

债权投资计划（受益凭证）

信用评级方法

(PJFM-JR-ZQTZJH-2023-V1.0)



安融信用评级有限公司
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



目录

一、适用范围	1
二、债权投资计划主要参与方与法律关系	1
三、评级要素	2
1. 偿债主体分析	2
2. 投资项目	3
3. 增信措施	3
4. 其他参与方分析	5
四、局限性	5
附录:	7

一、适用范围

本方法所定义的债权投资计划项下受益凭证（以下简称“债权投资计划”或“受益凭证”）是指保险资产管理公司等专业管理机构(以下简称“专业管理机构”)作为受托人，根据《保险资金运用管理暂行办法》《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》和《债权投资计划实施细则》规定，面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式投资基础设施项目和非基础设施类不动产等项目，按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。

按照底层资产的类别，债权投资计划可划分为底层资产为基础设施项目的基础设施债权投资计划，以及底层资产为不动产项目的不动产债权投资计划。

(1) 基础设施项目主要包括能源、水利、交通、环保、农业、林业、市政工程等项目。

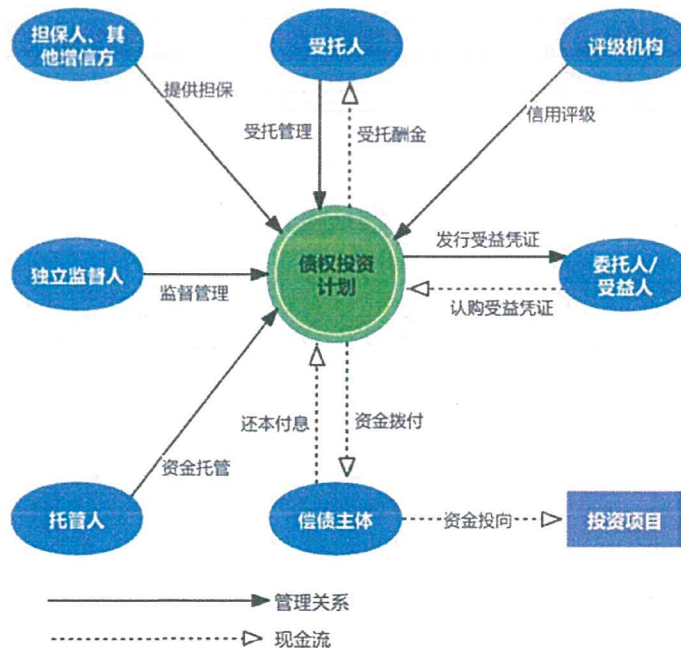
(2) 不动产是指土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物。不动产项目主要包括公寓、写字楼、购物中心、酒店等具有商业性质的不动产项目。

本方法由安融评级技术政策委员会审议通过，经总经理批准，即日起生效。

二、债权投资计划主要参与方与法律关系

债权投资计划主要参与方包括：委托人（受益人）、受托人、托管人、独立监督人、偿债主体和担保人及其它增信方式（如有）。主要参与方在债权投资计划下的关系如图 1：

图 1:债权投资计划结构图



委托人(受益人)与受托人签订《受托合同》，委托受托人办理债权投资计划的发起设立相关事宜，并通过认购受益凭证将资金委托给受托人管理。同时，受托人接受委托人(受益

人)的委托,将委托资金以债权形式投资于投资项目,按时分配收益给受益人,并接受独立监督人的运营监督。

从性质上看,《受托合同》中委托人(受益人)和受托人是信托关系,而非债权债务关系。受托人不保证债权投资计划财产本金不受损失,亦不保证债权投资计划的盈利性或承诺最低收益。

受托人与偿债主体签订《投资合同》,资金用途是投资项目建设、存量债务置换或补充偿债主体的流动资金。《投资合同》明确双方的权利及义务、并约定投资规模、资金用途、投资期限、投资收益率、资金划拨、投资收益支付机制、还款来源、资金偿还以及加速到期触发事件等内容。

委托人(受益人)授权受托人与托管人(银行)签订《托管合同》,并开设债权投资计划托管账户,委托人(受益人)将委托资金缴付至该托管账户。《托管合同》明确托管人(银行)行使对债权投资计划财产的保管和监督权、对债权投资计划分配情况进行监督、执行受托人的划拨指令、收取托管费用等内容。

债权投资计划财产独立于受托人、托管人的固有财产,不同债权投资计划的财产均独立运行,无资金混同风险。托管人不承担债权投资计划的投资风险。

委托人(受益人)与独立监督人签订《监督合同》。独立监督人可由受益人、金融机构、国家有关部门已经颁发相关业务许可证的专业机构和监管认可的其他机构担任。《监督合同》约定独立监督人的监督范围,跟踪监测偿债主体的投资项目管理运营、建设质量监督情况,偿债主体财务状况、违约赔偿责任、监督报酬等内容。

受托人与担保人签订《保证合同》(或有),担保人为偿债主体履行《投资合同》项下的责任和义务提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、评级要素

安融评级对债权投资计划评价的是按其约定足额支付本金及预期收益的可能性及风险大小。从主要参与方与法律关系来看,债权投资计划信用风险主要取决于偿债主体主体风险、投资项目情况、增信措施及有关主要参与方的操作风险等。

1. 偿债主体分析

若偿债主体为项目公司,其核心资产为投资项目,安融评级会将偿债主体和投资项目合并分析,并从股东支持、项目建设周期和总体盈利能力等方面进行考察。

若偿债主体为一般运营公司,安融评级将按照有关偿债主体所属行业评级方法进行分析,主要考察宏观经济、区域环境对受评企业的影响、企业所处行业特征、产业政策等行业风险

状况；企业的基本素质、经营与竞争、战略与管理、营运效率等；企业资产质量、资本结构尤其是债务结构、期限，产生现金流的能力以及未来一段时间现金流对未来相应债务的保障程度进行测算和分析；股东支持、政府支持等。

有关主体评级方法详见安融评级具体行业信用评级方法。

2. 投资项目

债权投资计划投资项目分为基础设施、非基础设施类不动产。

安融评级对投资项目的分析主要考虑项目资本结构、建设风险及项目现金流预测等。

(1) 资本结构

投资项目若处于建设期，项目资金的到位情况需重点关注，具体来看，包括投资项目的总投资计划，资金构成情况，初始资本金到位情况，后续资金的筹措计划(是否与建设期投资需求相匹配)。

(2) 建设风险分析

建设风险主要指投资项目无法在规定的时间内、资金预算范围内完工的风险。安融评级主要考虑因素：证照取得情况、项目投资和施工进度、质量等。

(3) 现金流分析

考虑到项目建设过程和运营期中存在不确定性，因此，在现金流分析部分安融评级会根据委托人提供的资料，针对投资项目预期的现金流入和流出进行分析，并在可能的情况下进行压力测试，用于评价投资项目现金流对相应债务的覆盖程度。

3. 增信措施

债权投资计划增信措施一般为保证担保或抵/质押担保。

(1) 保证担保

按照债权投资计划实施细则的要求，债权投资计划中的保证担保一般是本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

一般情况下担保人为偿债主体的股东、关联方或实际控制人(自然人)等。

代偿意愿方面，安融评级主要通过审查担保人的过往履约情况、担保人的动机、担保人与偿债主体之间的业务关联性、或偿债主体(投资项目)在担保人经营中的战略地位等进行定性分析和判断。

安融评级通常会对担保人进行评级，然后再将担保人的主体信用等级和偿债主体的信用等级进行比较。担保人的信用评级方法详见安融评级有关行业信用评级方法。

如果担保人的信用等级低于偿债主体的信用等级，则增信作用不大，债权投资计划会维持偿债主体信用等级；如果担保人主体信用等级高于偿债主体的信用等级，担保人在逻辑上能为受益凭证提供信用增级作用，但具体能为其提供多大程度的信用增级，要视具体情况而定。债权投资计划规模相对于担保人的所有者权益规模、资产规模比例越低，或者债权投资计划规模相对担保人在整个受益凭证存续期间内的净利润、经营活动现金净流量总量的比例越低，则担保人对受益凭证的信用增级效果越好，债权投资计划的信用等级越接近担保人的主体信用级别。

(2)抵/质押担保

抵/质押具有一定的增信作用。第一，提高偿债主体的偿债意愿——抵/质押会增加偿债主体违约后可能的损失程度，从而提高偿债主体的偿债意愿；第二，提高债权投资计划的回收率——当偿债主体发生违约时，受益凭证持有人可以获得相对于偿债主体其他债权人优先偿还权，可以优先以抵/质押资产来清偿有关债务，获得更多的保障，所以其损失率有可能明显低于其他债权人。因此，抵/质押能对债权投资计划起到一定的信用增级作用。

抵/质押资产对债权投资计划信用等级的影响主要从抵/质押资产变现价值、交易结构条款、抵/质押率等方面进行分析。

抵/质押资产变现价值分析

抵押资产以土地使用权及在建/完工建筑物为主。

若以招拍挂获取的土地使用权作为抵押资产，需关注土地的开发计划，未来土地上新增的建筑物会和土地集中处置，而抵押权人仅可就土地实施优先受偿。对于不动产抵押资产来说，需结合抵/质押资产的专业评估报告以及相应公开资料如土地价格参考所处区域最新土地成交价格、房产参考所处区域最新报价等，判断抵/质押资产的价值合理性以及可能出现的变动程度情况，结合抵/质押资产面临的市场风险、政策风险等因素，分析可能影响抵/质押资产价值的风险因素等。

质押资产以股权和应收账款为主。若以股权作为质押资产时，一般来说，上市公司股票变现能力最强，非上市公司股权变现能力较差，相应增信效果也较弱。

判断抵/质押资产变现价值可考虑对抵质押资产评估价值进行一定程度的折算(折算系数)，安融评级主要考虑资产评估机构的综合实力、资产种类、资产所处区域、资产上是否有其他权利负担等因素。

一般来说，实力强和声誉好的资产评估机构评估，其价值评估结果更接近抵押资产的真实价值；不同种类资产变现的难易程度会有较大差异，在建工程往往处置难度高于商业地产，

成熟的商业地产变现能力更强。一线城市或者其他城市核心区域资产的变现能力往往优于三四线城市或非核心区域的资产。

抵/质押交易结构分析

关于抵/质押交易结构的设计越合理，越有利于及时处置资产，有利于保护受益人利益。安融评级主要结合资产抵/质押的法律意见、抵押资产的跟踪监控综合考虑。

资产抵/质押的法律意见主要包括抵/质押资产是否存在瑕疵，是否为第一顺位抵/质押，律师事务所对抵/质押资产登记、处置情况等发表意见以保证必要时抵/质押权人可处置资产。

抵/质押资产的跟踪监控主要包括抵/质押比率、抵/质押的设立、抵/质押资产的投保、抵/质押凭证的移交、抵/质押资产的追加、抵/质押资产的释放、日常监管、抵/质押的延续等内容。

抵/质押率

抵/质押率=债权投资计划发行额度/(抵/质押资产评估价值×折算系数)

设置抵/质押的债权投资计划的信用等级是在偿债主体主体长期信用等级的基础上确定的。一般情况下，设置抵/质押的受益凭证的信用等级会等于或高于偿债主体的长期信用等级。由于抵/质押资产未和偿债主体进行严格的分离，受益凭证的信用等级的提升幅度会受到一定的限制；抵/质押资产对受益凭证的覆盖程度越高，债权投资计划信用等级上调的可能性就越大。

4. 其他参与方分析

受托人分析

安融评级对债权投资计划的信用风险的评价依赖主要受托人所提供的必要资料，受托人作为委托人(受益人)及偿债主体资金供需的纽带，对债权投资计划进行管理，受托人的综合实力及其风险管理能力(收益分配指令下达的及时性，风险事件的处置及时有效性等)均对受益凭证本息回收程度具有重要影响。安融评级对受托人的分析主要考虑其内控及风险控制水平等多方面。

评级机构分析

评级机构对债权投资计划提供信用风险评价服务，评价依赖主要受托人所提供的必要资料，以及偿债主体、担保人等资料。同时，评级机构在债权投资计划存续期提供跟踪评级服务。

如涉及到其他参与方，安融评级将结合其对受益凭证的影响进行相关分析。

四、局限性

1. 安融评级对债权投资计划的各类评级要素判断，是基于偿债主体和担保人历史运营情况为基础的，但相关要素及其未来发展对偿债能力的影响可能受外部环境变化而有所不同。因此，本方法对债权投资计划的信用风险评估不能保证准确预测其未来实际违约风险。

2. 本方法仅列举了对债权投资计划评级时需重点考察的评级要素，并未覆盖评价债权投资计划信用风险时需考虑的全部要素，如非行业系统性风险和个别企业未来突发的重大事件等。

3. 本方法对指标的选取存在人为因素，方法中的要素权重代表了对评级要素人为评估的相对重要性，其中包含关键性的定性评估因素，这些因素可能导致本评级方法无法全面、准确反映信用风险；同时，信用评级委员会各评审委员在作出自身的判定结论时可能考虑超出评级方法范围的更多因素。因此，最终信用等级的评定始终带有主观影响的成分。安融评级将定期或不定期审查本方法并适时修订。

附录：

债权投资计划（受益凭证）信用等级的设置及含义

债权投资计划（受益凭证）信用等级的设置采用三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。具体每个等级的含义如下表：

符号	定义
AAA	债权投资计划安全性极高，违约风险极低。
AA	债权投资计划安全性很高，违约风险很低。
A	债权投资计划安全性较高，违约风险较低。
BBB	债权投资计划安全性一般，违约风险一般。
BB	债权投资计划安全性较低，违约风险较高。
B	债权投资计划安全性低，违约风险高。
CCC	债权投资计划安全性很低，违约风险很高。
CC	债权投资计划安全性极低，违约风险极高。
C	债权投资计划无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 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。



地址：北京市西城区宣武门外大街富卓大厦 B 座 9 层

电话：010-53655619

网址：<http://www.arrating.com.cn>

邮编：100052