

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

浅析停车场项目资产证券化

联合资信 结构评级三部 | 张高瞩 | 王劲蒙 | 唐思思

伴随着资产证券化业务的快速发展，交易结构设置和底层资产类型也愈加丰富多样。2019 年 10 月 29 日，首单停车场项目资产证券化产品国金-川投航信停车场 PPP 项目 1 号资产支持专项计划发行，标志着停车场作为一种新的底层资产出现在了交易所。本专题聚焦以停车场项目作为底层资产的资产证券化产品，从评级的角度分析停车场项目资产证券化中不同交易结构产品的优势和风险，以及评级关注要点。



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



一、停车场项目资产证券化概况

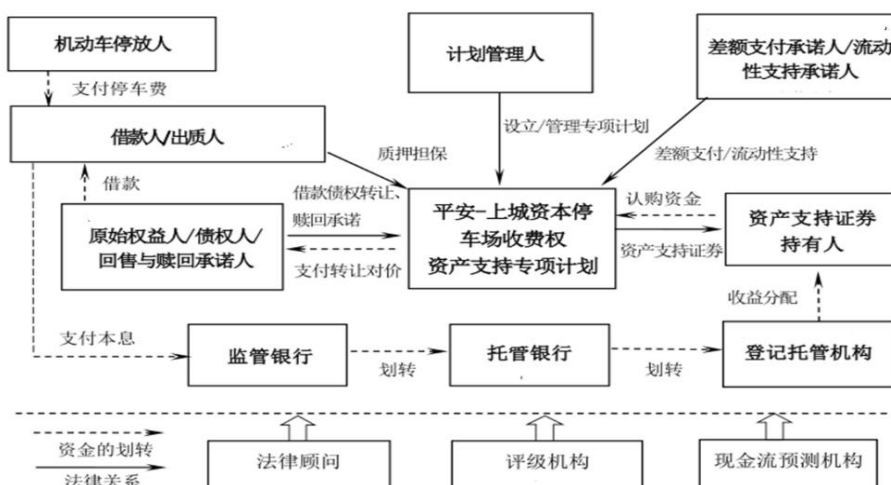
停车场项目资产证券化的底层资产为一个或多个停车场，实际还款来源为标的停车场的运营收入和/或底层资产处置收入。目前市场上已经发行的停车场 ABS 产品依照交易结构（基础资产）的不同包括收费收益权产品、PPP 项目和类 REITs 等。

根据 CNABS 数据，截至 2023 年 9 月底，停车场项目资产证券化类产品共发行 10 单，累计发行规模 62.31 亿元，其中 PPP 产品 3 单，类 REITs 产品 1 单，其余均为收费收益权产品，发行主体/增信方主要为城投企业。下文从交易结构、优势与风险和评级关注要点三方面对这三种类型的产品分别进行介绍。

二、收费收益权类停车场 ABS 交易结构设置及优缺点

（一）交易结构设置

与常见的收费收益权项目交易结构类似，该类停车场 ABS 产品的基础资产通常为原始权益人转让给计划管理人的、原始权益人依据《借款合同》等对借款人/债务人享有的标的债权及其附属担保权益。其中，借款人即拥有停车场产权/运营权的项目公司/企业，标的债权还款来源为标的停车场产生的运营收入。借款人同时作为质押人，与管理人签订《质押合同》，以停车场未来收入作为质押物为标的债权提供质押担保。增信方（差额补足人或担保人）出具相关增信文件，对优先级资产支持证券本金和预期收益的偿付提供差额补足或担保。以“平安-上城资本停车场收费权资产支持专项计划”为例，该项目交易结构图如下。



资料来源：联合资信整理

图 1 平安-上城资本停车场收费权资产支持专项计划交易结构图

（二）优势与风险

优势

交易结构简单。与常规的收费收益权类似，专项计划主要参与方为持有停车场产权的项目公司（即借款人）和增信方，不会涉及到项目公司的股权转让或者成立合伙企业等复杂操作。简单的交易结构有利于项目落地及存续期管理。

风险

1.存在资金混同风险。基础资产的停车费收入先由机动车停放人支付至借款人对应的停车场收费账户，再归集至监管账户（通常为按季）。底层现金流非常零散且无法第一时间划转至监管账户，资金在借款人收款账户时存在资金混同风险。

2.物权风险。入池的停车场可能存在未办理产证、未完成备案登记等情况，受此影响，标的停车场在专项计划存续期间可能出现无法持续运营或经营困难的情况，导致停车费收入降低并不足以支付专项计划预期支出，专项计划可能提前终止。

（三）评级关注要点

1.关注入池停车场的产权、备案登记等相关运营资质。通常来说，停车场的运营需要取得当地的《停车场备案登记证明》《停车位登记证明》《产权证明》以及《停车费收费标准备案》等有关手续。

2.关注标的停车场权利负担情况。如果停车位已经存在抵押或者停车场收费权存在质押，在专项计划成立前应取得抵押权人/质押权人相应的解除权利负担许可，并在专项计划成立后将入池停车位及停车场收费收益权抵押/质押给专项计划。

3.关注入池停车场项目持续运营能力。项目公司作为停车场的运营主体，其持续稳定运营能力将会影响停车场运营收入的实现。停车场运营收入转移给专项计划后，项目公司可能会出现亏损导致无法持续运营的情况，因此需关注专项计划面临的持续运营风险。

三、PPP 停车场资产证券化交易结构设置及优缺点

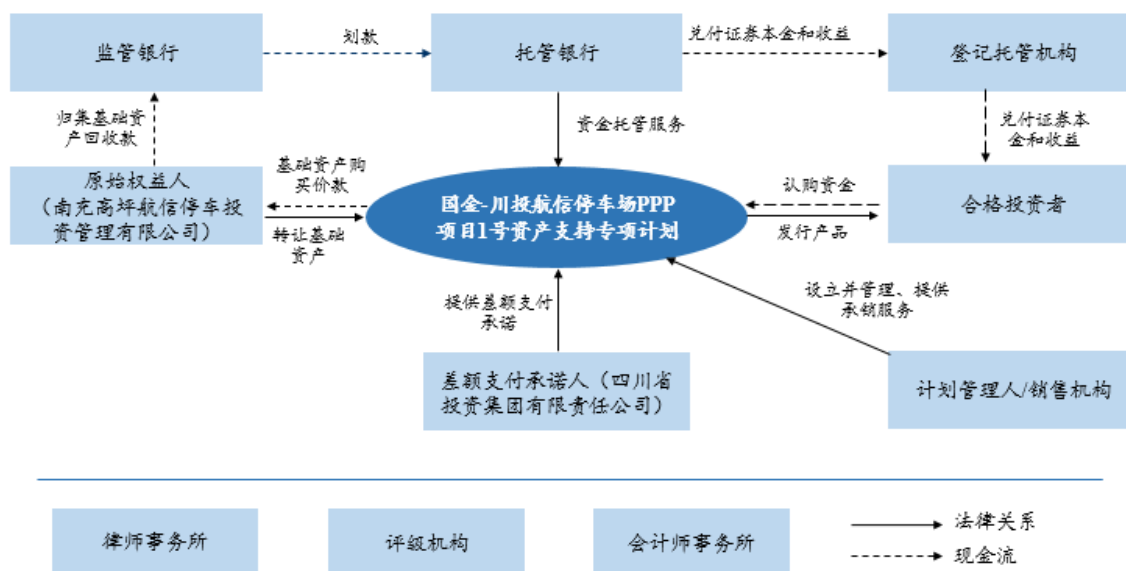
（一）停车场 PPP 资产证券化背景

2015 年 8 月 3 日，国家发改委、交通运输部、财政部等八部门发布《关于加强城市停车设施建设的指导意见》（发改基础〔2015〕1788 号），指出将通过各种形式广泛吸引社会资本投资建设城市停车设施，大力推广政府和社会资本合作（PPP）模式；鼓励企事业单位、居民小区及个人利用自有土地、地上地下空间建设停车场，允许对外开放并取得相应收益；允许在不改变土地用途和使用权人的前提下将部分建筑面积

用作便民商业服务设施，收益用于弥补停车设施建设和运营资金不足，另外将加快推动投资主体发行停车场建设专项债券；研究设立引导停车设施建设专项产业投资基金；充分发挥开发性金融作用，鼓励金融机构、融资租赁企业创新金融产品和融资模式提供支持。

（二）停车场 PPP 资产证券化交易结构

停车场 PPP 资产证券化交易结构与其他 PPP 资产证券化类似，通常为原始权益人将基础资产，即依照有关法律法规、《PPP 项目合同》等有关协议的约定，因其实实施 PPP 项目于基准日起所享有的资产运营收入、财政补贴等相应收益的权利转让给专项计划，增信方为专项计划提供差额支付承诺、流动性支持等增信措施。计划管理人以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向资产支持证券持有人还本付息。需要注意的是，《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号——大类基础资产》指出 PPP 项目收益主要表现为政府付费、使用者付费、政府补贴等，其中涉及的政府支出或补贴应当纳入年度财政预算、中期财政规划。以“国金-川投航信停车场 PPP 项目 1 号资产支持专项计划”为例，该项目交易结构图如下。



资料来源：联合资信整理

图 2 国金-川投航信停车场 PPP 项目 1 号资产支持专项计划交易结构图

（三）优势与风险

优势

因为 PPP 资产证券化（停车场项目）《PPP 项目合同》中会约定政府付费的计算公式并且可以结合相关审计文件，可明确约定政府付费金额，所以 PPP 资产证券化（停车场项目）现金流回款金额相对确定，PPP 项目收益主要表现为政府付费、使用者付费、政府补贴等，其中涉及的政府支出或补贴应当纳入年度财政预算、中期财政规划，并且 PPP 项目合同的财政补贴部分会根据使用者付费情况动态调整从而保证了基础资产的回款情况。

风险

1.PPP 项目合同会约定运维绩效服务费，若项目公司在某一期间运维绩效得分较低，则会影响基础资产回款。

2.政府付费时间的不确定性，实际操作中政府可能会出现延迟付款或不足额付款的情况，从而影响基础资产的回款。

3.在实际操作过程中，因应收款项转让需告知款项支付方，如相关合同有约定，还应取得对方的同意，PPP 产品交易安排中通常需政府出具同意融资的函，而取得相关函件需要沟通的时间具有较大不确定性。

4.专项计划基础资产回收款通常情况下会先归集至项目公司收款账户，然后按照一定的频率划转至监管账户及托管账户，而收款账户的开户人通常为项目公司，基础资产回收款停留在项目公司服务费收款账户期间，存在一定的资金挪用风险。

（四）停车场 PPP 资产证券化评级关注要点

1.PPP 项目是否有权利负担及 PPP 项目的合法性。常见的权利负担包括 PPP 项目的收益被质押、相关资产被抵押以及融资合同对项目公司转让项目收益权作出限制性约定。如果 PPP 项目存在抵押、质押情形则需在专项计划设立后予以解除；合法性即 PPP 项目在准备阶段、采购阶段、执行阶段需要取得相关批复，准备阶段常见的文件有财政承受能力论证的批复、可行性研究报告批复以及项目建议书批复等；采购阶段常见的文件有招标文件、中标通知书及项目合同等；项目执行阶段常见的文件有建设用地规划许可证、建筑工程施工许可证及环评批复等。除上述两点之外，停车场 PPP 资产证券化和其他 PPP 资产证券化一样通常需取得政府确认付款义务的相关文件。

2.现金流测算需要动态调整。在现金流测算方面，停车场 PPP 资产证券化与其他 PPP 项目类似，评级机构需关注其现金流的稳定性，一方面由于财政补贴部分会根据使用者付费的金额进行动态调整，所以评级机构需要着重关注运维绩效服务费，若运维绩效服务费确定入池则可以根据历史运维绩效服务费的支付系数对未来运维绩效服务费进行调整或加压。另一方面，由于 PPP 资产证券化（停车场项目）的政府回款存在一定的不确定性以及滞后性，若历史回款出现过大幅滞后，则评级机构需要考虑

对现金流进行加压或披露相关风险。

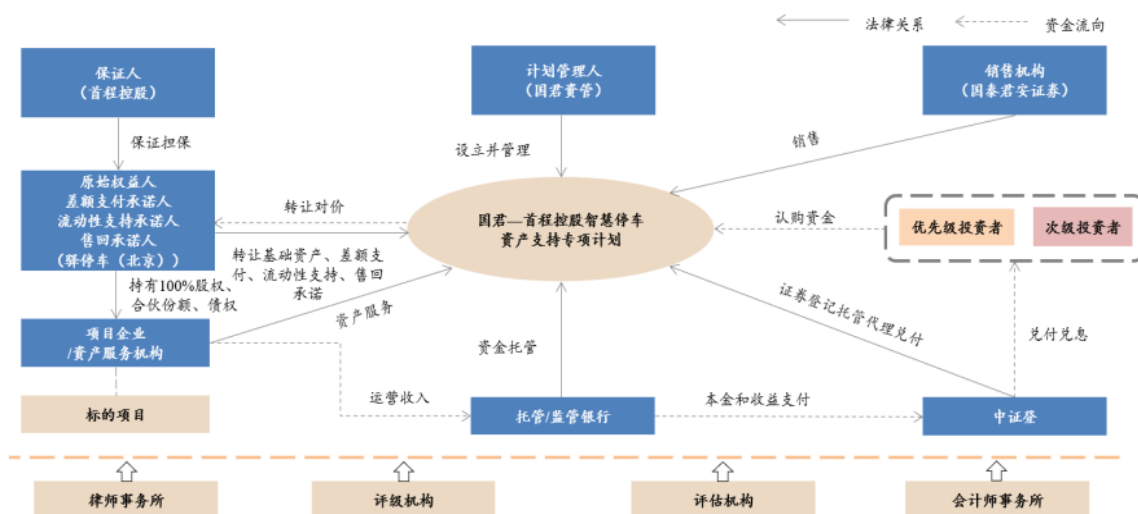
四、类 REITs（停车场项目）交易结构设置及优缺点

（一）交易结构设置

类 REITs（停车场项目）产品多为私募产品，有固定存续期，一般设置含权安排，通过增信方的回售/回购或者处置底层资产实现投资退出。

停车场类 REITs 产品交易结构设置与常规类 REITs 产品区别不大，一般由原始权益人/发起机构将其持有的项目公司标的股权以及根据《借款协议》等享有的标的债权作为基础资产信托给信托公司设立相关信托，并以相关信托作为特定目的载体发行资产支持证券。增信方通过出具《差额支付承诺函》《回售承诺函》《流动性支持承诺函》和《优先收购权协议》等文件提供增信担保。

与其他类 REITs 相比，停车场类 REITs 产品底层资产由于停车场资产的特性通常较为分散，一个产品中会涉及多个项目公司以及多个标的债权。以“国君-首程控股智慧停车资产支持专项计划”为例，该项目交易结构图如下。



资料来源：CNABS

图3 国君-首程控股智慧停车资产支持专项计划交易结构图

（二）优势与风险

优势

1.提高底层资产运营效率。类 REITs 模式中，通过引入专业运营公司对停车场进行升级改造，停车场的运营效率得到提升，底层资产从而实现超额收益。

2.满足企业的税务筹划及优化财务报表需求。类 REITs 模式中，停车场资产剥离

至专项计划，更有利于与原产权方的风险隔离，并且由于底层资产现金流直接归集至受专项计划控制的项目公司/合伙企业，能减少相应的资金混同风险及挪用风险。

风险

1.底层资产处置难度大。由于类 REITs 停车场模式中底层资产为不动产，流动性较低，且数量较多，可能分散在不同城市，集中处置的难度较大。同时由于停车场物业通常需优先保障停车场的使用，资产处置难度大。

2.底层资产处置价格波动风险。类 REITs 模式中，底层资产为项目公司/合伙企业（份额）股权+债权，若在专项计划存续期间，项目企业需要通过处置底层资产获得的价款支付各期专项计划所需兑付金额，由于底层资产的公允价值可能受到当时不动产市场景气程度的影响，导致处置价格出现不确定性，进而影响专项计划获得的现金流规模。

（三）评级关注重点

1.底层债务人持续经营情况。停车场类 REITs 项目底层资产对应项目公司较分散，且经营状况通常一般，持续运营风险较高。评级过程中需重点关注底层项目公司的持续经营问题，选择更为优质的底层资产入池。

2.考察入池资产时需区分有产权的停车场和无产权仅有经营权的停车场项目，无产权停车场又可区分为无法办理产权但用途明确的停车场和无法办理产权且用途不明的停车场，一般而言后者的现金流更不稳定，存在一定灭失风险。

3.停车场类 REITs 项目因项目企业公司章程一般不强制分红，项目企业股权对应的现金流存在不稳定、不可预测等问题。评级过程中需重点关注交易结构设置，确定底层现金流可通过偿还标的债权的方式流转至专项计划层面且扣除相关税费后的可分配现金流可保障专项计划层面的本息覆盖。同时，也需关注底层停车场资产物权风险，交易安排中需对项目公司对外提供抵质押增信的融资或担保行为进行明确的限制。

五、总结

停车场作为一种常见的收益性基础设施项目，目前在资产证券化方面仍属于初期发展阶段。停车场项目资产证券化可以帮助企业快速回笼资金、拓宽投资者的投资渠道，并能够通过灵活的交易结构设置满足不同的投资及融资需求，有一定的资产证券化应用前景与发展潜力。从评级的角度来看，法律法规因素和物权风险是在停车场项目资产证券化产品的评级过程中关注的要点，受此影响，停车场项目资产证券化产品目前的市场规模较小。在妥善处理前述问题的基础上，停车场项目可考虑通过不同资

产证券化方式来满足各方不同的需求。