

2022 年应收账款资产支持证券回顾与 2023 年展望

图表 1：我国应收账款资产支持证券发行和信用概况

项目	2022 年	2021 年
发行规模总额（亿元）	1980.05	1884.41
发行单数（单）	127	117
发行规模排名（名次/ 全市场基础资产类型 数量）	4/35	7/35
年末到期规模（亿元）	1430.61	1253.21
年末存续余额（亿元）	3489.14	2934.55
其中：AAA ¹ 级	3176.63	2682.69
AA+级	70.55	52.94
AA 级	2.41	2.69
次级（无评级）	239.55	196.23
评级上调证券（只）	0	1
评级下调证券（只）	1	0
列入观察名单（只）	1（已兑付）	0

时间

2023 年 2 月 2 日

结构融资部

贺畅 刘佳慧 王晨

邮箱：dfjc-jg@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要观点

- 2022 年，应收账款资产支持证券发行逆市增长，规模和发行单数较上年同期继续增长，成为资产支持证券市场第四大发行品种，存续规模和 2023 年到期规模继续创新高；
- 从发行特点来看，应收账款资产支持证券发行层级数量趋减少，滚动发行证券增加；
- 从信用资质来看，应收账款资产支持证券仍保持高信用等级特征，2022 年存续证券的信用结构保持稳定，AAA 占比稳定在 92% 以上，AA 及以下证券基本退出市场，信用市场表现良好且稳定，发行利率趋降；
- 从差额支付人或其他核心增信方来看，应收账款资产支持证券以建筑企业为主，AAA 级央企占比高，信用质量继续提升；
- 历年累计参与发行 5 单以上应收账款资产支持证券的建筑企业应收账款规模进一步增长；同时 2023 年基建投资的持续较快增长及房建需求的改善，预计将为建筑行业整体需求提供较好支撑，应收账款资产支持证券潜在发行主体的融资需求继续加大；
- 2023 年受到期规模大、发行主体融资需求加大等因素影响，预计应收账款资产支持证券发行规模将有所增长，发行特点上，发行层级数量继续减少，而具有滚动特征的项目预计将有更多发行；发行项目的差额支付人或其他核心增信方预计仍将以央企为主，行业方面以建筑企业为主，信用风险维持较低水平。

¹ AAA_{sf}、AA_{sf} 等类似信用等级符号均省略各类脚标，下同。

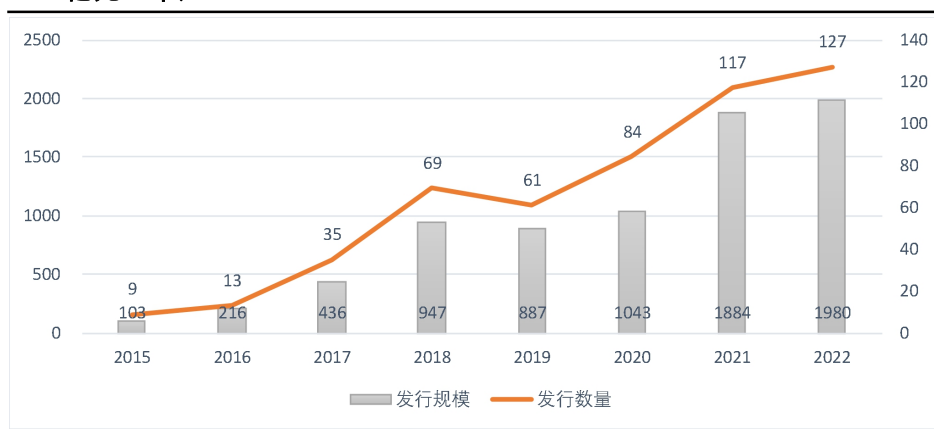
一、2022 年我国应收账款资产支持证券市场回顾

1. 2022 年应收账款资产支持证券发行逆市增长，发行单数和规模分别同比增长 8.55%和 5.08%；每季度末、年末是发行高峰期

2022 年，受房地产市场调整等因素影响，全市场资产支持证券发行萎缩，根据 CNABS 统计，2022 年全市场²资产证券化产品共发行 1738 单，发行规模 20084.66 亿元，分别同比下降 20.96%和下降 36.09%。应收账款资产支持证券发行规模在各类产品中排名第 4，仅次于融资租赁、个人汽车贷款和供应链等品种，同比提升了 3 个名次。

根据东方金诚统计口径³，2022 年应收账款资产证券化产品共发行 127 单，发行规模合计 1980.05 亿元，发行单数和规模分别同比增长 8.55%和 5.08%，均逆市增长。

图表 2：2015 年~2022 年我国应收账款资产证券化产品发行情况（单位：亿元、单）



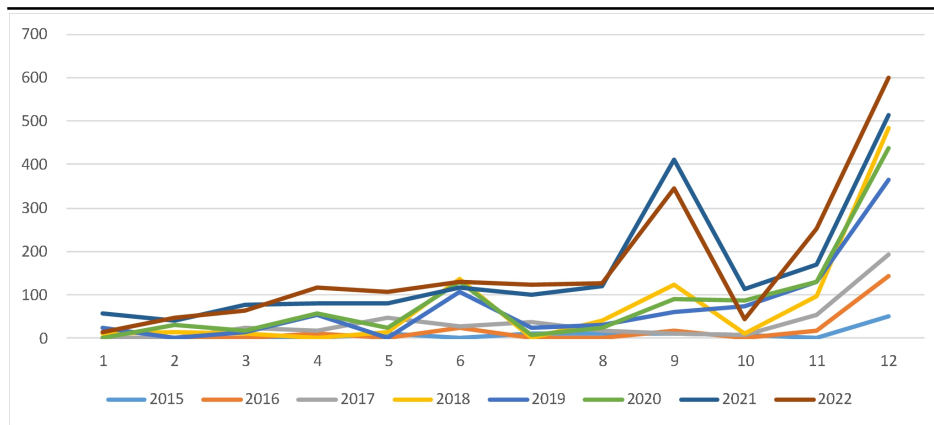
数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

² 包含资产支持证券、资产支持票据、信贷 ABS 各大市场统计。

³ 本报告所提及的应收账款，不包含购房尾款、补贴款、票据资产等其他细分类型。统计口径包含资产支持证券、资产支持票据、信贷 ABS。下文分析均采用东方金诚口径。

从季节性来看，每季度末、年末是发行高峰期，尤其在 12 月，应收账款资产支持证券融资主体出于改善资产负债表等需求，资金需求最旺盛。

图表 3：2015 年~2022 年我国应收账款资产证券化产品月度发行规模（单位：亿元）

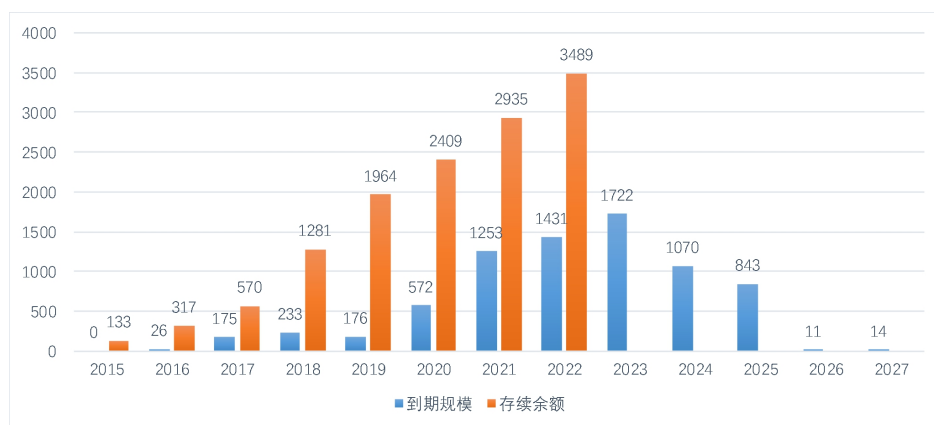


数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

2. 2022 年末存续规模和 2023 年到期规模继续创新高

2022 年末，应收账款资产证券化产品存续余额 3489.34 亿元，创历史新高，同比增长 18.90%。

图表 4：截至 2022 年末我国应收账款资产证券化产品存续和到期规模（单位：亿元）



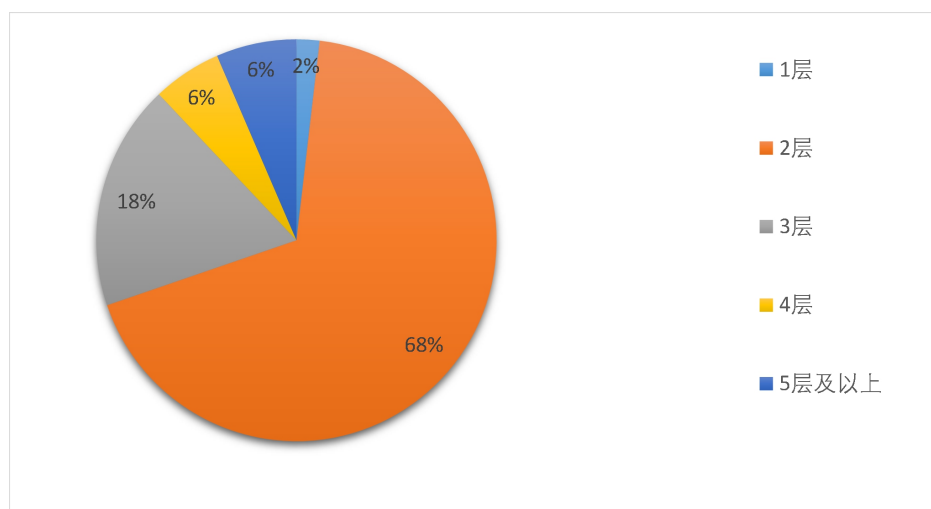
数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

从未来到期规模来看，截至 2022 年末，2023 年将有 1713 亿应收账款资产证券化产品到期，考虑到融资替代需求，预计 2023 年应收账款发行规模将继续增长。

3. 应收账款资产支持证券的发行层级数量趋于减少，滚动发行项目增加

应收账款资产支持证券的优先级信用等级，以及分层情况，通常既受到基础资产债务人影响，同时也受到增信方影响。

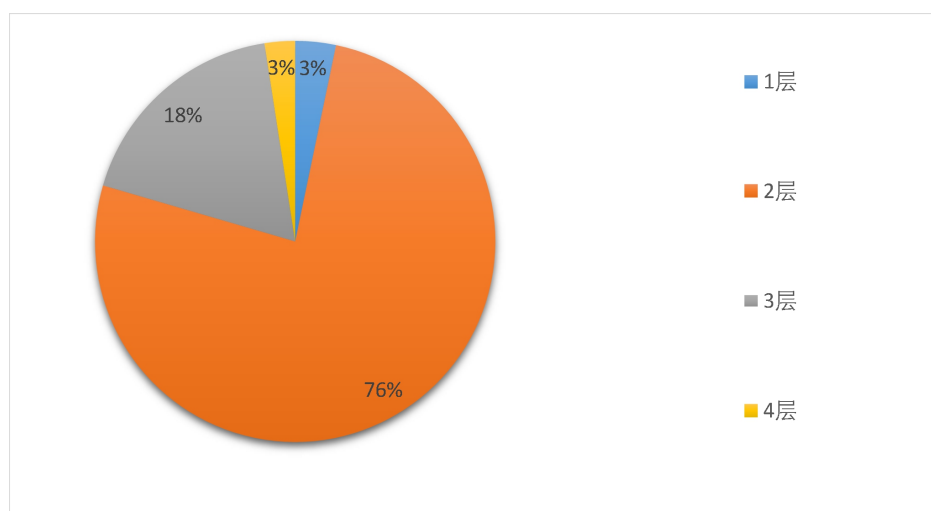
图表 5：2014 年~2022 年应收账款资产支持证券累计发行层级占比统计



数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

从 2014 年以来的整体分布来看，68%的项目分层为两层，18%的项目分三层，四层、五层及以上项目较少。

图表 6：2021 年~2022 年应收账款资产支持证券累计发行层级占比统计



数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

2021 年以来，两层和三层项目占比达到了 94%，单层项目 2022 年增长较快，主要是具有滚动发行特征⁴的项目，发行新的优先级替代原优先级所致。多层项目继续减少，证券分层结构简化。

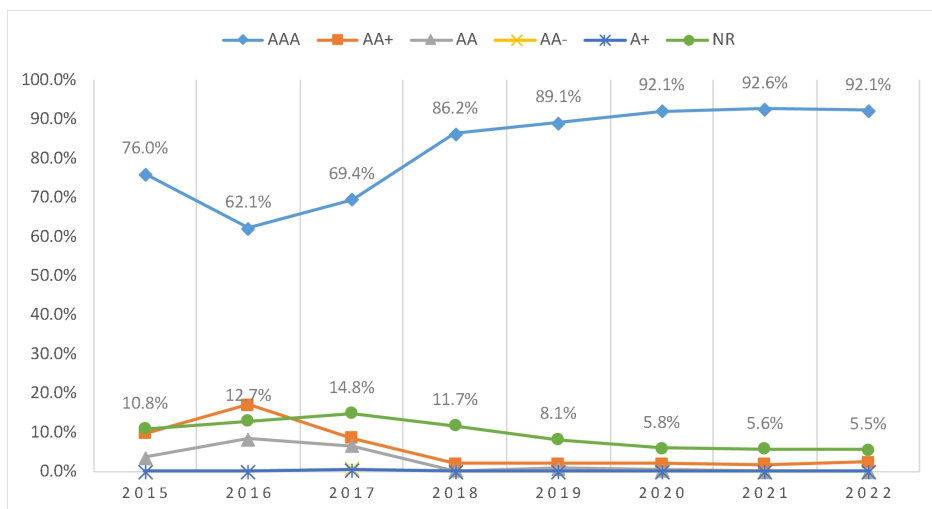
4. 应收账款资产支持证券仍保持高信用等级特征

2022 年 AAA 级资产支持证券发行占比 92.1%，继续保持高水平。2016 到 2021 年 AAA 级资产支持证券发行规模占总发行规模比重呈增加趋势。

⁴ 滚动发行特征主要是通过发行下一期资产支持证券，募集资金用于归还上一期资产支持证券，项目到期前，融资主体无需还本。

2021 和 2022 年，优先级没有 AA 级及以下等级的证券发行。

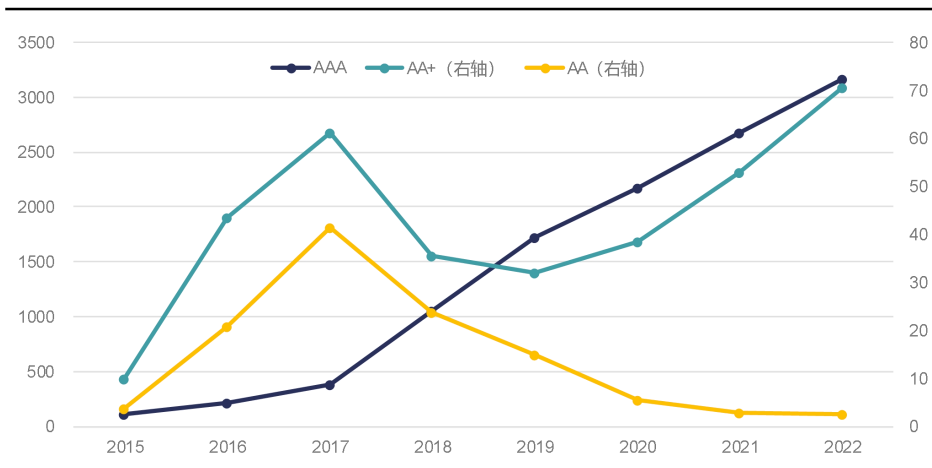
图表 7：2015 年~2022 年应收账款资产支持证券发行信用等级占比



数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

从存续证券的信用等级来看，AAA 级证券占绝大多数，2019 年来 AAA 和 AA+级证券规模持续增长，而 AA 级证券基本从市场消失。2022 年末存续证券的信用等级分布和 2021 年末接近，预计 2023 年应收账款资产支持证券信用风险仍较低。

图表 8：2015-2022 年末应收账款资产支持证券分信用等级存续规模（单位：亿元）



数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

5. 2022 年应收账款资产支持证券信用市场表现良好且稳定

就发行的证券信用等级来看，双层结构中，优先级为 AAA 的证券达到了 98.6%，AA+为 1.4%。三层结构中，94.8%的优先级是 AAA，3.7%是 AA+。1.5%是 AA；三层结构的中间级里，也以 AAA 为主。整体来说，信用等级基本集中在 AAA 和 AA+，信用等级保持高水平。

图表 9：应收账款资产支持证券二、三层结构中各层级发行规模及信用等级分布（单位：亿元）

信用等级	发行规模			规模占比		
	双层 优先	三层 优先	三层 中间级	双层 优先	三层 优先	三层 中间级
AAA	6786.05	948.95	541.78	98.6%	94.8%	75.9%
AA+	93.77	37.10	132.82	1.4%	3.7%	18.6%
AA	4.75	14.90	37.47	0.1%	1.5%	5.2%
AA-	0.00	0.00	1.98	0.0%	0.0%	0.3%

数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

2022 年，应收账款资产支持证券没有上调证券，同比减少 1 只。

2022 年应收账款资产支持证券下调级别仅有 1 只证券，同比增加 1 只，为中信建投-中铝国际 2019 年应收账款资产支持专项计划优先 B 级资产支持证券，该证券由核心信用主体中铝国际工程股份有限公司（以下简称“中铝国际”）提供差额支付承诺，受中铝国际级别下调影响而下调。中铝国际近年持续亏损且计提了大量应收账款减值损失，2022 年 6 月被评级机构联合资信评估股份有限公司从 AA+ 负面下调到 AA 稳定。

图表 10：近年应收账款资产支持证券下调情况

债券简称	本次评级		上次评级	
	评级日期	信用等级	评级日期	信用等级
华信 01A	2018-03-02	AA+	2018-02-12	AAA
华信 01A	2018-04-10	AA	2018-03-02	AA+
华润 3 优 2	2019-06-24	AA	2018-09-19	AAA
华信 01A	2019-06-25	CC	2018-04-10	AA
华信 01A	2020-06-19	C	2019-06-25	CC
中工 01B	2022-06-06	AA	2021-06-11	AA+

数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

2022 年应收账款资产支持证券列入观察名单证券 1 只，为中国林业集团 1 期资产支持专项计划优先级资产支持证券，主要是受核心信用主体影响和压力测试下可能触发差额支付所致，该证券已于 2022 年 6 月正常兑付。

从历史来看，仅有德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划因核心信用主体上海华信国际集团有限公司出现违约导致优先级证券持续下调至 C。

从应收账款基础资产池累计违约率的情况来看，截至 2022 年末，从 ifind 获取数据的 14 单项目中，7 单项目累计违约率为 0%，累计违约率最高的项目不超过 3%。

图表 11: 2022 年末部分应收账款资产证券化项目基础资产累计违约率情况 (%)

起息日期	项目全称	累计违约率
2019-12-27	南京医药股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	0
2021-6-29	上海宝冶集团有限公司 2021 年度第一期资产支持票据	0
2019-4-16	上海中建东孚投资发展有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	0
2020-5-13	徐州徐工汽车制造有限公司 2020 年度第一期资产支持票据	0
2018-6-7	中国建筑第二工程局有限公司 2018 年度第一期资产支持票据	0
2018-12-20	中国建筑第七工程局有限公司 2018 年度第一期资产支持票据	0
2020-12-30	中交第一航务工程局有限公司 2020 年度第一期资产支持票据	0
2020-8-17	中联重科股份有限公司 2020 年度第一期资产支持票据	0.19
2021-11-24	中联重科股份有限公司 2021 年度第二期资产支持票据	0.20
2021-8-25	中联重科股份有限公司 2021 年度第一期资产支持票据	0.33
2020-12-23	山河智能装备股份有限公司 2020 年度第一期资产支持票据	0.66
2021-12-23	山河智能装备股份有限公司 2021 年度第二期资产支持票据	1.63
2021-6-30	山河智能装备股份有限公司 2021 年度第一期资产支持票据(高成长债)	1.82
2018-1-19	天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据	2.32

数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

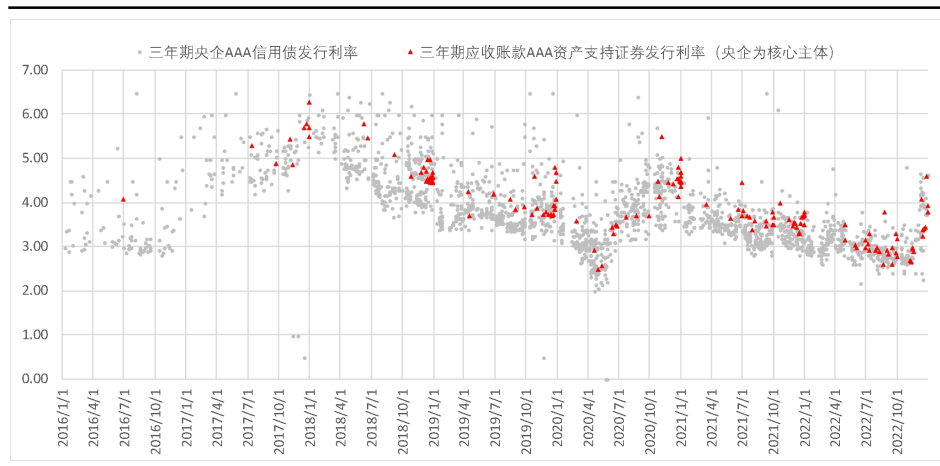
整体来看, 2022 年应收账款资产支持证券信用市场表现良好且稳定。

6. 2022 年应收账款资产支持证券发行利率呈下降态势, 发行利率略弱于信用债

从发行利率的分布来看, 三年期应收账款 AAA 资产支持证券的发行利率 2021 年到 2022 年下半年持续下降, 发行利率整体和央企发行的三年期 AAA 信用债无明显差异。

另外, 从季节性来看, 受市场资金趋紧影响, 近年来临近年末发行利率有明显的上升态势, 周期性较明显。

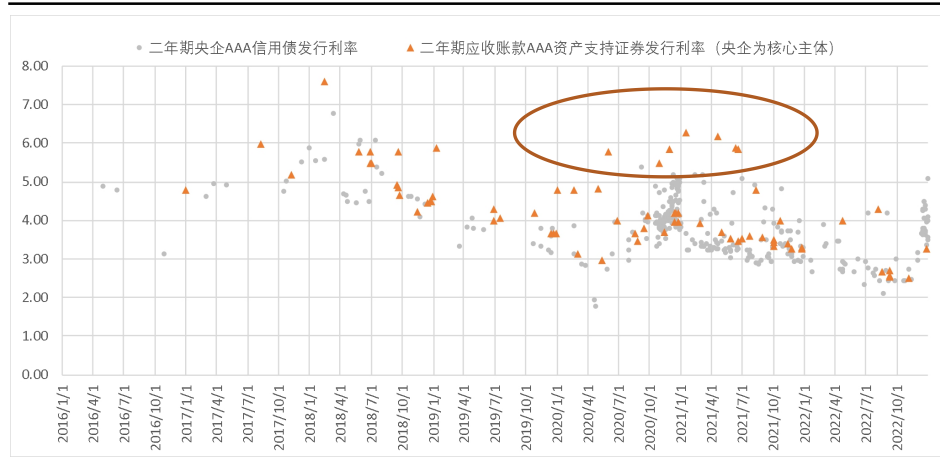
图表 12: 2016 年~2022 年 AAA 应收账款资产支持证券发行利率分布 (三年期)



数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

两年期应收账款 AAA 资产支持证券的发行利率和央企发行的两年期 AAA 信用债相比略高，部分高利率样本的项目，反映市场对其增信证券的信用等级认可程度偏低。

图表 13: 2016年~2022年 AAA 应收账款资产支持证券发行利率分布 (两年期)



数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

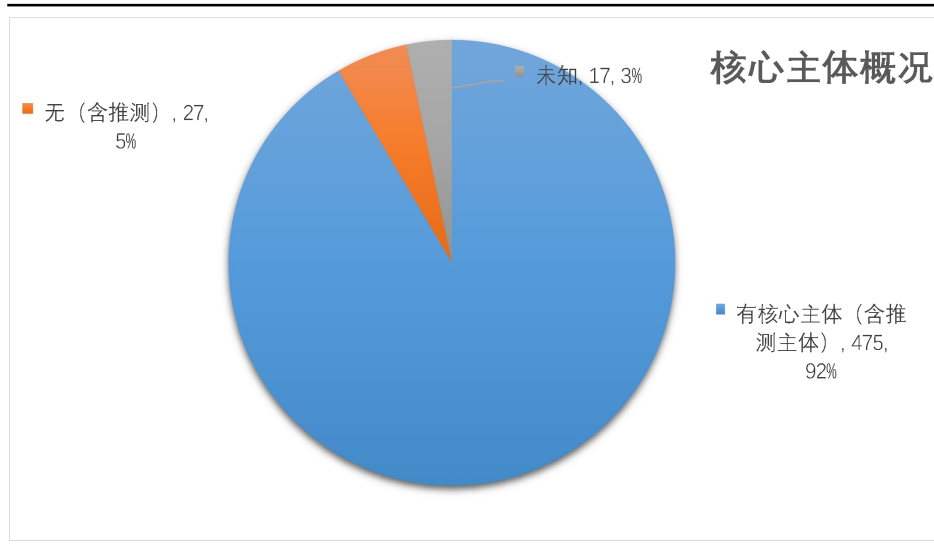
整体来看, 应收账款资产支持证券发行利率略弱于信用债。

二、2022 年我国应收账款资产支持证券核心信用主体风险特征回顾

1. 应收账款资产支持证券绝大部分项目有核心信用主体

本文界定应收账款资产支持证券差额支付人或其他核心增信方为核心信用主体。自 2014 到 2022 年累计 519 单应收账款资产支持证券样本项目中，有 475 单项目存在核心信用主体（含推测主体）；27 单无核心信用主体（含推测），17 单项目未知。

图表 14: 2014-2022 年应收账款资产证券化产品核心信用主体概况

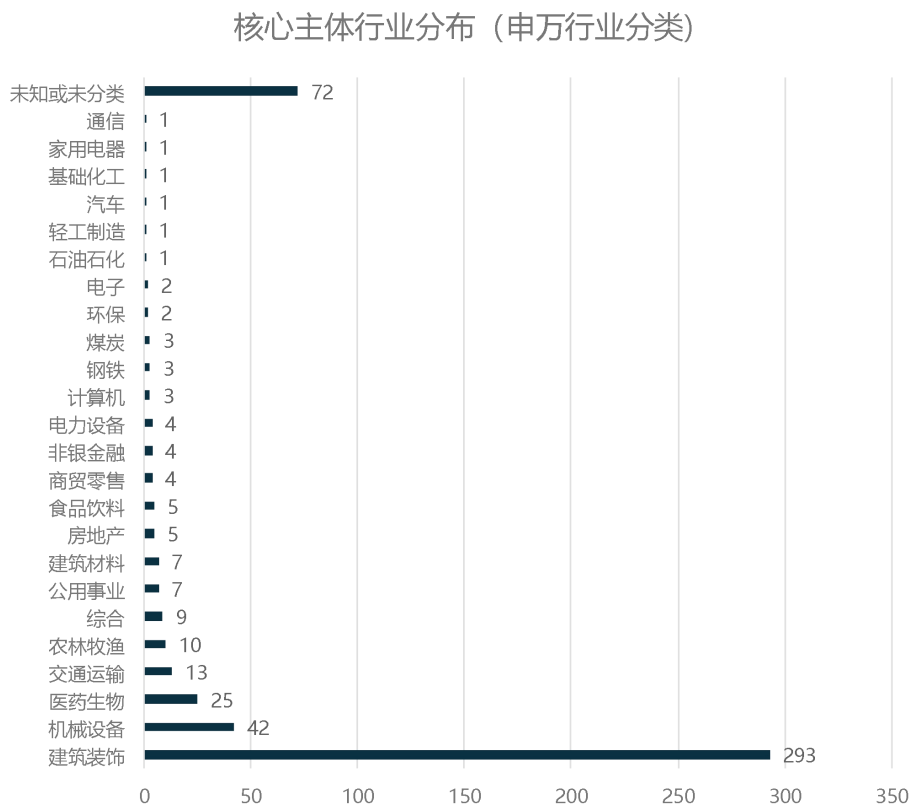


数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

2. 核心信用主体集中于建筑装饰业

自 2014 到 2022 年累计 519 单应收账款资产支持证券样本项目中，从应收账款资产证券化项目的核心信用主体的行业来看，应收账款资产支持证券核心信用主体 56%分布在建筑装饰行业（按项目单次统计），基础资产以工程类应收账款为主；8%分布在机械设备行业，基础资产以产品销售应收账款为主；5%分布在医药生物行业，基础资产以医药应收账款、贸易款为主。核心信用主体分布于交通运输、农林牧渔等行业的项目基础资产以贸易款为主。核心信用主体分布于综合行业部分项目基础资产或为补贴款。14%的项目无核心信用主体，或未知核心信用主体，或未分类。

图表 15: 2014-2022年应收账款资产证券化产品核心信用主体行业分类情况 (按项目单次)

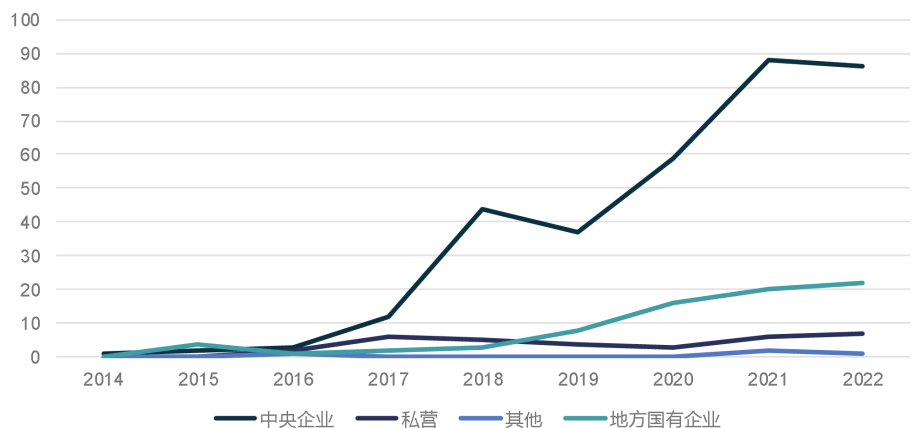


数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

3. 核心信用主体以央企及其子公司为主

从发行次数来看,中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司作为核心信用主体,参与的应收账款资产证券化产品最多。

图表 16: 2014年~2022年我国应收账款资产证券化产品核心信用主体按企业性质分类发行情况 (单位: 单次)



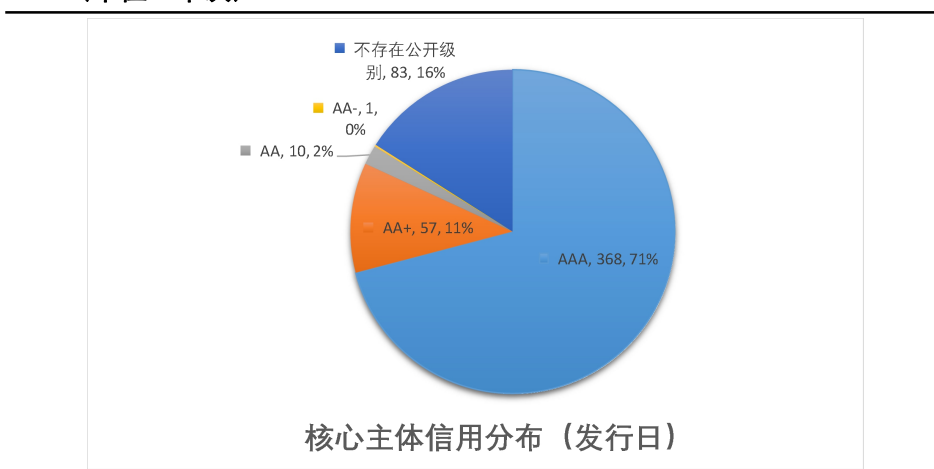
数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

从企业性质来说，中央企业（及其子公司）参与的应收账款资产证券化产品发行单数最多，且近年来呈增长态势。地方国有企业 2018 年来持续增长，而私营企业数量较少，2016 年有参与以来，每年不超过 7 单，占比保持较低水平。

4. 核心信用主体信用质量在高水平基础上继续提升

从核心主体的信用等级分布来看，在应收账款资产支持专项计划/票据项目发行日，71%的项目为 AAA，11%为 AA+，AA 仅有 2%，另外还有 16% 的项目的核心主体无公开信用等级。

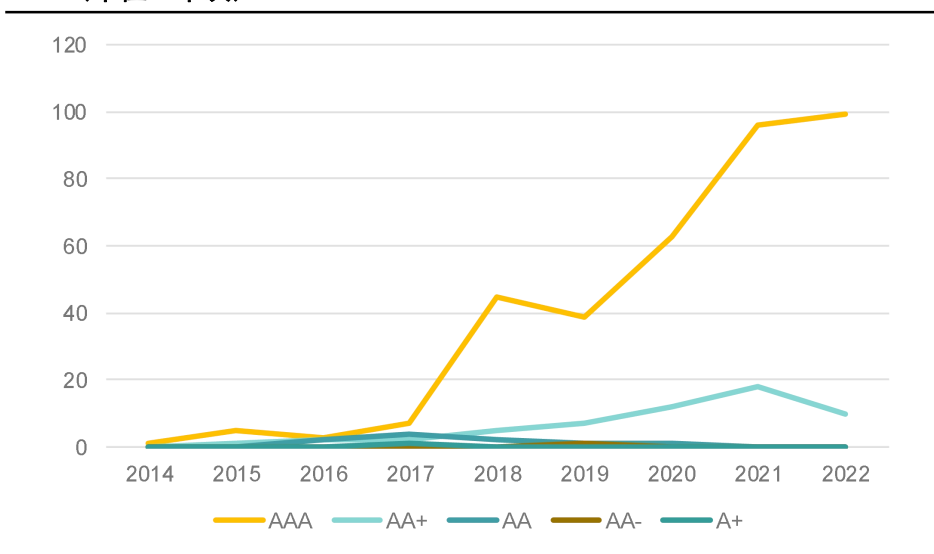
图表 17: 2014-2022 年应收账款资产证券化产品核心信用主体等级分布
(单位: 单)



数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

2022 年发行的应收账款资产证券化产品中，核心信用主体为 AAA 级的项目继续增加，AA+级的项目下降，核心信用主体信用质量继续提升。

图表 18: 近年应收账款资产证券化产品核心信用主体分等级分布数量
(单位: 单)



数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

分企业性质来看，AAA 企业以央企为主，民营企业极少。AA+企业以地方国企偏多。AA 及以下主要是民营企业。

图表 19: 2014-2022 年应收账款资产证券化产品核心信用主体信用等级分布(按企业性质)

信用等级	中央企业	民营	地方国有企业
AAA	301	8	47
AA+	18	15	24
AA	1	6	3
AA-	0	1	0
A+	0	1	0

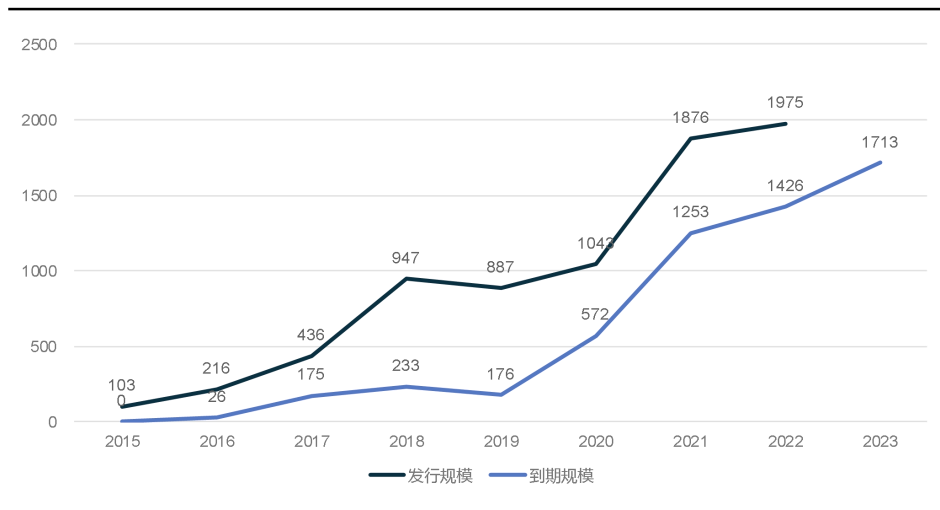
数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

三、2023 年应收账款资产支持证券市场展望

1. 2023 年应收账款资产支持证券到期规模高于 2022 年，融资人存在替换需求，预计 2023 年应收账款资产支持证券发行规模将有所增长

从截至 2022 年末数据来看，2023 年将到期的应收账款资产支持证券将达到 1713 亿元，创历史新高。

图表 20: 2022 年末应收账款资产证券化产品发行规模和到期规模情况 (单位: 亿元)



数据来源: iFinD、CNABS, 东方金诚整理

从历年发行和当年到期规模来看，二者存在一定的相关性，考虑到近年融资成本持续下降，2023 年相关主体发行新证券的需求较强。

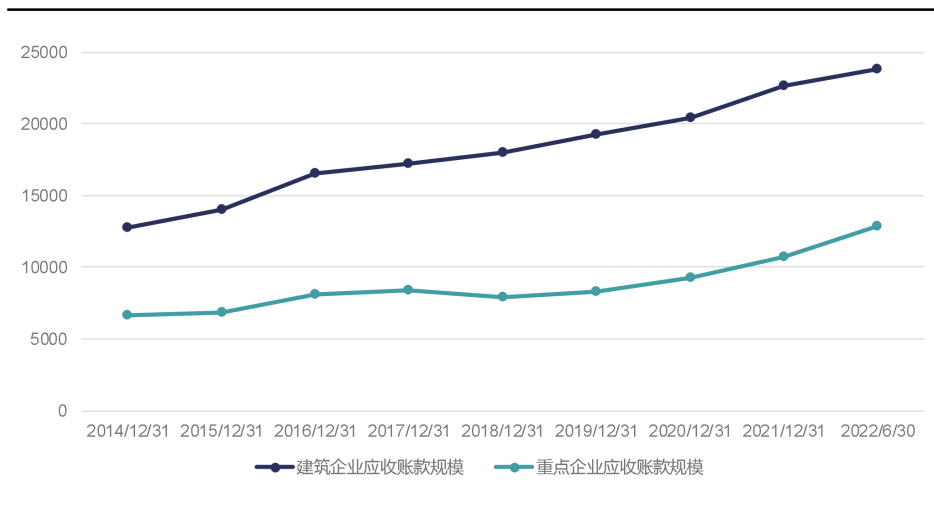
2. 历年累计参与发行 5 单以上应收账款资产支持证券的重点企业和建筑企业应收账款规模进一步增长;应收账款资产支持证券潜在在发行主体的融资压力继续加大

建筑企业是应收账款资产证券化产品发行占比最高的主体,从已发债和上

市建筑企业的统计数据来看，近年来建筑企业应收账款总量持续增长。

从重点企业⁵来看，2018 年末至今，重点企业应收账款规模保持增长。

图表 21： 2014 年末-2022 年 6 月末建筑企业和重点企业应收账款规模情况（单位：亿元）



数据来源：iFinD、CNABS，东方金诚整理

建筑企业在手合同仍维持高位，预计 2023 年仍将产生大量应收账款。2022 年 Q1、Q2、Q3 建筑行业分别实现新签合同总额 6.34 万亿元、8.63 万亿元、8.45 万亿元，分别同比增长 2.1%、5.2%、12.3%。2022 年前三季度建筑工程行业实现新签合同总额 23.43 万亿元，同比增长 6.8%；在手合同总额为 57.79 万亿元，同比增长 10.6%。

2023 年基建投资的持续较快增长及房建需求的改善预计将为建筑行业整体需求提供较好支撑，预计建筑企业收入和应收账款规模将继续扩大。

整体来看，潜在发行企业⁶的应收账款规模持续增加，基础资产来源有保障，同时企业的资金占用增加，融资压力更大，预计 2023 年应收账款资产证券化产品发行规模将有所增长。

综上，2023 年受到规模大、发行主体融资需求加大等因素影响，预计应收账款资产支持证券发行规模将有所增长，发行特点上，发行层级数量继续减少，而具有滚动特征的项目预计将有更多发行；发行项目的核心信用主体性质预计仍将以央企为主，行业方面以建筑企业为主，信用风险维持较低水平。

⁵ 发行或作为核心信用主体参与发行应收账款证券化产品累计超过 5 单（含 5 单）的企业。

⁶ 主要包括建筑企业、重点企业。