

## 新版公司债助力产业升级 夯实中小企业发展基础

证券时报记者 曾福斌

随着金融市场制度改革供给的增加,其在服务实体经济供给侧改革也必将更加广泛深入。自今年1月15日证监会发布并实施《公司债券发行与交易管理办法》(简称办法)以来,公司债市场迎来了大发展。据统计,截至12月21日,沪深交易所共发行公司债券余额1.57万亿元,非金融企业每月新增公司债融资规模逾千亿。

公司债在解决实体经济融资难,融资贵的同时,也将进一步助推产业转型升级,服务于供给侧改革,加速房地产业去库存。证券时报记者继本月初在长三角地区调研公司债后,上周再赴广州、深圳等地调研了部分公司债发行主体、中介机构、投资机构,其中包括万科、恒大、越秀等房地产发债企业。

### 引导产业转型升级

新能源、“互联网+”是未来产业结构调整,企业转型升级的方向。本次调研中,企业债发行主体比亚迪及证通电子是有关代表之一。

今年以来,比亚迪已经成功发行了2期公司债,募资规模合计60亿元。比亚迪董秘李黔表示,去年整个新能源汽车的效率也就五六万辆,今年将是去年的几倍。

据了解,在国家的大力扶持下,今年前11个月,中国的新能源汽车出现爆发式增长。

工信部数据显示,今年11月新能源汽车生产7.23万辆,同比增长6倍。2015年1月~11月,新能源汽车累计生产27.92万辆,同比增长4倍。而在新能源汽车销量方面,统计数据也显示,今年11月份新能源乘用车销量再创新高,达2.47万辆,同比增长2.4倍,较10月份增长4289辆。前11月新能源汽车累计销量已达13.87万辆,其中纯电动车型达8.5万辆,插电混动车型达5.4万辆。

对于新能源汽车补贴问题,李黔表示,补贴的作用是撬动行业的发展,2016年补贴政策刚刚落地,较2015年略有下降,未来几年将每两年下降20%。比亚迪目前对财政补贴的效果是满意的,未来几年也是可预期的。此外,新能源汽车对财政补贴还存在一定依赖,未来随着行业随着规模化应用,以及技术的颠覆性变化,将大幅降低新能源汽车成本,谁对财政补贴的依赖减少的越快,谁就可能成为行业的赢家。

李黔称,中国每年进口4亿多吨石油,自产2亿多吨,大部分通过马六甲海峡运输。发展新能源汽车,雾霾是一个重要原因。比亚迪的优势在于先卡位,是全球唯一一家既有电池、也有汽车的公司。如果新能源汽车没有起来的话,比亚迪就成了先烈。目前,比亚迪在大巴和轿车领域取得了比较好的进展,未来将在矿产业、环卫车等各个领域发力。

作为金融电子支付设备制造商的证通电子,今年发行了4亿元的公司债,首期3.2亿,票面利率6.4%,因为不能入质押库,所以利率相对高些。目前证通电子在发展传统业务的基础

## 业内呼吁推出中国版标准REITS

证券时报记者 曾福斌

对于房地产行业来说,要盘活存量资产,加速去库存,业内人士一致的看法是,尽快推出标准化的房地产资产证券化(REITs)。

REITs本质属于资产证券化的一种特殊类型,其发行是建立在有稳定现金流收入的房地产项目上,一般核心商业地段的写字楼、酒店等都可以作为基础资产。真正意义上的标准REITs是通过物业或者抵押贷款,直接投资于房地产的一种资产证券化的产品,一般以公募形式在主要交易市场发行,具有高度流动性。收益来自于两部分,一部分是租金收入,一部分是来自于房产升值。这些收入大部分将用于发放分红,且享受一种特殊的税收优惠政策。

REITs的推出一方面可以盘活存量优质物业,拓宽房地产业融资管道,

正在向互联网金融、IDC(互联网数据中心)和云计算领域扩张。

证通电子财务总监吴天表示,发行公司债之前,公司除了股权融资外,所有的资金来源都是银行贷款,在新增了IDC业务后,银行贷款额度用的比较满,如果没有及时发行公司债,公司资金压力非常大。银行贷款期限短,分月、分季度付息,每6个月转换一次,隐性成本高,实际利率远高于票面利率。

据了解,2014年证通电子收购了广州云硕科技70%的股权,后者主要资产就是IDC。云硕目前拥有3680个机柜,公司计划在3年内利用融资租赁的方式增设机柜至2~3万个。

证通电子副总经理许忠慈表示,IDC是可以扩展的方向,未来随着互联网的不断深入,每个公司都要有自己的IDC,获取方式有三种,要么自建,要么购买阿里云,要么租私人云。IDC是运营业务,通过租售方式未来将产生稳定的现金流。目前IDC行业在北上广是供不应求的,但是IDC建设周期比较长,前期资金需求大,基本是30%的自有资金+70%的融资来做。

### 促进中小企业融资 需完善质押库政策

证通电子本期公司债券的信用等级为AA+,发行人的主体长期信用等级为AA-,因为主体评级没有满足AA级(含)以上,意味着证通电子发行公司债无法进入中国结算的质押库。这将一定程度上不利于科技型企业降低公司债的融资成本。

因此,有业内人士建议,是否可以将科技型企业、创新型型企业发行的公司债,主体评级没有达到AA级的也纳入公司债质押回购范围。因为评级主要是根据净资产规模、股东背景、财务结构、经营性现金流等硬性指标作出的。但很多科技型企业,创新型型企业因为轻资产模式、处在成长期,很难满足这些财务指标,评级比较难达到AA级(含)以上。目前公司债质押入库一刀切的标准显然不利于引导资金支持产业转型升级,创新驱动。

当然,对于科技创新企业来说,如果上市了,觉得股权融资成本高的话,也可以通过发行可转债,如果子公司上市了,则可发行可交换债降低融资成本。

### 加速房地产去库存

因为公司债发行的灵活、高效、低成本,大量以前通过传统融资管道——银行贷款、信托、短融、中票融资的房地产企业转向了公司债融资。

在今年7月、8月的公司债发行规模中,房地产占比较高。据统计,截至12月21日,GICS二级行业分类中房地产行业发行公司债规模在4206.12亿元,但在GICS一级行业分类中它们属于金融类。

房地产的集中发债固然需要加强风险控制,但同时也为房地产去库存、供给侧改革、转型升级提供了很好的资金支持。

作为住宅开发龙头企业的万科,

在办法出台后,于今年8月份拿到了90亿元公司债发行的批文,首期发行50亿元,票面利率仅为3.5%,优于同期国债利率。其中20亿元用于偿还银行贷款,剩余资金用于补充流动资金。

万科董秘谭华杰表示,目前整个中国的房地产市场是主要的单一的开发急售业务模式——买地、盖楼、卖房。这种模式下,一旦房价出现波动,对整个经济、对房地产企业都是很不安的。房地产不可能永远的单边上涨模式。目前,房地产总量的过剩只是一个方面,主要是结构不合理,供给的组成和需求不一样,之前的房地产供给结构是有问题的。

谭华杰称,按照原来的老路走下去,中国的房地产市场已经没有太大发展空间了,需要发展一些新型的不动产类型。比如养老地产、度假地产、供应链不动产、物流地产,这些新的门类相对于结构性短缺状态,对于未来增加投资,拉动就业,促进经济增长有较大作用。

对于住宅市场,谭华杰认为,因为高房价,现在国内很多年轻人对买房很绝望,国外也有大量人要等到50岁才攒够买房的钱,美国一般30岁以前很少买房子,35岁买二手房,40多岁才买新房,很多人一辈子不买房。但海内外有个很大的不同,在国外有大量人租房,他们租房是有尊严的,租房居住的体验不逊色买房。但中国租房的居住体验太差,主要原因是供给的是个人散租、租赁类租房,没有出租型商品房。而未来住宅市场的发展导向是租售并举。

谭华杰称,相对于目前的个人散租,出租型商品房可以为国家增加不少税收,因为房子是企业的,要经营就要老实交税。但是散租中收税是非常麻烦的,理论上要交税,但实际上基本收不到。

公司债的发展有助于推动房地产供给侧改革,但是也有些掣肘。谭华杰称,主要是公募公司债发债规模受制于净资产40%的比例限制。房地产企业本身负债率比较高,基本在80%左右,发行公司债的上限只能达到总资产的8%左右,对房地产业转型,发展租赁业务有很大限制。

此外,恒大集团董事局副主席夏海钧、精工钢构董事长方朝阳等公司债发行主体也表达了同样的想法。不过,对于是否取消公募发行40%这一比例限制仍待《证券法》做出具体修订。

除融资成本和融资规模制约了住宅市场向租售并举模式转型外,谭华杰认为,还面临两大障碍,一是租售比太低,国内住宅租金收益率只有百分之二点几,难以覆盖融资成本。二是国家政策的支持力度。

谭华杰称,机构如果开发出出租型商业住宅,在租金收益率偏低的情况下,税率太高了,第一是12%的房产税;其次是11%的增值税,因为房屋出租基本是人工成本,没有可抵扣票,增值税是偏高的;此外,如果盈利的话,还有企业所得税。因为散租实际基本不交税,国家如果把租售性住宅的税减一减,也有助于促进房地产的转型。

据谭华杰透露,万科一直在对房地产租售模式进行研究,看是否有机会进入这个领域,提升年轻人租房体验,提升社会整体幸福感水平。

同为地产企业的恒大集团,公司今年在公司债市场得到的实惠不少。办法出台后,恒大累计获批了达600亿元的

公司债发行规模,包括小公募和私募,可直接降低公司财务成本估计逾20亿。

夏海钧表示,公司债为恒大提供了比较稳定的资金来源,增加了企业的商业机遇,募集资金除补充流动资金外,也收购了很多小的地产项目。

夏海钧称,公司收购的项目位置都比较好,如果不是被收购的话很有可能因为资金跟不上形成烂尾,恒大有资金及融资成本优势,这些收购促进了中国房地产市场的健康发展,解决了社会上很多房地产的库存问题。

在刚结束的2015年中央经济工作会议上就提到,资本市场要配合企业兼并重组。要尽可能多兼并重组、少破产清算,做好职工安置工作。要严格控制增量,防止新的产能过剩。

### 投资者保护细则仍需完善

对于公司债的投资者来说,如果中介机构勤勉尽责,发行人信息披露充分、完整,则要自己承担相应的投资风险。当然,为更好的保护投资者权益,目前的公司债制度也有可以完善的地方。

对于公司债上市交易,两次调研中都有不少机构投资者提到,公司债从发行到上市要1个月左右时间,这对投资者交易是不利的,有可能产生流动性问题,对资产估值可能也会存在一些问题,因为投资者会考虑这一个月时间无法交易的资金成本。目前银行间债券市场一般是从发行完成到上市交易是两到三天。其次是公司债券交易的“T+0”、“T+1”交收时间不统一,这会导致公司债投资者不能很好的安排资金,如果统一交收速度,对投资者资金安排好些。

对于估值,有机构投资者表示,中证估值跟市场价格偏离,往往是市场变化一段时间才会反映,有的公司债有时候中证估值和市场交易相差50个BP,中证估值对企业估值比较准,但是对交易所公司债估值也不是特别好。

对于公司债质押回购交易,有投资者建议,公司债回购市场是否可以有个最后贷款人,当特殊情况出现,比如大规模资金打新时,质押回购利率就上去了。值得一提的是,去年中国结算曾一度提高债券质押入库标准,这也被解读为交易所债券市场去杠杆,对市场产生了不小影响,而一些持有被剔除除质押标准债券的投资也承担了较大风险。因此,有投资者建议,中国结算在调整质押入库标准、质押率的时候能跟市场有个沟通,让大家有个预期。前段时间中国结算关于公司债质押回购率动态调整的机制因为事前跟市场有过沟通,投资者则相对比较认可。

另外,则是加强信息披露方面监管,创金合信基金固定收益部相关负责人就提到,前两年在鄂尔多斯调研时就发现,有的公司不断通过资产评估增值,从而掩盖了其它经营方面的问题,导致了企业债信息披露不实,以致投资风险。公司债中投资者买的一定要看到的,如果信披不清就无法给投资者交代。

对于公司债投资者来说,最大的风险应该是违约,之前超日债、湘鄂情公司债都曾出现违约,最后都处理了。因此也有不少投资者建议,交易所是否可以有个公司债违约处置的流程,责任的认定标准。这在以后出现公司债违约时,可以大大提升处置效率。

5年期利率3.97%,主要投向交通领域。而越秀集团旗下就有一只在香港上市的房托基金。

实际上,REITs也是养老金投资寻求的主要标的之一。近期,商业保险在二级市场疯狂举牌,透露出的就是部分商业保险公司在经历了高速增长后的资产配置荒。未来,随着基础养老金投资运营的实施,以及企业年金、职业年金规模的不断扩大,养老金管理机构对长期稳定投资回报的资产需求也将大幅增加。

调查中,不少业内人士均表示,如果一个租赁型商业地产项目,其每年的现金投资回报率能够达到5%以上,那对养老金的吸引力则十分大。REITs的推出对应了人口老龄化下的养老金保值增值具有积极意义。

夏海钧也表示,希望国内可以尽快推出REITs,本身对房地产去库存有好处,对投资者而言,也多了个投资管道。



### 谈公司债对房地产行业帮助

公司债为恒大提供了比较稳定的资金来源,增加了企业的商业机遇,募集资金除补充流动资金外,也收购了很多小的地产项目。如果不是被收购,相关项目很有可能因为资金跟不上形成烂尾,这些收购解决了社会上很多房地产的库存问题。

整个中国的房地产市场主要还是单一的开发急售业务模式——买地、盖楼、卖房。这种模式下,一旦房价出现波动,对整个经济、对房地产企业都很不安全的。目前房地产总量的过剩只是一个方面,主要是结构不合理,供给的组成和需求不一样。万科方面认为,未来住宅市场的发展导向是租售并举。

公司债的发展有助于推动房地产供给侧改革,但是也有些掣肘,主要是公募公司债发债规模受制于净资产40%的比例限制,房地产企业本身负债率比较高,基本在80%左右,发行公司债的上限只能达到总资产的8%左右,对房地产业转型,发展租赁业务有很大限制。

### 谈质押库政策

业内观点,是否可以将科技型企业、创新型型企业发行的公司债,主体评级没有达到AA级的也纳入公司债质押回购范围。但很多科技型企业,创新型型企业因为轻资产模式、处在成长期,很难满足这些财务指标,评级比较难达到AA级(含)以上。目前公司债质押入库一刀切的标准显然不利于引导资金支持产业转型升级,创新驱动。



官兵/制图

## 首单自然景区入园凭证 资产证券化诞生

证券时报记者 曾福斌

去年11月份,证监会发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》,资产证券化改前审批为事后备案,实施负面清单管理。证监会的简政放权进一步激发了资产证券化的活力,拓宽了企业融资渠道。

在公司债调研中,证券时报记者就发现,也有不少企业对资产证券化业务表现出极大兴趣,如正奇金融、远东租赁就在证监会资产证券化新规后发行了多只资产证券化产品。

据数据显示,截至上周末,证监会主管的资产证券化产品有910只,债券余额1837.68亿元。

实际上,资产证券化相对于债券类融资,优势在于不增加企业资产负债率,对解决企业融资难、融资贵十分有利。按照目前新规,只要不是负面清单里的行业,都可以采用资产证券化的方式融资。

在立业集团的调研中,证券时报记者了解到,华林证券正在做一个云南文产巴拉格宗人园凭证资产支持专项计划,目前已获发行批文。该项目也刚好契合了中央关于精准扶贫的号召。

据华林证券固收事业部李一白介绍,中西部地区是贫困主要集中地,但是当地有非常优质的旅游资源。如何盘活当地经济,增加就业,提升当地收入水平,引导金融资源精准扶贫?答案是,以当地特色优势产业——旅游为突破口,通过资产证券化方式引导金融资源服务当地经济发展。

今年8月,为对经济下行压力,扩大内需,国务院办公厅印发《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》,意见要求积极发展旅游投资项目资产证券化产品,推进旅游项目产权与经营权交易平台建设。积极引导预期收益好、品牌认可度高的旅游企业探索通过相关收费权、经营权抵(质)押等方式融资筹资。

据了解,巴拉格宗位于云南香格里拉县西北部的尼西乡境内,距离香格里拉县城约60公里,是三江并流风景名胜区内红山景区的核心区域之一。该资产证券产品是国内首单自然景区入园凭证资产证券化产品。

此外,对于证通电子的IDC业务,公司董事长曾性强也表示,因其前期投资资金大,未来运营后可以产生稳定的现金流。如果条件成熟的话,也希望可以通过资产证券化的方式,盘活存量资产获得融资支持。