

## 路桥通行费ABS发行情况

截至2019年1月15日，路桥通行费ABS共发行19单，发行规模为321.65亿元，路桥通行费ABS发行期限为3至14年，最常见的为5年期产品。

### 东方金诚认为：

- 若入池项目收入占企业收入的比重较大时，需考虑外部提供流动性支持，入池项目净收入入池或者预留部分融资金额作为未来的运营成本，以保证企业的持续运营。
- 路桥通行费收入是产品的第一还款来源，通行费价格、区域经济状况、区域产业发展情况、新铺设通行路线及特殊优惠政策等因素均是影响基础资产未来现金流持续稳定性的重要因素。
- 基础资产产生的现金流分配给投资人之前经历多个账户，但大部分账户是由原始权益人开设，存在一定的资金混同风险；若通行费收入需要上缴地方财政专户，随后等待下拨则需要额外关注资金混同风险。
- 路桥通行费ABS原始权益人通常为地方路桥运营机构，可以依靠自身信用为项目提供差额补足等承诺，应持续关注相关主体风险。

# 东方金诚资产证券化专题研究

## 二零一九年第一期

 东方金诚国际信用评估有限公司  
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

分析师:

赵震 李美璁

电话: 010-62299800

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

## 发行产品概况

融聚川藏高速一期资产支持专项计划于2017年08月04日已停售，江苏宁宿徐高速公路2013年第一期资产支持票据于2018年05月29日已清算，Wind上目前均数据缺失。莞深高速公路已清算。

名称	起息日	发行规模(亿元)	预测现金流(亿元)	优先级产品档	优先档级别	还本付息情况
工银瑞投-云南交投嵩功高速车辆通行费收费收益权资产支持专项计划	2018-12-19	31.60	54.66	1	AAA	按年还本，季度付息
南昌西外环高速车辆通行费收益权资产支持专项计划	2018-09-26	11.00	21.13	9	AAA	到期还本，半年付息
青兰高速(邯郸段)一期通行费收入收益权资产支持专项计划	2017-08-09	11.50	13.92	5	AA+	到期还本，每年付息
鄂黄长江公路大桥车辆通行费资产支持专项计划	2017-07-28	5.00	6.59	4	AAA	按季还本付息
苏高速车辆通行费收益权资产支持专项计划	2017-03-15	7.00	7.65	3	AA+	到期还本，每年付息
招商资管二号-云南公投曲胜高速公路车辆通行费收益权资产支持专项计划	2016-10-27	50.00	74.40	1	AAA	按季还本付息
邯郸武涉公路通行费收入收益权资产支持专项计划	2016-07-26	3.80	4.15	4	AA+	到期还本，每年付息
招商资管一号-云南公投曲胜高速公路车辆通行费收益权资产支持专项计划	2016-01-22	35.00	58.10	1	AA+	按年还本付息

## 发行产品概况

续前表

名称	起息日	发行规模(亿元)	预测现金流(亿元)	优先级产品档	优先档级别	还本付息情况
汇富榆靖高速公路车辆通行费收益权资产支持专项计划	2015-12-18	21.30	34.90	6	AAA	到期还本, 每年付息
广州机场高速公路车辆通行费收益权专项计划	2015-10-27	44.00	59.27	6	AAA	到期还本, 每年付息
连徐公司车辆通行费资产支持专项计划	2015-08-28	11.22	17.50	5	AAA	按季还本付息
哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划	2015-08-19	9.13	12.62	6	AA+ (后三档已降为B)	到期还本, 每年付息
陕西交通集团车辆通行费资产支持专项计划	2015-06-29	25.00	35.29	5	AAA	按季还本付息
包东高速公路通行费收入收益权资产支持专项计划	2015-04-15	12.00	16.40	5	AAA	到期还本, 半年付息
衡枣高速车辆通行费收益权资产支持专项计划	2015-02-13	33.00	59.05	10	AAA	到期还本, 每年付息
大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划	2014-05-29	5.30	11.49	6	AA+	到期还本, 每年付息
莞深高速公路收费收益权专项资产管理计划	2005-12-27	5.80	6.02	1	AAA	每半年还本付息

## 风险项目情况

**大成西黄河大桥项目因违约提前清算。哈尔滨机场项目由于担保人出现违约，已于2018年9月21日停牌，并计划于2019年1月2日摘牌，Wind上目前项目状态尚未更新。**

### ➤ 大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划

该计划为国内ABS市场上出现的首单实质性违约案例，而导致该计划基础资产现金流减少的直接原因为大成西黄河大桥的车辆通行量大幅减少。大成西黄河大桥的主要通行车辆为运煤重载车辆，占比达90%左右，故该收费道路的通行费收入与当地煤炭市场的景气度存在很强的正相关性，而大成西黄河大桥正对面的大成西煤矿也在进行环保改造，进一步限制了通行的车流量。同时，该计划的担保人为原始权益人的控股公司，其经营状况也依赖于当地的经济状况、煤炭行业景气度及路桥运营情况，原始权益人和担保人主营业务单一导致担保人无法有效的履行其担保责任，亦无法对该计划优先级本息的偿付提供保障，最终导致该项目违约。

### ➤ 哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划

由于该计划担保人哈尔滨工大集团股份有限公司出现违约，同时计划管理人未能及时获取担保人审计报告，无法了解其运营状况，故该计划申请于2018年9月21日停牌。2018年9月13日，该计划评级机构将剩余未偿还优先04,05,06级资产支持证券信用等级调低为B，同时，管理人于2018年12月26日发布了《民生证券股份有限公司关于哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划优先04,05,06级资产支持证券摘牌的公告》，通知该计划将于2019年1月2日摘牌。

## 基础资产

### ➤ 特许经营期限

《上海证券交易所基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》第四条规定：基础资产、底层资产的运营应当依法取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质，且特许经营等经营许可或其他经营资质应当能覆盖专项计划期限。经营资质在专项计划存续期内存在展期安排的，管理人应当取得相关授权方或主管部门关于经营资质展期的书面意向函，在计划说明书中披露按照相关规定或主管部门要求办理展期手续的具体安排，说明专项计划期限设置的合理性，充分揭示风险并设置相应的风险缓释措施。

### ➤ 权属明确

《上海证券交易所基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》第六条规定：基础资产、底层资产及相关资产的权属应当清晰明确，不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。基础资产或底层资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，应当能够通过专项计划相关安排在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。

底层资产、相关资产应当向专项计划或其相关方进行质押、抵押以保障基础资产现金流的回收，其授权、批准等手续应当齐备，并在相关登记机构办理质押、抵押登记。底层资产、相关资产质押或抵押未进行登记的，管理人应当在计划说明书中说明未进行登记的原因及合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。相关资产由于特殊情形未能进行质押或抵押的，管理人应当在计划说明书中披露合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。

## 基础资产

### ➤ 收费标准及收费期限

《上海证券交易所基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》第六条规定：基础资产现金流应当基于真实、合法的经营活动产生，形成基础资产的法律协议或文件（如有）应当合法、有效，价格或收费标准符合相关规定。基础资产不属于《资产证券化基础资产负面清单》列示的范畴。

根据国务院于2004年颁布《收费公路管理条例》，全面整顿公路收费。《条例》从三个方面对公路收费进行规范：一是收费条件，只有政府利用贷款和企业投资建设的公路可以收取通行费，同时应当满足一定的条件下由省级人民政府批准设置收费站；二是收费期限，政府还贷公路和经营性公路的收费期限被限定为15年和25年以内；三是收费标准，其制定应当报本级人民政府审查批准。2015年交通运输部发布的《〈收费公路管理条例〉修订稿征求意见》指出，除高速公路以外，其他所有政府收费公路和特许经营公路在期满后必须停止收费。

### ➤ 通行量

收费公路里程增长最快的省份集中在中西部地区。东部地区高等级公路网趋于成熟，增长有所放缓；中西部地区收费公路建设提速，加上本身基数较小因素，收费公路里程增长迅速。东、中、西部收费公路里程增速的这种变化，有助于优化高等级公路的区域分布结构。

## 影响现金流因素

### ➤ 国家政策

目前我国公路收费法规由交通部同一制定，各路段的收费年限和收费标准由国家或省级发改委具体确定，收费政策的变化是影响路桥通行费的重要因素。每年黄金周全国高速公路对7座及7座以下小型客车实行免费通行政策，车流量增加但无法增加路桥收入。

### ➤ 区域特点

路桥所在区域的经济特征很大程度上影响着路桥通行费收入，交通枢纽、经济发达、人口密度较大的地区，收费公路的运营环境较好。路桥所在的交通地域位置越重要，越能吸引更多客货运输量。区域的经济规模会影响地区交通运输总量，经济增速影响地区交通流量增长。区域产业结构决定路产车流量及车流结构的重要因素，进而影响着道路的盈利水平和盈利稳定性。

### ➤ 其他交通方式的竞争

已有路桥面临来自新增高速公路、低等级公路、高速铁路以及民航等交通方式的竞争分流。收费公路的竞争线路主要为铁路和并行公路，铁路运输相对公路而言有明显的成本优势，未来随着国内铁路建的加快，铁路的运载能力和运输速度将逐步提升，其对公路运输形成的分流压力可能会随之加大；另外一方面，来自临近公路的分流影响更为直接，周边并行非收费公路的投入运营、复线收费公路及连通路段的建成、路况和费率变化等因素都可能对路产交通流量产生影响。

## 交易结构



- 项目存续期限不应晚于政府批准的路桥收费期限，且就收费权提前终止或道路大修等风险事项应约定相应的缓释措施。
- 一般此类项目不另外设置外部增信方式，增信方则为原始权益人，路桥通行费收益权ABS债项级别实质上是在路桥实际运营方的级别的基础上给予的，需要持续关注原始权益人的经营能力和信用状况。

## 增信措施

### 内部增信措施

- **优先/次级结构**：次级比例一般不低于5%，由于次级并不参与评级，测算覆盖倍数时是基础资产产生的现金流扣除相关费用对优先级资产支持证券本息的覆盖，且由于企业类资产证券化的次级由原始权益人自持，**优先/次级结构更多的是规避原始权益人持续经营风险和道德风险等。**
- **超额现金流覆盖**：由于**高速公路存在通行费减免等优惠政策，且受宏观经济影响较大**，每期的预计现金流扣除相关费用后对于优先级资产支持证券的本息覆盖倍数较高，一般在1.2倍至1.6倍之间。
- **路桥收费权质押给专项计划**：在发生加速清偿事件且计划管理人要求回购或发生违约事件时，出质人有义务回购届时剩余基础资产，**为确保出质人履行其基础资产回购义务**，出质人通常以其有权处分的路桥收费权作质押，以提供担保。

### 外部增信措施

- **差额支付承诺人/担保人**：差额支付承诺人一般为融资人或者其母公司或关联方。担保人一般是原始权益人的母公司或关联方或专业第三方担保机构，**若为专业第三方担保机构，需关注担保额度。**
- **回售和赎回承诺**：这是给予资产支持证券持有人的一种选择权，一般会在发行后第三或四年可以行使，具体根据发行期限和发行人的需求进行设置。
- **流动性支持承诺**：对于高速公路公司大部分收入作为入池资产的，为保证企业日常经营，一般需要企业的母公司或关联企业给予一定的流动性支持。

## 风险及缓释措施

### ➤ 原始权益人持续经营风险

国内目前基础资产的运营主体仍为原始权益人，车辆通行费收益权的实现及归集、转付等相关义务的履行依赖于原始权益人的持续经营。**目前主要是通过流动性支持（如若入池收入是企业大部分收入）和次级资产支持证券自持来规避此类风险。**

### ➤ 基础资产相关风险

路桥通行费资产易受区域经济及产业发展、周边新增道路分流等因素的影响，同时地区特定优惠政策也会影响基础资产现金流的持续稳定性。**目前主要的缓释措施是基础资产现金流不足时，差额支付承诺人补足（如有），担保人补足（如有），的补足顺序，若发生加速清偿事件且计划管理人要求回购或发生违约事件，可能触发基础资产回购机制（如有）。**

### ➤ 资金混同风险

现金流的归集顺序一般为：收款账户，归集账户，托管账户，监管账户，专项计划账户，其中除专项计划账户为计划管理人开设，其余均为原始权益人开设的；其中现金流在进入监管账户和专项计划之前，原始权益人可能挪用基础资产产生的现金流，若履职能力下降或信用状况严重恶化时，可能造成基础资产的损失。**目前缓释措施时将现金流的归集频率和转付频率与原始权益人或差额补足承诺人等的相关经营状况、信用状况等联系在一起。**

## 汇富榆靖高速公路车辆通行费收益权资产支持专项计划

2015年12月18日，本计划在深交所成功发行，本计划以原始权益人陕西省交通建设集团公司合法拥有的榆靖高速公路自2015年7月1日起至2023年6月30日期间的车辆通行费收益权作为基础资产。

证券分层	级别	预期到期日	规模(亿元)	参与机构	全称
16榆靖01	AAA	2016/12/18	2.30	原始权益人 /差额支付承诺人	陕西省交通建设集团公司（陕西交建集团）
16榆靖02	AAA	2017/12/18	2.30		
16榆靖03	AAA	2018/12/18	2.40	托管人	中国民生银行股份有限公司西安分行
16榆靖04	AAA	2019/12/18	2.40	监管银行	中国民生银行股份有限公司西安分行
16榆靖05	AAA	2020/12/18	2.50	计划管理人	西南证券股份有限公司
16榆靖06	AAA	2021/12/18	2.60	评级机构	东方金诚国际信用评估有限公司
16榆靖07	AAA	2022/12/18	2.70		
16榆靖08	AAA	2023/12/18	2.90		
16榆靖次	-	2024/12/18	1.20		
<b>合计</b>	-	-	<b>21.30</b>		
还本付息	按年付息，到期一次性还本				

## 基础资产

根据陕交发【2006】166号文，榆靖高速公路整体由陕西省公路局整体移交至陕西省交建集团，并经陕西省交通运输厅（陕交发【2006】319号文）批准，陕西省交建集团享有榆靖高速公路通行费收费权。同时，根据陕西省交通运输厅、陕西省财政厅、陕西省物价局联合发布的（陕交发【2006】166号）文，调整了榆靖高速公路收费年限，确定其收费年限为2003年11月1日至2023年10月31日。根据《陕西省人民政府关于高速公路实行载货类机动车计重收取车辆通行费等有关问题的批复》（陕政函【2010】55号），自2010年5月起，榆靖高速公路收费标准分为两类：一类为载客类汽车，按车型收费；一类为载货类汽车，按计重收费。除上述收费标准外，部分特殊车辆依据国家及陕西省政策规定，享有减免通行费优惠。此外，为促进陕西省煤炭销售，确保煤炭市场稳定，自2012年起，根据《陕西省人民政府办公厅关于做好全省工业促销保产稳市场工作的意见》（陕政办发【2012】92号），陕西省交通运输厅及陕西省发展和改革委员会发布相关通知，决定于每年运煤高峰期对省内煤炭运输车辆试行减半收费政策。

历史年份	车流量 (万辆)	通行费收入 (万元)
2011年	416.34	69250.57
2012年	346.17	64928.92
2013年	322.49	48002.98
2014年	322.57	50348.19

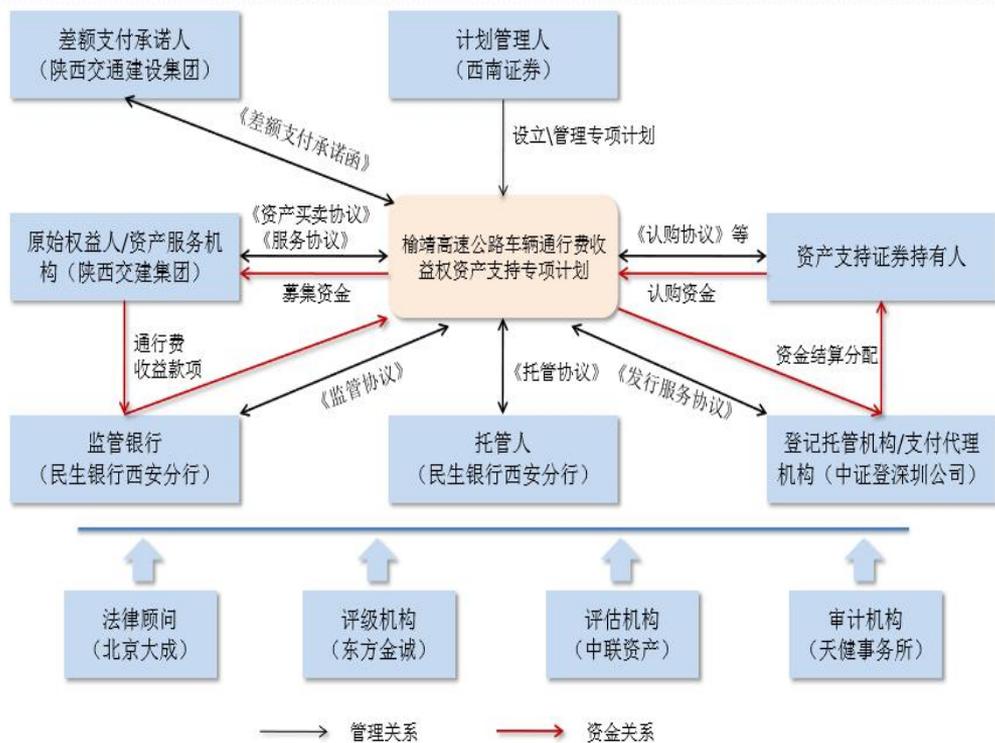
- 受宏观经济下行和**煤炭市场疲弱**的影响，兼有**运煤车辆通行费减半、节假日小型客车免费等优惠政策**的实施，榆靖高速公路的车流量小幅下滑，通行费收入增速有所放缓。

## 基础资产

专项计划期间	收费车流量 (万辆)	预期通行费收入 (万元)
2015年7月~2016年6月	315.23	46647.39
2016年7月~2017年6月	310.46	45926.22
2017年7月~2018年6月	305.21	44975.66
2018年7月~2019年6月	300.26	44084.13
2019年7月~2020年6月	295.19	43169.81
2020年7月~2021年6月	290.23	42275.77
2021年7月~2022年6月	285.26	41379.71
2022年7月~2023年6月	280.35	40493.55

- 榆靖高速公路是建设榆林能源化工基地及生态农业示范区的**重大建设项目之一**，是榆林连接省会西安及周边省区的重要干线。
- 榆靖高速公路的**管理运营支出由陕西交通集团按计划审批**，每月下拨资金，较好的维持稳定的运营状态。
- 受榆林市经济增速放缓、煤炭开采和洗选业总产值下降等因素影响，榆靖高速公路车流量有所下降。本项目存续期间，榆靖高速公路**能否有效减缓车流量下降速度，将对基础资产产生的现金流造成重大影响。**

## 交易结构



- 原始权益人陕西交建集团与计划管理人西南证券签订《资产买卖协议》，将其合法享有的榆靖高速公路在特定期间内的车辆通行费收益权转让给西南证券，西南证券以上述收益权为基础资产设立并管理专项计划。
- 陕西交建集团依据《差额支付承诺函》约定，对专项计划可供分配的资金不能足额分配所对应的优先级资产支持证券预期支付的差额部分承担补足义务。

## 增信措施

### 内部增信措施

- **优先/次级结构**：专项计划发行总规模21.30亿元，其中优先级资产支持证券规模为20.10亿元，次级资产支持证券的占比为5.63%。
- **超额现金流覆盖**：本计划的各计息期间内，资产端对证券端优先级资产支持证券的本息均能够全额覆盖，最小覆盖倍数为1.30倍。

### 外部增信措施

- **差额补足承诺**：原始权益人华旅集团对专项计划资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和全部未偿本金的差额部分承担差额补足义务。
- **连带责任保证担保**：保证人中证信用为原始权益人履行资产支持证券的回购义务和差额补足义务提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

## 风险及缓释措施

- **基础资产相关风险：**本计划的现金流入依赖于榆靖高速公路通车量、煤炭市场运行状态等因素，易受宏观经济形势、区域经济及行业环境、原始权益人经营状况及其他因素的影响，进而影响现金流入的持续稳定性，从而影响优先级资产支持证券本息的偿付。**本计划设置了陕西交建集团差额补足机制，对优先级资产支持证券本息的偿付提供了一定的保障，进而缓释了上述风险。**
- **资金混同风险：**本计划的现金流逐级上缴至陕西省财政厅专户后，经拆分并扣除水利建设基金、撤站还贷平衡资金后，由陕西省财政厅基于陕西省交建集团上报的经审批的年度支出预算情况，将款项分月下拨给陕西省交建集团通行费收入专户。于兑付日前第 10 个工作日归集至监管账户和专项计划账户，同时由于资金归集流程较复杂、涉及行政审批，车辆通行费收入资金下拨存在不确定性，存在一定的资金混同风险。**原始权益人出具书面承诺函以保证优先级本息兑付，评级机构将持续关注监管账户变更及现金流的归集情况，以缓释此风险。**
- **差额支付承诺人信用质量下降风险：**本计划优先级资产支持证券的信用等级对差额支付承诺人的主体级别依赖度较高，专项计划存续期间，若陕西交建集团的信用质量发生变化，将对优先级资产支持证券的本息偿付产生影响。**评级机构将持续关注陕西交建集团的主体信用质量变化，并在交易结构设计中，针对主体信用等级设置了加速清偿条款，以缓释此风险。**

## 跟踪期基础资产表现及分析

跟踪期间	预期通行费收入 (万元)	实际通行费收入 (万元)	收入实现率
2015年7月~2016年6月	46647.40	38995.95	93.36%
2016年7月~2017年6月	45926.22	39573.73	86.71%
2017年7月~2018年3月	33840.17	37311.11	110.26%

- 基础资产部分收入来源于运煤车辆通行费，煤炭行业的景气度对基础资产的收入影响较大，受国家煤炭行业限产政策的影响，煤炭供给波动较大，通行费收入大幅增长趋势能否持续尚待观察。
- 平行路段的通行对榆靖高速产生较大的分流影响，未来客车流量或面临进一步下降。
- 榆靖高速计划于2018年底新增榆林西收费站，距原榆林北收费站18km，通行车辆可根据目的地就近选择出站口，在一定程度上降低通行费收入。

## 一级市场发行情况

- 本期市场新发行25单资产证券化产品，发行规模为288.74亿元。其中，银行间市场信贷资产支持证券共3单，规模合计120.60亿元；交易所发行资产支持专项计划共18单，规模合计124.59亿元；交易商协会ABN发行4单，规模合计43.55亿元。
- 本期新发行资产证券化产品基础资产类型涉及保理融资债权、CMBS、企业债权、汽车贷款、信用卡贷款、应收账款、租赁债权。其中，应收账款、信用卡贷款及汽车贷款ABS规模占比较大，分别为38.70%、27.36%和14.41%。

## 二级市场交易情况

- 本期交易所市场资产支持专项计划证券成交量为2971.50万份，成交金额合计68.36亿元，占比合计24.64%；银行间市场资产证券化产品成交量28945.00万份，成交金额合计209.11亿元，占比75.36%；
- 信用级别方面，交易所市场资产支持专项计划成交证券级别在AA+级到AAA级之间，银行间市场资产证券化产品成交证券级别在AA级到AAA级之间。

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。