

揭秘纾困民企资管产品商业逻辑

□本报记者 张凌之 郭梦迪

公开资料显示,已有6家券商成立了证券行业支持民营企业发展资产管理计划,共计完成出资145.6亿元。如此大体量的资金如何选择救助标的,其背后的商业逻辑是什么一直为外界所关注。中国证券报记者调研了解到,纾困民企资管产品在选择投资标的时,会优先在存续客户中选择,并期待能够借此带来一定增量业务。为避免构成关联关系或无法提供独立财务顾问服务,券商会控制对纾困标的持股比例,同时券商与企业还会签订兜底和利益分成协议。

带来增量业务的标的优先

“纾困民企资管产品如何选择好投资标的,是一个很重要的问题。只有选好标的,才能做到有效化解风险、助力实体经济。”北方某券商投行业务负责人王伟(化名)坦言,合适的投资标的需要满足两个要求,首要条件就是此前大股东通过股票质押的资金必须要有正确的投资方向,而不是去做其他的事情;此外,需要企业基本面是好的,只是遇到了短暂的流动性问题。

某大型券商相关业务负责人赵红(化名)透露,在标的选择方面,券商首先会在自己的存续客户中进行选择,与本公司有投行业务、资管业务或股票质押业务合作的企业优先;帮助完这批企业后,就要把剩下的企业分为“三六九等”,基本面好、可以很快给

公司带来投行业务机会的企业排名靠前。

赵红进一步指出,如果暂时没可能带来投行业务机会的企业,就需要企业具备非常优秀的资质,各方面评估都较好。除此之外,有一个比较“硬”的原则,就是券商帮助的企业,下一笔投行业务必须优先选择该券商,之前提供服务的券商或者长期绑定的券商就不能再与之合作了。

截至11月8日晚间,已有天风证券、国信证券、国泰君安证券等6家券商成立了证券行业支持民营企业发展资产管理计划,6家券商及其子公司共计完成出资145.6亿元。此外,银河证券拟牵头联合央企、地方国企、金融投资机构、大型民营企业集团等共同发起设立银河发展基金(母基金),总规模计划达600亿元,首期规模计划200亿元。

海通证券表示,公司支持民企发展资产管理计划将遵循专业化遴选、市场化运作、法治化管理的原则,聚焦符合经济结构优化升级方向、有技术、有产品、有市场、有前景,但暂时出现流动性困难的优质民营上市公司及其主要股东,充分发挥投资银行优势,通过运用成熟的信用衍生品或信用增进工具,采取回购加回购、期权对冲等多种有效风险对冲手段,在有效维护资金投放安全的基础上,保障企业股权结构的稳定。

运作模式逐渐清晰

记者注意到,纾困民企资管产品以市场化运作方式为主,兼具多样化和个性化。“在

运作模式上,券商暂时还没有一个太具体、成熟的想法,多数券商只做了几单业务。”赵红表示,目前的一个模式主要是,某企业的质押股票爆仓后,券商用纾困民企资管产品的钱购买该企业股权。在购买股权的过程中,券商必须处理好两个点,一个是持有企业股权不能超过7%,如果超过了的话,就会构成关联关系,不能再为该企业提供单独保荐服务,必须联合一家无关联关系的联合保荐;另一个是持有某些企业股权不能超过5%,如果超过5%,就无法为该企业提供独立财务顾问服务。

此外,赵红指出,券商持有企业股权后,一般会在协议中约定两类条款,一类是与上市公司商定一个保底收益。如果未来该企业股价持续下跌,券商也会有保底收益兜底。此外,被帮助企业需承诺未来3年内回购这些股票,保证券商不能有亏损。另一类协议则会约定如果股价上涨,券商卖出持有的股票后,与上市公司如何进行收益分成,分成比例一般要视双方谈判情况而定。

以广发证券为例,其资管计划将由广发资管对该产品进行主动管理投资,基于对上市公司的价值判断,以股权投资和股票质押的双重筛选原则,遵循市场化运作机制筛选适合进行流动性支持的标的,并按市场化价值判断进行投资。国泰君安证券专项资管计划的资金运用将以提供流动性支持的财务投资为主要方式,以保持上市公司控制权和治理结构相对稳定为主要目标,通过市场

化、多样化、个性化的方式,为符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业提供流动性支持。

机构应执行代理人机制

不过,记者了解到,纾困民企资管产品仍然面临着一些风险。“目前最大的风险点在于未来二级市场的走势。如果未来股价持续下跌,券商与被帮助企业担保收益无法兑现,其他担保也无法兑现,那券商就必须承担这部分损失。”赵红表示,不过,如果未来股价上涨,券商前期通过资管计划持有的这部分股权未来将获得比较不错的收益。

王伟表示,如果投资时间长一些,再加上券商本身选择了好的标的,随着经济进一步发展,企业流动性逐渐缓解,问题就会得到解决,券商就会收到好的效果。此外,券商可以在纾困的同时为企业提供服务支持,助力企业业务发展。

此外,某证券公司人士表示,采用纾困民企专项产品的方式救助企业是一个两难的选择,如果救就一定存在着不公平,如果不救又会担心就业和经济有一定压力。由于目前不少纾困资管产品合作方涉及地方政府和国有企业,接下来大家应该着重研究如何让被救企业家既可以支付一定对价,又能一心一意继续为企业的发展贡献力量。该人士建议,政府、国企等持股后,应确保很好地执行代理人机制,比如可以设置国家股权退出机制,未来让企业以合理的价格回购股份。

纾困概念股普涨背后:博“反转”需审慎

□本报记者 齐金钊

日前,国资、险资以及券商机构陆续推出纾困专项产品,纾困民营企业、化解上市公司股权质押风险正变得日趋明朗。随着市场信心的提振,市场流动性改善,部分潜在纾困对象近期股价出现反弹。业内人士指出,结合当前的政策机遇及资金动向,在市场探底过程中,部分存在股权质押风险但质地较好的标的已迎价值重估契机,但投资者要结合上市公司业绩指标、现金流量等多维度审慎筛选优质个股进行布局。

部分纾困标的现反弹

在纾困政策引导下,数千亿元规模的专项资金正在跑步入场。中国证券报记者统计发现,截至目前,来自各地政府国资以及金融机构的专项纾困产品等正陆续设立,向民营企业和个人公司提供资金支援,总规模已超过2000多亿元。

在国资动向向上,当前国内明确救市方案的地方政府已超10家,合计调动资金规模已接近千亿。深圳、杭州、成都、北京、顺德、东莞、汕头、珠海、厦门等地政府已经出台救助上市公司的方案,方式包括过桥贷款、委托贷款、债权收购、股权收购等,向上市公司或实际控制人提供流动性,支持化解平仓风险。

与此同时,各类金融机构也正在积极行动。险资方面,国寿资产、太平资产和人保资产目前已经完成登记3个专项产品目标,规

模达580亿元;券商方面,国泰君安、国元证券、银河证券等机构已经宣布成立纾困专项计划;而中证协于11月2日也公告了证券业系列资管计划全面启动,11家券商最终出资255亿元。

在纾困资金入市的预期影响下,此前因为资金流动性和股权质押风险暴露而出现股价大幅下挫的个股,近期出现了明显的反弹。同花顺统计数据显示,自今年10月中旬国资表态驰援上市公司以来,“国资驰援”概念指数累计上涨7.8%,而同期上证综指上涨1.1%,纳入该指数的61只个股大部分股价反弹明显。

“当市场局部问题放大,诱发恐慌,出现负反馈时,政府救助并明确向市场宣示有利于阻断风险扩散,恢复市场信心,解决不良资产问题。”国泰君安全球首席策略分析师李少君表示,根据国际与本土企业救助经验,把握政策引领、国资入股、地方共济三大积极变化,纾困股票质押正当时。

“在纾困资金入市的预期影响下,前期部分被错杀的优质个股有望出现价值的反转。”前海开源基金首席经济学家杨德龙认为,近期政策利好不断释放,特别是针对之前市场担忧比较大的股权质押风险,已经有了比较好的方案处置。这次的政策“组合拳”直击市场痛点,有利于扭转市场对于经济面以及股市的悲观看法。

多指标筛选纾困标的

虽然部分潜在纾困个股近期表现强势,

但并不意味着所有身处流动性及股权质押危机下的公司风险“警报”已经解除。业内人士指出,从政策导向和投资逻辑上来看,此次大规模的纾困计划绝大多数都会以市场化方式来进行,纾困对象注定是那些有前景、有市场、有技术、有优势但暂时出现流动性困难的优质上市公司和民营企业。

“在考量公司质押率及资金流动性外,盈利增长、收入增长及其他成长性指标将是纾困资金关注的重点。”杨德龙表示,虽然此次纾困行动力度空前,但并不意味所有高质押风险公司都能获得资金支持。能否借力纾困行动渡过难关,主要还是要看公司的基本面,如驰援对象是否符合当前国内的产业导向,生产经营状况如何,未来的发展潜力有多大等诸多因素。

李少君指出,股债结合、市场化运作是此次纾困行动的主要特征。参考日前深圳提出的“风险共济”驰援模式可以发现,此轮纾困计划并非政府的慈善行动,而应经过多方考量与甄选之后严格按照市场化、专业化机制运作,管理机构承担了政策目标和盈利目标双重考核指标。纾困标的需符合产业导向,生产经营状况良好,因实际控制人股票质押涉及平仓风险而导致经营受到影响,或导致金融机构对上市公司授信缩减的优质上市公司,且实际控制人无重大违法违规和重大失信记录。

避免短期投机炒作

值得注意的是,在本次市场纾困过程

中,还有少部分投资者误读政策,炒作“苗头”隐现。10月24日,受“深圳国资百亿驰援资金首批已经发放”消息影响,深圳板块逆势大涨,多只网传“入围驰援名单”的个股出现涨停,上市公司采取紧急停牌措施,并在午间纷纷发布澄清公告,对“深圳国资驰援”引起的股价异动进行了说明,及时对炒作情绪进行了降温。对此,业内人士表示,在当前市场环境,纾困标的公司困境反转还待市场底,投资者应避免陷入短期的投机炒作。

“应该理清和正视此次纾困行动的初衷和方式,通过多指标对比来审慎选择投资标的,避免短期投资炒作。”东北证券研究总监付立春表示,化解股权质押是当务之急,未来要增加中小企业融资的渠道,让中小企业可以通过合法合规的途径融到资,这样才能满足生产经营的需要。对普通投资者而言,在对高质押风险个股投资时首先应该判断企业资金风险能否真正解除,其次要看企业是否具有持续经营能力,对于那些在“自救”过程中控制权发生变更的企业还要注意新的股权机构是否会对企业稳定经营带来影响,能否对公司主业产生良好的协同促进作用。

对于此次纾困行动对A股后市的影响,杨德龙表示,近期一系列的举措相继落地,有利于提振市场信心,但是最终市场的情绪扭转还需要一定时间。建议投资者在市场的底部抓住一些优质的个股来应对市场的波动,把握中长期的投资机会。

■ 上交所沪伦通CDR投教专栏(1)

关于沪伦通,你应知晓的20个问题(上)

编者按:日前,上海证券交易所发布了《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》。“沪伦通”渐行渐近。为满足市场投资者了解沪伦通业务的需求,我们开设了“上交所沪伦通CDR投教专栏”,介绍沪伦通投资知识,解读交易规则,揭示投资风险。

1.什么是沪伦通存托凭证?

沪伦通存托凭证,是指基于上海证券交易所与伦敦证券交易所的互联互通机制,符合条件的伦交所上市公司在上交所上市的存托凭证(CDR),以及符合条件的上交所上市公司在伦交所上市的存托凭证(GDR)。

2.什么是沪伦通下的CDR?

沪伦通包括东、西两个业务方向。其中,CDR是东向业务下,伦交所上市公司在上交所挂牌,由存托人签发,以伦交所上市股票为基础在中国境内发行、代表伦交所上市股票权益的中国存托凭证。

3.什么是沪伦通下的GDR?

GDR则是沪伦通西向业务下,上交所A股上市公司在伦交所挂牌,由存托人签发,以沪市A股为基础在英国发行、代表中国境内A股权益的全球存托凭证。

4.什么是CDR存托协议?

存托协议是明确了CDR所代表的权益,以及境外发行人、存托人以及存托凭证持有人权利义务的协议。投资者持有CDR即成为存托协议的当事人,视为同意并遵守存托协议的约定。

5.投资者需关注CDR存托协议的哪些内容?

在参与CDR交易之前,投资者应当关注存托协议的具体内容,诸如,CDR持有人的权利和义务,基础证券涉及的分红权、表决权等相应权利的行使方式和程序,CDR持有人的保护机制等,充分知悉CDR与基础证券所代表的权利在范围和行使方式等方面的差异,知悉在交易和持有CDR过程中需要承担的义务以及可能受到的限制等。

6.境外发行人申请CDR首次在上交所上市,应符合哪些方面的条件?

境外发行人申请CDR首次在上交所上市,应符合的条件包括:

- 一是符合《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)》规定的CDR公开发行条件,并经中国证监会核准公开发行CDR;
- 二是发行申请日前120个交易日按基础股票收盘价计算的境外发行人平均市值不低于人民币200亿元(根据发行申请日前1日中国人民银行公布的人民币汇率中间价计算);
- 三是在伦交所上市满3年且主板高级上市满1年;
- 四是申请上市的CDR数量不少于5000万份且对应的基础股票市值不少于人民币5亿元(根据基础股票最近收盘价及上市申请前1日中国人民银行公布的人民币汇率中间价计算);

五.上交所要求的其他条件。

上交所可以根据市场需要,对CDR的上市条件进行调整。

7.哪些投资者可以参与CDR交易?

CDR交易实行投资者适当性管理制度。其中,机构投资者参与CDR交易,应符合法律、行政法规、部门规章、规范性文件(统称“境内法律”)及上交所业务规则的规定。符合以下条件的个人投资者可以参与CDR交易:一是在申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币300万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券);二是不存在严重的不良诚信记录;三是不存在境内法律、上交所业务规则等规定的禁止或限制参与证券交易的情形。

此外,个人投资者还应了解CDR交易的业务规则与流程,充分知晓CDR投资风险。

8.关于CDR交易的哪些规定与A股保持一致?

考虑到境内投资者的交易习惯,CDR交易机制采用“主场原则”,在以下主要方面与上交所A股的交易规则保持一致:一是交易日、每日交易时间;二是实行指定交易;三是采用T+1日交易制度,投资者当日买入的CDR,当日不得卖出,但上交所另有规定的除外;四是集合竞价的成交原则、订单申报要素、单笔买卖申报数量、申报价格最小变动单位;五是采用担保交收,清算交收周期和A股一致;六是证券简称以中文命名,总长度不超

过4个汉字。

9.关于CDR交易价格涨跌幅是如何规定的?

上交所对CDR交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅比例为10%。提示投资者关注,CDR上市首日的涨跌幅比例为10%,上市初期不适用上交所关于新股上市初期交易监管的规定。另外,在诸如春节、国庆等长假期间,上交所全天休市达到或者超过7个自然日的,其后首个交易日的涨跌幅比例为20%。

此外,上交所可以根据市场需要,调整CDR的价格涨跌幅比例。

10.CDR是否可以实现与境外基础证券间的跨境转换?

在上交所上市交易的CDR,可以根据中国证监会、上交所的规定以及境外发行人披露的招股说明书、上市公告书和存托协议的约定,通过中国跨境转换机构与境外基础股票进行跨境转换。

免责声明

本信息不构成任何投资建议,投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。上海证券交易所力求本栏目信息准确可靠,但对这些信息的准确性或完整性不作保证,亦不对因使用该等信息而引发的损失承担任何责任。更多关于沪伦通的投资知识,请关注上交所投资者教育网站(edu.sse.com.cn)和“上交所投教”微信公众号。

陈雨露: 确保绿色金融高质量发展

□本报记者 王凯文

中国人民银行副行长陈雨露8日在“2018北京绿色金融国际论坛”上表示,下一阶段,中国人民银行将会同有关部门和金融机构,继续推动绿色金融向纵深发展,为向绿色转型提供持久动能。

陈雨露指出,将重点做好三方面工作:第一,加快构建标准体系,确保绿色金融高质量发展。研究制定国内统一、与国际接轨、清晰可执行的绿色金融标准体系,为行业规范发展提供明确的指向和依据已迫在眉睫。

第二,强化信息披露,提升绿色金融市场的透明度。未来将进一步研究推广各类市场主体的强制性环境信息披露。对信息披露的内容、格式、范围等事项确定统一标准,持续提升绿色金融市场的透明度。

第三,深化国际合作,进一步凝聚绿色金融的全球共识。未来中国将继续深化国际合作,积极应用G20、ISO等多边框架以及相关的双边合作机制,推动国内绿色金融标准与国际接轨。

屠光绍: 中投将搭建跨境投资公开平台

□本报记者 陈莹莹

“中投论坛2018暨国际产业合作及双向投资CEO峰会”8日在京举行。中投公司总经理屠光绍在致辞中表示,中投公司积极拓展内外引联的投资新渠道,创新对外投资方式,积极筹备和探索设立适应时代和国际合作需要的双边基金。中投公司将努力利用自身资源,与各方合作,努力搭建跨境投资公开平台,逐步探索双边基金+跨境投资生态网络模式。

屠光绍说,我国消费转型和产业升级空间巨大,发达国家与我国进行产业对接,可推动我国新产业发展,挖掘新投资机会。“一带一路”沿线国家市场发展潜力大,发达国家与我国合作,可提升协调能力,开拓新的需求,改善要素资源配置,增强全球短期增长动能和长期增长潜力。通过打造跨境投资网络,引导产融投结合,实现金融更好服务实体经济;推动跨境双向投资,促进国际产业合作互利共赢;形成投资领域命运共同体,改善全球投资环境。

专家预计进口额将保持高增速

□本报记者 赵白执南

海关总署8日公布进出口数据显示,按人民币计,10月我国货物贸易进出口总值2.75万亿元,同比(下同)增长22.9%。前10月,我国货物贸易进出口总值25.05万亿元人民币,同比(下同)增长11.3%。专家表示,进出口数据均保持高速增长,预计年内出口增速平稳,进口料保持高增速。未来应继续推动贸易结构多元化,减税降费,加大科技投入。

出口或保持两位数增长

10月,我国出口额1.49万亿元,增长20.1%;前10月,我国出口额13.35万亿元,增长7.9%。

兴业银行首席经济学家鲁政委分析,10月工作日天数较去年同期增加3天,对出口增速具有提振效应;环保政策边际放松,为出口生产活动松绑,如河北高炉开工率显著高于去年同期水平。此外,人民币贬值也部分托底出口,近期PMI新出口订单数据不断下滑,但是小企业新出口订单却小有反弹,或主要与人民币贬值相关。

新时代证券首席经济学家潘向东预计,年内出口增速平稳,或继续保持两位数增长。一方面,11-12月基数快速抬升,世界经济增速可能下滑,对后期出口增速有一定影响。随着美国经济拐点的到来,加上新兴经济体震荡等因素,世界经济增速可能会有所下滑。IMF发布的2018年秋季《世界与中国经济展望报告》将2018年、2019年全球经济增速预期下调至3.7%,均比4月的预测低0.2个百分点。

另一方面,中国加大对外开放,增强了和其他国家的经贸往来;召开了首届进博会,还降低了出口退税率。值得注意的是,9-10月公布的两次降低出口退税政策涉及的商品占2017年中国出口金额一半以上,这有利于刺激出口。

进口料保持高增速

10月,我国进口额1.26万亿元,增长26.3%。前10月,我国进口额11.7万亿元,增长15.5%。

交通银行首席经济学家连平认为,内需强劲支撑了进口量稳定增长;刚进口商品价格同比大涨,带动进口同比上浮明显。前三季度内需对经济增长的贡献率达到了109.8%,内需拉动经济增长进一步增强,对原材料的进口需求继续保持旺盛。刚需进口商品价格明显上升。10月国际大宗商品价格较9月明显上升,WTI原油和布伦特原油均价较去年同期分别大幅上升38.5%和42.4%。

在连平看来,去年同期的进口金额基数低也是此次进口额高增的原因之一。去年国庆和中秋假期重叠,放假天数较多,导致去年10月进口额不高。今年剔除国庆假期的工作日较去年有所增加,一定程度上促进了进口增长。

潘向东预计,进口将保持较高增速。今年以来,中国加大对外开放,扩大进口,降低关税。同时,中国经济整体运行平稳,消费增速平稳,制造业投资增速上升,这些都有利于进口保持较高增速。

政策层面,连平认为,应当继续推动贸易区域结构多元化。一是进一步拓展“一带一路”向欧洲、中东、南亚、东南亚发展。从最近数据看,我国对“一带一路”沿线国家的进出口增速较快,总体在两位数以上。二是国内应当继续通过减税降费,通过行政流程的进一步简化来帮助出口企业不断降低成本,包括财务成本、行政成本等,使他们能够“轻装上阵”,增强企业竞争力。三是加大科技投入,通过财政手段对企业的科技投入、研发给予更多支持,进一步加快出口产品的结构升级换代步伐。