业务对使用特定换电站的用户享有的换电服务费及支付其他应付款项的支付请求权作为还款来源，偿还其在《信托合同》项下的全部债务。同时，增信方为专项计划提供差额支付承诺/保证担保、流动性支持等增信措施。以某换电站服务费资产支持证券化产品为例，该项目交易结构图如下。



资料来源：联合资信整理

图2 某换电站服务费资产支持证券化产品交易结构图

（二）优势与风险

优势

1.换电服务发展较快，现金流保障较好。根据联合资信获取的数据，换电模式在网约车市场得到了较好的应用效果，某换电站 abs 入池换电站资产月均收入增长率超过 10.0%。基础资产良好的现金流表现有助于资产支持证券本息的偿还。

2.增信方提供了有力的信用支持。在该类产品中，增信方提供的增信承诺为资产支持证券提供了主要的信用支撑。

风险

1.抵押担保对优先级证券本金的保障具有不确定性。在该类项目中，可能会将换电站资产作为抵押物为资产支持证券提供抵押担保。但换电站的特殊性导致该抵押物价值无法精确计算或者缺少对应估值，抵押担保措施对优先级证券的保障程度有限。

2.基础资产所涉换电站或存在法律风险。换电站对应的土地租赁合同有效性或土地使用权合法性或存在问题。换电站使用配套工程的验收文件可能存在法律瑕疵。

（三）换电站收费收益权资产证券化过程中可能存在的问题

1.关注入池换电站产权的合法性、换电服务备案登记等相关运营资质是否齐全。如换电站对应的土地租赁合同超期、租赁方式合同文件不健全、以及换电站未取得配套高压或配套低压工程的验收文件等。法律瑕疵或将导致换电站无法正常运营，从而对现金流造成影响。

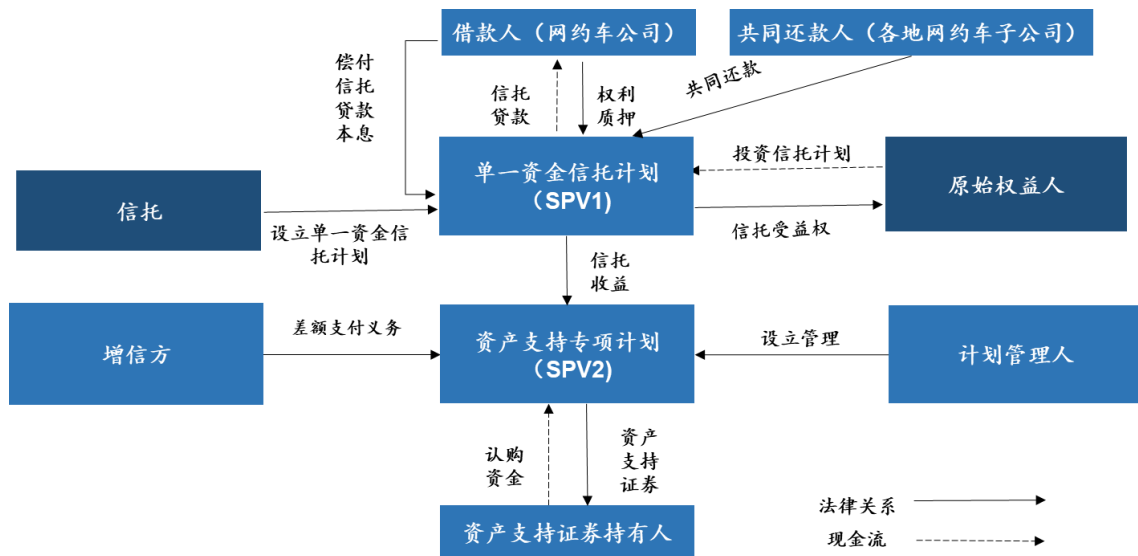
2.关联方及资金混同。使用换电站服务的客户通常包括网约车、私家车、出租车等。在实际经营中，换电服务费可能通过网约车公司/租车平台集中收集，再转付至借款人。如该现金流提供方为借款人关联公司或重大客户，则需关注该现金流提供方的收费标准是否公允，以及可能存在资金混同风险。

四、网约车运营收入资产证券化

2010年5月，易到用车率先推出专车服务，标志着中国网约车行业的开端。2012年滴滴打车和快的打车相继问世，推动了市场的快速发展。根据中研普华产业研究院的数据，2023年中国网约车市场规模约为3606亿元，同比增长10.5%。在网约车行业高速发展的同时，一些新能源汽车公司也开展了网约车业务。与换电站服务费、电池租用费相比，网约车资产现金流规模更大，将网约车出行费进行资产证券化有利于企业补充大量流动资金。

（一）交易结构

该类产品交易结构与换电站收费收益权产品相似：原始权益人/委托人/新能源汽车公司与借款人（网约车公司）签订《信托合同》发放信托贷款后将该信托受益权作为基础资产转让给管理人（代表专项计划）发行资产支持证券。借款人以开展网约车业务，对乘客享有的已经形成和将要形成的打车费、车辆服务费、车辆使用费及乘客支付其他应付款项的支付请求权，以及借款人基于开展网约车业务享有的其他款项的支付请求权作为还款来源，偿还其在《信托合同》项下的全部债务。同时，新能源汽车公司或其他主体作为增信方为专项计划提供差额支付承诺/保证担保、流动性支持等增信措施。以某网约车出行费资产支持专项计划为例，该项目交易结构图如下。



资料来源：联合资信整理

图3 某网约车出行费资产支持专项计划交易结构图

(二) 优势与风险

优势

1. 资产池分散度高，现金流规模大。根据项目的历史数据，入池网约车单车日均收入在 350~560 元之间，相更换电服务费或电池租赁费，单笔资产现金流规模更大。入池网约车车辆一般在 4000 辆以上，分散度较高。

2. 增信方提供了有力的信用支持。在该类产品中，增信方提供的增信承诺为资产支持证券提供了主要的信用支撑。

风险

1. 历史数据和运营时间有限，现金流不确定性较大。网约车投放时间较短，运营历史数据有限，历史数据参考性较弱。多数车辆投放后运营处于逐步爬坡阶段，车辆上线率和单位车辆日均收入的增长情况或不达预期值。底层资产所涉城市网约车投放量增加及竞争加剧等因素均可能导致底层资产涉及的车辆上线率下降或单车日均收入下降。

2. 资金挪用、混同风险。底层资产产生的收入留存在借款人（网约车公司）收款账户期间，存在一定的资金挪用风险；若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，底层资产的收益可能和借款人其他资金混同，给专项计划资产造成损失。

(三) 网约车运营收入资产证券化过程中可能存在的问题

1. 持续运营能力。借款人营业收入基本来自网约车运营收入，网约车运营收入的

归集将会导致其持续运营风险增加，进而影响其偿债能力。需要关注对此类风险的缓释措施，如增信主体出具《流动性支持承诺函》等。

2.法律瑕疵。底层资产涉及的《网络预约出租汽车经营许可证》资质期限可能较短，无法覆盖专项计划存续期。此外，由于驾驶员的流动、变更，以及申请《网络预约出租汽车驾驶员证》《网络预约出租汽车运输证》需要审核时间等原因，存在驾驶员未取得《网络预约出租汽车驾驶员证》或线上提供服务驾驶员与线下实际提供服务驾驶员不一致而面临行政处罚的风险。

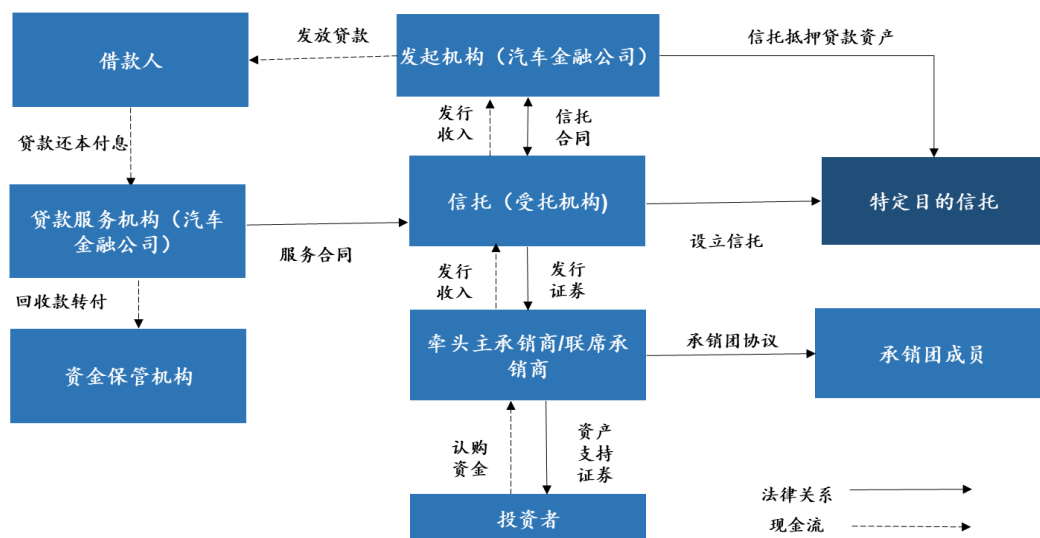
五、汽车金融（车贷）¹

汽车金融资产支持证券化产品是国内资产证券化市场较为成熟且规模最大的产品之一。2008年1月，上汽通用汽车金融有限责任公司发行了第一单汽车抵押贷款ABS，自此拉开了汽车金融abs的序幕。根据CNABS数据，2023年交易所市场共发行个人车贷abs产品约1800亿元。随着新能源汽车行业的迅速扩张，一些新能源车企有关公司如比亚迪汽车金融有限公司也开始发行汽车金融资产支持证券化产品。

（一）交易结构

汽车金融公司可将其所有的个人汽车抵押贷款及其附属担保权益作为基础资产，通过信托公司设立证券化信托并以相关信托作为特定目的载体发行资产支持证券。该产品通过优先/次级偿付结构、触发事件机制、储备金机制提供内部增信，一般不涉及外部增信。一些产品会设置循环购买缓解期限错配问题，主流产品为静态池。以“某汽车抵押贷款资产支持证券”为例，该项目交易结构图如下。

¹ 该章节部分内容引用自《2024年Auto-ABS存续期表现——资产质量波动加大，证券端风险依旧较低》



资料来源：联合资信

图4 某汽车抵押贷款资产支持证券交易结构图

（二）优势与风险

优势

1.产品较为成熟。汽车金融资产支持证券化产品经过十余年的发展，市场规模大，市场认可度高，整体风险低。

2.资产池期限较短、分散度高，现金流相对稳定。一般而言，汽车金融资产支持证券资产池借款人户数通常不低于 5000 户。借款人按照借款合同/租赁合同约定还款意愿高，还款现金流相对稳定。资产池的加权剩余期限较短，风险暴露期也较短。

3.能够实现破产隔离

资产出售给特殊目的载体后（SPV），可以免受其他债权人的追索，实现资产与发起机构/原始权益人破产风险隔离。实现了破产风险隔离的产品不易受发起机构/原始权益人破产的影响。

4.有变现能力强的抵押物

汽车金融资产支持证券的基础资产通常包含车辆的抵押权。当借款人发生违约时，可以通过处置车辆回收贷款。汽车流通性好、变现能力强。车辆抵押增加了债务人的违约成本，并一定程度上保障了违约后的回收率。

风险

1.历史数据和运营时间有限，可能存在模型风险。新能源汽车运营时间短，历史数据可靠性有限，影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的数学方法和相关数据可能存在一定模型风险。

2.物权风险。因对车辆进行变更抵押登记成本过高，抵押权通常不做转移处理，若专项计划存续期间借款人变更车辆抵押权或变卖给善意第三人，投资人面临丧失行使抵押权的风险。

3.残值不确定性较大。新能源汽车更新换代较快，保值率有待观察。

（三）汽车金融资产证券化过程中可能存在的问题

1.关注违约率、早偿率。逾期/违约是影响资产池不能按时（合同约定）回收现金流的主要因素。根据联合资信对截至 2024 年 7 月底存续 Auto-ABS 产品的研究数据，Auto-ABS 累计违约率在 0.0%~5.5%之间，整体违约率较低但极值较去年同期有所增加。早偿/基础资产的提前还款会导致资产池产生的现金流偏离预测现金流，也可能对证券的预期兑付期限产生影响。通常情况下，基础资产底层合同会对债务人提前还款有一定限制，这对借款人早偿具有一定的抑制作用。但有些基础资产底层合同约定提前还款不必偿付剩余期限的利息，对于存在超额利差的汽车金融资产池来说，提前还款将会降低资产池的实际收益率，对预期现金流入有负面影响，进而影响后续时点上现金流入对证券本息支付的覆盖程度。

2.关注物权风险的缓释措施。主要缓释措施包括约定借款人自行完善办理抵押权登记事宜和当因善意第三人无法行使抵押权的时候由发起机构自行赎回该笔贷款等。

六、总结

新能源汽车资产证券化可以帮助相关企业快速回笼资金、拓宽投资者的投资渠道，并能够通过灵活的交易结构设计满足不同的投资及融资需求，有较大的应用前景与发展潜力。除车贷产品外，其他类型资产证券化产品目前的市场规模较小。伴随着换电/充电/网约车业务的快速发展，新能源汽车资产证券化产品市场规模及产品类型有望进一步扩大和丰富。从评级的角度来看，法律风险、新能源行业本身竞争激烈导致现金流的不确定性、运营主体的持续运营能力是产品关注的要点。在妥善处理前述问题的基础上，新能源汽车公司可考虑通过不同资产证券化方式来满足各方不同的需求。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。