

# 城投项目频现违约 信政产品风险露头

□本报记者 高改芳

目前,从私募资管计划到信托产品再到公募债,均有地方城投平台作为融资人的项目曝出逾期违约的案例。仅在信政业务领域,近两个月以来,至少有“中江信托·金马430号集合资金信托计划”(简称“金马430”)、“中江国际·金马499号集合资金信托计划”(简称“金马499”)和“中江国际·金马382号集合资金信托计划”(简称“金马382”)等信政项目违约。

“未来,类似的违约项目可能会增多,由于信托目前的兜底潜规则,一些信托公司会逐渐进入‘赔本买卖’。这个趋势已经很明显了。”某信托公司投资总监告诉中国证券报记者。

## 信政“三件套”

金马382信托计划成立于2016年9月。中国证券报记者掌握的尽职调查报告显示,金马382信托规模1.5亿元,期限2年,中江信托按不低于信托规模的1.5%/年收取信托报酬。业内人士表示,金马382应该是中江信托的主动管理项目。

金马382融资方为榕江县新城开发有限公司(简称“榕江新城”),是经该县人民政府批准,于2001年8月成立,公司注册资金1.2亿元。截至2015年9月30日,该公司资产负债率为35.78%,远低于行业平均水平;流动比率为5.01,表明公司具有较高的流动性,短期偿债能力强。

投资项目为榕江县城北新区中心大道三期道路建设工程。项目估算总投资3.258亿元,县自筹9648万元。年利息7.5%,每年归还利息1140.6万元,两年利息共计2281.25万元。还款来源包括,榕江县财政局支付应收账款的划款;项目建设政府回购款、榕江县级财政配套资金;榕江新城公司自身的经营收入。

榕江县位于贵州省黔东南州南部。榕江县人民政府的承诺函显示:融资方榕江县新城开发有限公司对榕江县财政局的应收账款债权为该县直接负债,且该负债已经纳入县政府具有直接偿还任务的债务,统一安排财政资金予以偿还……如因贵司债权未能按时、足额清偿,所产生的一切责任由该县政府承担。

上述事项已经该县人大常委会审议通过。榕江县财政局也出具了类似的承诺函,保证债权按时、足额偿还。

政府承诺、财政承诺、人大决议在过去一段时间成了信政项目的“标配三件套”。

但是,11月15日,中江信托发布公告称,金马382未能按照合同约定足额偿还到期本息。第一期于2018年9月29日到期,仅偿还资金2000万元,第二期、第三期分别为10月14日、10月20日到期后,融资人陆续分批偿还了1700万元。

## ■ 证券研究转型发展“大家”谈

# 西南证券周励谦:内外并举 持续实现研究所价值

□本报实习记者 罗晗

“今年以来,市场交易量继续大幅下滑,评价机制变化加速研究行业变革,传统的卖方研究模式道路好像越走越窄,各家研究所都在思考转型发展。”西南证券研究发展中心总经理周励谦在接受中国证券报记者采访时表示。

周励谦认为,研究所价值的可持续实现可以遵循“内外并举”的思路;同时公司需要进行顶层设计,如西南研究所正在实践的“虚拟记账”机制。在研究服务内容的拓展上,他提出“从二级市场股票定价逐步向一级市场广义资产定价方向发展”。团队管理方面,他认为要坚持考核制度的透明,及时进行绩效实施以及重视对员工的人文关怀。

## 立足于为公司创造价值

**中国证券报:**你认为研究所和证券公司应当构建什么样的良性关系?

**周励谦:**和券商其它部门一样,研究所的存在必须要有价值,要对公司形成贡献,而不能仅仅成为研究员个人获得名利的舞台。如果研究所的存在不是为了公司战略或服务业务,那其实券商完全可以不设研究所。或者即使办了研究所,也会因为顶层设计缺失,而难有持续发展的稳定环境,这也是个别研究所大起大落的原因。我认为,研究所的发展规划理应与公司战略保持一致,应该为公司的业务发展提供具体支持,至少要在中长期内能够助推公司各项业务的发展。

**中国证券报:**研究所如何实现可持续发展?  
**周励谦:**结合西南证券研究所实践的经验和教训,我们认为研究所价值的可持续实现可以遵循“内外并举”的思路,对应两个不同的发展阶段,且顺序上不可调换。第一阶段是形成实力和证明实力的阶段,即研究所要有自己的研究实力和能力。卖方研究模式就是积累研究实力的一种

方式,有投资者反映,融资方榕江新城的净利润只有几百万元,不足以偿还1.5亿元的借款。且该公司还向不止一家金融机构借款。

中江信托公告称,榕江新城正在协调榕江县有关部门,加大力度处置林权、土地、房产等固定资产,对接金融机构争取新的融资。

业内人士表示,金马430号、金马499号的情形与金马382号如出一辙——尽管有当地财政的兜底承诺,但地方政府背景的城投公司仍旧无力按时还款。

## 到期压力不减

目前看来,信政信托的兑付情况要好于工商企业。

中江信托前不久披露“金马430号”信托计划相关事宜时表示,在呼和浩特市政府和呼和浩特市经开区管委会的重视督促和协调下,经过融

□本报实习记者 戴安琪

华能信托、东莞信托日前相继发布了增资公告,华能信托增加注册资本19.95亿元,东莞信托增加注册资本2.5亿元。据中国证券报记者不完全统计,今年共有11家信托进行增资,注册资本增加总额约176.8亿元,同比下降42.72%。

业内人士表示,今年信托业增资规模放缓,一是因为信托业务规模不再扩大,没有必要增资;另一方面,很多信托公司存在违约项目,股东不愿增资。在严监管的大环境下,信托行业面临转型,主要转型方向有实业投行、财富管理、资产管理。

## 信托增资又加两员

11月30日,贵州银保监局公告称,同意华能信托注册资本由42亿元增至61.95亿元,华能信托的主要股东构成、出资金额及出资比例因此发生变化。第一大股东华能资本出资42.07亿元,占比67.92%;第二大股东贵州产业投资集团出资19.50亿元,出资比例为31.48%。

东莞控股发布公告称,东莞控股拟以自有资金向东莞信托增资12.125亿元,其中2.5亿元人民币作为新增注册资本,9.625亿元人民币计入资本公积。本次增资完成后,东莞信托的注册资本由12亿元变更为14.5亿元,东莞控股的出资额占东莞信托注册资本总额的比例由6%提

高至22.21%。值得注意的是,此次增资仅由东莞控股一家增资,其他各股东方已放弃本次增资权利。

东莞控股表示,本次增资主要是为了增强东莞信托的资本实力,提高其业务竞争力和可持续发展能力。根据信托全行业排名,东莞信托的资本规模处于中下游。信托行业排名靠前的三家信托公司注册资本均已超过100亿元,随着行业竞争的激烈,中小信托公司面临着一定的成长压力。增资完成后,东莞信托的资本实力大大增强,有利于其提高市场竞争力水平。

**中国证券报:**目前研究所的发展计划是怎样的?  
**周励谦:**西南证券研究所秉承“市场化、专业化、实用化”的发展理念,目前正在公司既定的战略路线上前行。四年前,我们从零开始组建团队,大力倡导“卖方研究”,直到今天逐步得到客户认可,在卖方市场上开始有一席之地,这一过程正是我们形成实力和证明自己的阶段。而接下来应该一鼓作气进入下一阶段:在坚持做好卖方研究服务的同时,未来三年逐步把研究所打造成为公司的一项综合资源,彰显研究所的内外价值。

## 公司做好顶层设计

**中国证券报:**当前多家研究所强调与公司业务部门的协作,但在收入分配上还是存在难题,西南证券研究所是怎样做的?  
**周励谦:**研究所作为公司的一项综合资源,也可以理解为一种生产资料。研究所日常以研究为纽带,可以与企业客户、个人客户、机构客户等发生直接联系,因此在支持投行、经纪、机构、自营、资管等部门开展业务方面具有可行性。“内外并举”是实现研究所价值最大化的一种方式,实践表明要达到预期目标确实存在较大的难度,这离不开公司自上而下的顶层方案设计,需要平衡好内部价值与外部价值、品牌价值与经济价值、直接价值与间接价值等诸多关系。

研究所把内外服务职能有机地结合起来,我们在实践中提出了“虚拟记账”的机制设计,公司给予各业务部门分配一定的虚拟采购额度,专项用于采购研究所的研究服务。而研究所也对各项研究服务进行明码标价,在合规的前提下尽可能把外部卖方服务内容无差异地复制到内部。然而由公司层面对研究所进行统一核算并支付采购费用。

在实践中,公司的顶层设计最为重要,总部自上而下统筹协调以及支付研发费用,是这个系统能够有效运转的关键。否则,如果让研究所直接与内部各部门进行一对一沟通,亦或由各部门直接承担相应成本,往往会消耗巨大的精力,结果也可能并不理想。同时,研究所必须坚持服务和定价的市场化,否则要么无法调动研究员的积极性,要么总部会觉得性价比太低,算不过来这笔账,这些都会影响实践效果。

**向一级市场拓展**

**中国证券报:**你认为未来研究所业务拓展方向何在?  
**周励谦:**研究所要走得更远,也必须因时而变,不断适应市场环境的变化。评价机制的变化、交易量的下滑、佣金费率市场化等,将倒逼卖方研究不再局限于自己原来的一亩三分地。传统的卖方研究以“股票研究”和“公司研究”为重心,近年开始向产业链延伸,但仍然是以服务二级市场为主要目的。随着竞争的加剧和客户需求的变化,我们预期研究服务将从股票研究向产业研究、从二级市场向一级市场逐步扩展。

在研究服务内容上,西南证券研究所将从二级市场股票定价逐步向一级市场广义资产定价方向发展,为个人客户、机构客户、企业客户等服务;此外,银行理财子公司、大型产业集团、资产管理公司等都可以成为我们服务的对象。同时,研究所将作为独立第三方为公司业务部门的投资项目提供咨询建议。甚至,我们希望有一天,能够向买方市场更加靠近一步,在合规前提下有机会深度参与一级市场项目,为买卖双方提供更多的服务。

近期,我们已经开始了一些具体的尝试。针对一些有潜力的非上市公司,组织研究团队对企

业“合法合规性”的理念转向“合法合规性+价值发现和价值创造”理念的转变。投行业务将进一步强化以“行业组”为基本组织架构,促使投行团队更专业,从金融向“金融+行业”的复合性人才转变,提高了对投行人员的要求,也提高了投行研究资源的价值,强化了投行服务实体经济的能力。

此外,注册制使监管部门背书的成份减少,会更进一步加大投行的责任,倒逼投行从研究

## 华能信托东莞信托双双增资

## 信托业增资潮退 三维度转型提速

高至22.21%。值得注意的是,此次增资仅由东莞控股一家增资,其他各股东方已放弃本次增资权利。

东莞控股表示,本次增资主要是为了增强东莞信托的资本实力,提高其业务竞争力和可持续发展能力。根据信托全行业排名,东莞信托的资本规模处于中下游。信托行业排名靠前的三家信托公司注册资本均已超过100亿元,随着行业竞争的激烈,中小信托公司面临着一定的成长压力。增资完成后,东莞信托的资本实力大大增强,有利于其提高市场竞争力水平。

## 信托行业面临转型

据普益标准数据显示,2016年共计有21家信托公司增资,注册资本增加总额364.95亿,2017年有18家信托公司完成增资,注册资本增加总额308.65亿元。据记者不完全统计,今年以来共有11家信托公司增资,信托注册资本增加总额约176.8亿,同比下降42.72%。相关增资分别为华润信托增资50亿元,增资后注册资本110亿元;中建投信托增资33.34亿元;爱建信托增资16.03亿元;英大信托增资10.07亿元;江苏信托增资10.76亿元;华鑫信托增资13.75亿元;外贸信托增资5.41亿元;安信信托增资9.11亿元;山东信托增资5.88亿元,以及上述华能信托增资19.95亿元和东莞信托增资2.5亿元。

某信托公司投资总监指出,城投业务模式的核心驱动是土地的资本化。即通过将土地资产装入城投公司,城投公司以土地抵押融资进行一级开发把生地做成熟地,并配套相应的基础设施,然后或招商引资,或开发成商品房带动经济增长和土地增值,城投公司拿着增值的土地或出让,或再次抵押以平衡债务并继续开展土地整理和基础设施建设。园区租金和商品房销售收入平衡土地成本、基建支出和债务偿付。

“只要这个地方的房价还能涨,卖地的土地出让金还能周转未来一段时间的债务,这个地方的城投债、信政项目就‘稳了’。”该人士称。

国盛证券指出,2019年-2021年是城投债的到期高峰,且部分省份的土地出让金对到期城投债的覆盖程度较低,其中有少数几个省份是今年城投非标暴雷的主要区域。2019年-2020年部分区域出现个别实质性违约的可能性还是比较大的。

针对信托增资潮退去这一现象,某信托公司人员表示,现在信托业务规模没有那么快增长了,增资的必要性有所下降。很多信托公司基本上前两年该增资的都已经完成了,今年就没需要什么再增资了。

某头部信托公司人士认为,一方面在资管新规影响下,信托公司的业务不急于扩张;另一方面,不少的信托公司都存在违约项目,所以股东层面不愿意增资。

在监管日益趋严的大环境下,信托行业也在面临着转型。上述头部信托公司人士表示,信托业转型是肯定的,但短期内难以实现。目前信托公司主要是少做一些通道类业务,多承担一些个人业务,尚未有大的举措出现。

业内人士认为,当前,资管新规规范信托业发展,打破刚兑、禁止资金池操作、抑制通道、分级限制、合格投资者标准提高都约束了信托业的发展。未来,信托业需要转型,主要有三个维度:一是实业投行,信托公司具有横跨“货币、资本、实业”三大领域的独特优势,除推荐上市业务外,可以开展几乎所有的投资银行业务;二是财富管理,以家族信托为核心的财富管理业务是信托的本源业务。三是资产管理,资产管理业务主要是接受客户的委托,跨市场、跨区域、多品种对客户资产进行组合配置和管理,公司作为管理人一般以“固定管理费率加超额业绩分成”的方式收取报酬。

## 团队精细化管理

**中国证券报:**在团队管理和员工激励方面,研究所是怎样做的?  
**周励谦:**研究所是公司的一项资源,而研究人员又是研究所的核心资源。目前,我们对研究团队采用分级管理模式,制定差异化的激励约束条件,并差异化地匹配资源,以此来调动团队做大做强积极性。

我们逐步形成了三个“最”的特点。一是坚持最透明的考核制度,力争让研究员能够根据自己的业绩表现估算出自己的收入;二是坚持最及时的分配制度,在公司支持下较早期地完成对研究员的年度考核并实施绩效发放——要让员工讲诚信,研究所必须首先讲诚信;三是坚持做最讲感情的研究所,关注员工个人发展与日常生活,注重团队文化建设,让大家在高强度工作的同时能够感受到组织的温馨。

此外,对研究员的关心不能仅仅体现在薪酬层面,还要充分考虑研究员的长期发展和职业规划。研究员转型是一个不可避免的问题,相对于外部市场选择,我们认为研究所更应该成为公司投研人员的储备库,可以推动公司人才结构的优化。除了资管、自营等二级市场投资部门,证券公司还拥有股权投资、创新投资、投行等多个一级市场投融资部门,这些都是研究员转型的方向,毕竟不是每个人都适合二级市场。从历史数据来看,我们内部转型的研究员大多流向以上部门。所以,研究所应积极与公司和兄弟部门沟通协调,为研究员营造更好的职业发展环境。

## 破解金融普惠难题 银银平台助力中小金融机构发展

□本报记者 彭涛

我国三四线城市和农村地区的金融机构由于受到技术系统、人力资源、业务资质、辐射地域等方面的制约,往往难以满足当地居民、企业多元化的金融产品与服务需求。如何解决这“最后一公里”的问题成为破解普惠金融发展的一个难题?近日,中国证券报记者来到广西,见证兴业银行通过银银平台这一特色业务模式,将现代金融服务从一二线城市输送到边远城镇及广大农村地区,使金融服务欠发达地区的居民也能享受到优质的金融服务。

## “银银平台”助力村镇银行发展

“随着我行不断发展,原有的核心系统已无法满足业务发展和市场竞争的需要。”桂林国民村镇银行行长倪建坤对中国证券报记者表示,2016年,桂林国民村镇银行正式将系统委托兴业银行旗下子公司——兴业数金建设并托管。托管当年(即2016年)共发生交易768.7万笔,日均交易量2.1万笔;其中账务类交易144.6万笔,日均0.4万笔,不仅是系统交易处理能力的重大飞跃,带给客户直观的体验就是办理业务更方便、快捷。

合作以来,兴业银行还为桂林国民村镇银行提供了核心业务系统、企业信贷系统、零售信贷系统、ATMP前置系统、金融IC卡系统等重要系统的建设和维护服务,2016年、2017年、2018年核心系统可用性均为100%,核心系统交易成功率大于99.99%,事件解决率为100%。通过高起点、高标准的信息系统建设和高效稳定的系统运行,全面提升了合作银行的金融信息化建设水平。

得益于兴业银行科技方面的强大支持,桂林国民村镇银行业务发展步入快车道,截至2018年9月末,各项存款余额达31.80亿元,较2015年末增长43.89%,贷款余额25.76亿元,较2015年末增长49.77%,资产规模升至35.07亿元,较2015年末增长41.53%。

目前桂林国民村镇银行在信贷产品开发、存款产品定制等方面也取得了很大进展。2018年,桂林国民村镇银行先后推出“利随鑫”、“惠民宝”等存款产品,其中“惠民宝”产品目前共发行十一期,得到了客户的普遍认可,经常是一抢而空,成为该行拓展核心负债的一大利器。而诸如便携式自助发卡机等个性化移动终端,更便利了该行深入偏远农村地区服务当地居民。

据兴业银行银行合作中心运营管理板块负责人张咏波介绍,兴业银行的科技输出支持让合作银行在开业初期能够更加集中精力发展业务,节省了很大的业务系统开发成本和人力成本,同时通过银银平台代理接入支付系统解决了村镇银行的支付“孤岛”难题,简化了星罗棋布的诸多小银行与人民银行逐一接人的过程,提高了效率。

## 特色化的普惠金融样本

中小银行受限于业务资格及资产管理能力,财富管理业务起步较晚、业务品种单一,无法满足当地居民日益增长的财富管理需求。在广西南宁,记者看到通过与广西壮族自冶区农村信用社联合社合作,兴业银行银银平台输送丰富的金融产品下乡,解决了当地居民“理财难”,有效提升了广西农信对个人客户的金融服务能力,更好地满足了当地客户不断增长的理财需求。

兴业银行南宁分行副行长赵锡建透露,目前兴业银行与广西农信通过理财门户、三方存管、代理接入跨境人民币清算系统等业务合作,为广西农信4800万客户提供理财投资、跨境支付等服务,累计实现金融产品销售400亿元。

兴业银行是国内银银合作业务的倡导者,于2007年在行业内率先推出面向广大银行类金融机构的银银合作服务品牌“银银平台”,目前已发展成为兴业银行专业服务于中小金融机构的合作窗口,覆盖财富管理、科技输出管理、跨境金融等业务领域。数据显示,2018年10月末,银银平台签约法人机构达1409家,上线1105家,“钱大掌柜”理财门户合作银行已达398家;科技输出签约银行357家,累计实施上线219家,已成为国内合作机构最多、合作品种最为丰富、交易规模最大的同业合作平台。

中国银行业协会宣传信息部主任姜涛表示,兴业银行银银平台助力中小金融机构突破瓶颈,为客户提供多样化、高质量金融服务,构建了开放银行平台、中小金融机构、商业生态间三方连接、多方共赢的良性循环,形成特色化的普惠金融典型样本。

近年来,兴业银行银银平台围绕“一朵金融技术云+支付结算、财富管理、资产交易三大平台+银银平台国际版”发展战略,持续丰富与中小金融机构的合作内涵,突出交易化、综合化,不断创新和丰富特色产品,助力中小金融机构更好地服务区域经济与民生,提升普惠金融的有效性。未来,银银平台还将持续发挥广泛的中小金融机构客户基础和渠道优势,通过资源共享,开放交流,使现代化的金融服务惠及更广泛人群。

□本报记者 赵中昊

近期,科创板的潜在标的成为市场热议话题。分析人士指出,科创板上市门槛预计更加灵活,但要求不会降低;科创板的发行或加速投行保荐机构业务模式的转变,回归企业价值本源研究,特别是对高新技术应用前景、应用价值的研究。

中信证券策略团队认为,从中长期的战略定位来看,科创板本质上是在鼓励优质企业上

市,而非更多企业上市,因此高准入门槛十分重要。首批上市公司有一定概率从上海辖区券商IPO辅导项目中筛选,并且集中分布在集成电路、人工智能、生物医药、航空航天、新能源汽车五大领域。

长城国瑞证券表示,科创板的发行人在技术成熟度和未来发展方面可能更具有不确定性,因此对发行人技术发展和行业前景应用的分析更为重要,这可能会加速投行业务从传统仅关注企

业“合法合规性”的理念转向“合法合规性+价值发现和价值创造”理念的转变。投行业务将进一步强化以“行业组”为基本组织架构,促使投行团队更专业,从金融向“金融+行业”的复合性人才转变,提高了对投行人员的要求,也提高了投行研究资源的价值,强化了投行服务实体经济的能力。

此外,注册制使监管部门背书的成份减少,会更进一步加大投行的责任,倒逼投行从研究

“过会”向注重企业基本面、行业前景研究转向,回归企业价值本源研究,特别是高新技术应用前景、应用价值的研究。

“注册制对于企业发行和定价不同于传统审核制,对盈利状况、股权结构、信息披露的差异化安排要求投行工作模式的调整和转变,需要加强对各层次投资者的沟通、宣讲和明确的风险提示,进一步加强投行销售能力的建设。”长城国瑞证券表示。