



浅析安保服务费资产证券化

联合资信 结构评级三部 | 刘宇辰 | 韩子腾 | 陈林昂

随着安保服务费 ABS 的发行，使得城投企业融资途径有了新的创新与突破。本研究将对安保服务费 ABS 的基础资产、交易结构等内容进行分析，为后续新项目的推进提供借鉴。



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



一、安保服务费的概念和构成

安保服务是为满足公民、法人和其他组织的安全需求，依照法律、法规、规章和国家有关规定，由依法设立的企业、组织提供专业化安全防范服务及相关服务的行为。保安服务一般应当事人要求并按照合同约定，采取门卫、守护、巡逻、押运、随身护卫、人群控制、技术防范、安全咨询等形式，保护客户人身、财产和信息等安全，维护客户合法权益。

安保服务费是指安保企业提供安保服务而对特定客户享有的要求其支付安保服务费的权利。特定用户是指与安保企业签署安保服务合同、接受安保企业提供的安保服务并负有义务支付相应服务费的主体。安保服务合同包括了押运服务合同和保安服务合同，因此形成的收入分为押运服务收入和保安服务收入，鉴于保安服务涵盖了一系列安全服务，包括但不限于设施巡逻、门卫、监控、安全顾问等，在一些商业、工业、住宅和公共场所都有需求，因此在安保服务费中可能占据相当大的份额，而押运服务主要涉及货物或现金的安全运输，在整体安保服务市场中可能占比较小，但其重要性因行业和地区而异。中国安保服务公司的规模较小，就安保服务业整体而言，其业务范围相对狭窄，但就一家安保服务公司而言，其业务范围则相当宽泛，多为综合型公司，在人力防范、技术防范、咨询评估业务上缺少具有核心竞争力的专业化、品牌化服务产品。2022年我国安保服务市场规模达2709亿元，其中人防服务需求占比47%，武装押运服务占比13%，电子保安服务占比1%，特保服务占比5%，物业保安服务占比21%，其他保安服务需求占比13%。预计2023年我国安保服务市场规模将达到2964亿元。

二、安保服务费 ABS 市场发行情况

2023年8月29日，首单安保服务费 ABS 发行，标志着安保服务费作为一种新的收费收益权底层资产出现在了交易所市场。同时也意味着城投企业在交易所的融资渠道又得以拓展。截至2023年11月17日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）涉及安保服务收费权的 ABS 项目已设立的共1只，涉及安保服务收费权的 ABS 项目已受理或已反馈状态，共计4只；中国银行间市场交易商协会（以下简称“银行间协会”）涉及安保服务收费权的 ABN 项目已设立的共1只。具体情况如下。

表：截至2023年11月17日，安保费 ABS/ABN 发行情况

债券名称	品种	发行金额 (单位:亿元)	产品评级	原始权益人或 资产服务机构	计划管理人或 受托人	设立日
天风-淮北保安公司收费收益权资产支持专项计划	ABS	2.29	A1:AAA _{sf} A2-5:AA ⁺ _{sf}	淮北市保安有限公司	天风(上海)证券资产管理有限公司	2023/8/29
东营市财金投资集团有限公司2023年度第一期资产支持票据	ABN	5.20	AA ⁺ _{sf}	东营市保安服务有限公司	西部信托有限公司	2023/8/4
东海-国投泰康-姜堰国投安保服务收费收益权资产支持专项计划	ABS	3.30	/	泰州市姜堰国有资产投资集团有限公司	东海证券股份有限公司	已反馈
中信证券-同安控股安保服务收费收益权资产支持专项计划	ABS	5.05	/	同安控股有限责任公司	中信证券股份有限公司	已反馈
光大保德信-扬州江都安保服务收费收益权资产支持专项计划	ABS	5.00	AA ⁺ _{sf}	扬州江淮建设发展有限公司	光大保德信基金管理有限公司	已通过
中信建投-郴投集团安保服务收费收益权资产支持专项计划	ABS	3.60	/	郴州市文化旅游发展投资集团有限公司	中信建投证券股份有限公司	已反馈

注：“/”表示有数据，但未获取到

资料来源：上交所债券项目信息平台，中国外汇交易中心全国银行间同业拆借中心

三、安保服务费 ABS 的交易结构设置

交易结构方面，安保服务费 ABS 由计划管理人发行，所募集的资金用于向原始权益人（保安公司）购买基础资产，即由原始权益人（保安公司）依据《基础资产买卖协议》在专项计划设立日转让给专项计划的，于特定期限向特定区域内的特定客户提供安保服务而对特定客户享有的要求其支付安保服务费的权利及其从权利的收益权。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。增信主体对优先级资产支持证券不可撤销及无条件承担差额补足义务。安保服务费资产支持证券常见的交易结构如下。

利。

（2）现金流超额覆盖

若优先级资产支持证券不寻求增级，可分配现金流（基础资产预测现金流入-专项计划各项税费支出）对各期优先级资产支持证券的本息覆盖倍数超过1.0倍即可。若优先级资产支持证券寻求增级（仅押运业务对应的现金流可以增级，押运业务对应优先 A 级资产支持证券），不仅需要可分配现金流（基础资产预测现金流入-专项计划各项税费支出）对各期优先级资产支持证券的覆盖倍数超过1.0倍，而且押运业务对应的可分配现金流对各期优先 A 级资产支持证券的本息覆盖要能通过压力测试。具体压力测试体现为对于安保费现金流入较预期的下压数值以及发行利率加压后的场景展示。

（3）触发事件

一般来说，安保服务费 ABS 设有加速归集事件、加速清偿事件、赎回启动事件、提前终止事件、违约事件等触发机制。若触发上述机制，则加速现金流归集频率或提前终止该项目，进行提前兑付。

信用评级方面，从市场发行情况来看，部分项目拆分了不同信用等级的优先级资产支持证券。例如交易所首单安保费项目“天风-淮北保安公司收费收益权资产支持专项计划”，该专项计划按照切分的各档进行到期兑付，“淮保安01”~“淮保安05”，期限分布为1至5年。值得注意的是，淮北保安公司收费收益权案例的担保人为淮北市建投控股集团有限公司，主体评级 AA⁺，但在该 ABS 产品分层后，“淮保安01”被评为 AAA_{sf}，发行规模占比为13.97%，其余各档为 AA⁺_{sf}。

四、安保服务费 ABS 的现金流分析与压力测试

对于收费收益权项目而言，预测资产未来应收款项现金流的前提是未来资产将持续运营，因此需首先进行资产的持续运营评估，然后通过分析影响资产未来应收款项的因素预测未来应收款项现金流。资产的持续运营评估指即使资产运营主体出现债务违约事件，资产在原有或后备资产服务机构的管理下仍可持续产生现金流，并且交易结构在法律层面上能够保障投资者对未来应收款项的收益权。基于此，对此类交易的评级不仅仅局限于对资产运营机构主体信用水平的考虑，还应分析资产持续产生现金流的能力，及其对交易的信用增级情况。**概括来说，增级的条件包括但不限于：资产具备持续运营条件，基础资产可分配现金流对资产支持证券的本息形成超额覆盖且**

通过压力测试，基础资产和交易结构的设置不存在明显瑕疵。

在进行现金流分析时，联合资信根据交易结构的设置构建现金流模型，模型的设计体现信用等级提升措施的设定、可分配现金流支付顺序、偿付计划、交易各期相关费用支出、压力测试条件的设定等。压力测试主要用来检验安保服务费 ABS 所涉现金流在各种不利的压力情景下，对优先级证券本息的覆盖程度。

联合资信一般采用偿债覆盖率（DSCR）来评价安保服务费 ABS 所涉现金流在正常经济景况或压力情景下对优先级证券本息的覆盖程度。偿债覆盖率指各个收款期间安保服务费 ABS 可用来分配的现金净流入量与优先级证券本息的比值，如果偿债覆盖率指标小于1，则表示优先级证券存在不能按时足额偿付的风险。

压力测试条件的设置结合资产特征、安保服务费历史收入情况、市场情况、资金成本的不确定性、宏观经济系统性风险、区域环境和预测假设条件等因素来确定，压力测试条件主要包括：提高证券发行利率、安保服务费价格水平降低、经济衰退等对收入的负面影响以及客户违约等。

此外，需要注意核实基础资产上是否有权利负担，权利负担指的是资产服务机构或其母公司在融资时将基础资产相关的运营设备或收入向债权人做了抵质押。基础资产已经存在权利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资产服务机构向专项计划转移基础资产前或专项计划成立后特定时间期限内予以解除。一般来讲，在项目推进时要取得债权人出具的提前还款承诺函，债权人承诺同意提前还款并及时协助办理抵质押解除手续。需要注意核实押运业务涉及的押运车辆是否存在质押。另外需要关注押运业务涉及的收缴率是否存在较低的现象，如果收缴率较低则可能出现无法通过压力测试的情况。

五、安保服务费 ABS 的优势

安保服务费 ABS 项目，考虑到其中押运业务的区域专营性的优势及优质的底层客户，相关业务内容具备持续运营条件，每年收入相对稳定，因此押运业务收入可以在通过压力测试的条件下，在增信主体的信用基础上实现相应证券的有限信用提升。

（1）底层客户相对优质

底层客户一般为银行等金融机构，这类客户资产规模较大，经营情况相对稳定，且其对押运业务的需求相对稳定（季节波动除外），原始权益人的安保服务费收入比

较有保障。

（2）底层客户具有分散性

保安公司通常服务于多个客户，分散的客户基础有助于降低对单一客户的依赖性，从而减轻与特定客户风险相关的不确定性。安保服务包括押运服务、保安服务以及综合服务等，多元化的安保服务可以降低对单一服务类型的依赖，从而分散业务风险。另外，分散的安保合同期限有助于平滑安保企业的现金流，并降低对于特定时期的依赖性。安保服务费的分散性特征在一定程度上缓解了基础资产未来现金流的流动性风险。

（3）押运业务具有区域专营性

由于行业的特殊性，中国的保安业此前一直是由公安机关直接领导管理，保安公司只允许由公安机关建立。2010年2月3日，公安部印发了《公安机关实施保安服务管理条例办法》，在《保安服务管理条例》的基础上，进一步规范了公安机关对保安服务的监督管理工作。进一步规范和明确了对保安服务行业的监管，为保安行业的发展提供了有利的监管及法规支持。2018年8月27日，公安部出台了《保安武装守护押运服务安全操作指南（试行）》，对保安行业、公司与从业人员的相关资质及业务规定等有了更为完善和详细的规定。《保安服务管理条例》《关于印发〈保安守护押运公司管理规定〉的通知》《保安守护押运公司管理规定》等明确了武装押运企业的许可设立要求、金融行业应当采取武装押运情形，提高了经营金融守押业务的门槛。安保企业一般持有省公安厅印发的《保安服务许可证》。

六、安保服务费 ABS 可能存在的问题

（1）保安收入存在竞争压力大的问题

保安业务缺乏区域专营性，面对同行竞争的压力较大，该部分收入或存在波动。若未来客户数量、安保服务费标准价格下降，相关安保服务的收入可能下降，进而对基础资产未来现金流带来负面影响。

（2）合同存续期限较短，无法覆盖专项计划存续期

原始权益人与客户签订的押运服务和保安服务合同服务期一般为1~3年，无法覆盖专项计划存续期。需关注产品存续期间保安公司押运服务和保安服务合同的新签及

续签情况。

（3）客户延迟付款的情况

可能存在部分金融机构客户地位强势，议价能力很强，安保服务费实际支付时可能与合同约定的时间存在出入。若出现这种情况，虽然该笔款项可以回收，但可能造成安保服务费季度收缴率偏低。

（4）权利负担风险

如果专项计划的基础资产所依附的安保押运相关车辆、设备等固定资产未对信托办理抵质押，则存在产权人将上述资产出售、质押、抵押、转让或转移给第三方的风险，这将导致安保服务业务无法正常开展，从而影响基础资产现金流的实现。

（5）许可证失效的风险

安保服务与公交运营、供水供电供热等业务类似，需要特许经营资质才能合法开展和运营。根据中华人民共和国中央人民政府发布的《公安机关实施保安服务管理条例办法》(2010年2月3日公安部令第112号发布 根据2016年1月14日公安部令第136号修正)，取得保安服务许可证的申请人应当在办理工商登记后30个工作日内将工商营业执照复印件报送核发保安服务许可证的省级公安机关。取得保安服务许可证后超过6个月未办理工商登记的，保安服务许可证失效，发证公安机关应当收回保安服务许可证。保安服务公司、保安培训单位依法破产、解散、终止的，发证公安机关应当依法及时办理许可注销手续，收回许可证件。保安服务公司、保安培训单位依法破产、解散、终止的，发证公安机关应当依法及时办理许可注销手续，收回许可证件。因此，尽管保安服务许可证的有效期为长期，但原始权益人的保安服务许可证仍然面临失效风险。

（6）持续运营风险

原始权益人的主营业务收入通常为安保费收入，原始权益人将安保服务费收入作为基础资产转让给专项计划用于偿付专项计划项下资产支持证券的本息，专项计划成立后保安公司或面临一定的持续运营风险。

七、总结

截至目前安保服务费作为基础资产的资产证券化产品尚少，考虑到押运业务和保安业务在各个城市都有开展，因此该类基础资产有潜力成为资产证券化业务的新热点。保安公司往往是当地城投公司的子公司，以此来看，推进安保费 ABS 有助于城

投资企业拓展融资渠道和盘活资产。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。