

# 科创板倒计时 券商备战加班忙

□本报记者 郭梦迪 张凌之

3月18日,上交所正式开放受理审核科创板股票发行上市申请文件。截至记者发稿时,市面已有19家企业表示将申请科创板上市,相关保荐机构随之浮出水面,其中包括中信证券、国金证券。此外,部分已公告的公司投资人名单中出现了券商私募基金子公司的身影。业内人士认为,科创板将推动现代化投资银行转型发展,“资金实力+研究能力+合规风控能力+机构服务能力”等综合实力均有望提升。

## 投行加班准备申请文件

据中国证券报记者不完全统计,目前包括江苏北人、金达莱、复旦张江、赛特斯、大力电工、先临三维、新光光电、烟台睿创、启明医疗、聚辰半导体、申联生物、西部超导、集创北方、泰坦科技、特宝生物、传音控股、四方伟业、晨晟半导体、优刻得在内的19家企业拟申请科创板上市。

公开资料也让部分拟登陆科创板企业的保荐机构浮出水面。厦门证监局官网显示,国金证券日前提交了对特宝生物的辅导工作报告,其中提及特宝生物根据公司未来发展战略,拟变更申请上市交易所及板块为上海证券交易所科创板。

3月15日,中信证券在其官网公告称,中信证券作为深圳传音控股股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市的辅导机构,已完成对传音控股的上市辅导工作。业内人士表示,首批拟登陆科创板企业的保荐机构大概率将集中在中信证券、中信建投、国泰君安、华泰证券等头部券商,目前上述券商大多储备了30家左右的拟申报科创板项目。国金证券副总裁姜文此前透露,国金证券今年拟申报科创板项目共12家。

保荐机构也在紧锣密鼓地筹备科创板公司上市事宜。“为了首批科创企业提交审核文件,我们周末一直在开电话会。”某大型投行人士表示,从团队层面来看,公司各团队长,每周开一次小会,每两周开一次大会,并对公司关于科创板的信息进行一次汇总。南方某券商投行人士表示,为准备申请文件,团队周末还在加班开内核会。

## 券商子公司迎机遇

中国证券报记者注意到,部分已公告的公司投资人名单中出现了券商私募基金子公司的身影,例如,西部超导的投资人中有海通创新、平安财智也曾在定向增发阶段投资过赛特斯。

业内人士指出,科创板的推出为券商私募基金子公司带来新的机遇。首先,科创板为券商私募基金子公司提供了新的退出渠道。具体看来,科创板的上市标准与主板存在较大区别,很多以前难以在主板上市退出的项目,今后可以在科

创板实现。其次,过去高科技行业由于收入及净利润等指标不如传统行业,很多机构对此类项目有所保留,而科创板的出现是个强心剂,有助于机构提高对科创类企业的投资热情。

除此之外,《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》也做出了“保荐+跟投”的规定,发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司,参与本次发行战略配售,并对获配股份设定限售期,具体事宜由本所另行规定。

“保荐+跟投制度的设立也为券商带了一些挑战。”尚成说,从发行人的角度来看,发行人希望定价越高越好,这样可以最低的股权成本获得最大的融资金额;从券商的角度而言,若定价高,可募集资金越多,收取的项目佣金也越高;但对参与跟投的子公司而言,定价越高可能风险越大,因为跟投需要锁定一定期限,这段时期内股价走势有较大的不确定性。

## 投行加速转型发展

在科创板的规则体系下,投行的综合实力显得愈发重要。华东某券商投行人士尚成(化名)指出,未来投行不能只会做项目,更要在承揽阶段会挑项目,要在发行阶段会定价,要有资本实力跟投,在发行环节带动经纪业务,还要培养自己的长期资本方客户。

中原证券指出,作为资本市场的增量改革举措之一,上交所设立科创板并试点注册制,其用意在于促进资本市场提升直接融资效率,这必然会影响到证券公司的经营发展。对证券公司而言,

科创板设立,相当于为自身开辟了一个具有一定潜力的机构客户市场,但各家证券公司在这一市场中能占有多大份额、获得多少业务收入,还将有赖于各家公司在资金、研究、内控、机构客户服务等方面的综合能力和各业务板块的协同效率。

中国证券报记者从多家证券公司了解到,目前很多公司内部已经多次组织跨部门、跨业务条线的学习讨论,集结有经验的投行、研究部门、自营、投资子公司、风控等相关部门的骨干成员组成科创板专项工作团队,从投行中介业务、股权投资业务、定价发行业务、研究业务、风险控制等各条线全面对接科创板,针对科创板全周期进行了的深度研究及业务探索。

中泰证券认为,科创板将推动现代化投资银行转型发展,审核重点转变弱化“牌照通道”效用,资金实力+研究能力+合规风控能力+机构服务能力等综合实力均有望提升。一方面,通道红利弱化,倒逼投行模式转型,建立多业务协作,提升综合实力。另一方面,科创板打造机构市场,机构客户质量与黏性将成为核心。



## 安全至上 险资两维度“落子”科创板

□本报记者 潘昶安 张凌之

3月18日,上交所科创板发行上市审核系统正式开门迎客,科创板首批上市企业名单即将“揭盅”。多位保险资管人士表示,科创板拓宽了险资的退出渠道。目前业内对高科技未上市企业有一定的项目储备,以科技类头部企业为主。对股权投资企业的关注点集中在企业的成长空间、估值以及与保险主业有协同效果。此外,对于科创板二级市场投资,保险资金倾向于安全性和稳定性,今后可能会以通过基金的方式参与科创板投资。

## 拓宽险资退出渠道

3月18日,上交所科创板发行上市审核系统正式“开门迎客”。截至中国证券报记者发稿时,上交所网站尚未披露申报科创板的企业。但据记者不完全统计,目前已有19家企业表示将申请科创板上市。

多位保险资管人士表示,业内对于高科技未上市企业有一定的项目储备。一位北京地区大型险企人士表示,业内对科技类企业都有兴趣,但保险公司主要关注头部企业。大的保险公司一般都有些高科技未上市企业投资布局。

“保险资金倾向于中后期股权投资。早期投资保险资金一般很难参与,因为这类投资规模比较小,风险比较大,跟保险资金的风险偏好差距很大。”一位大型保险资管股权投资部门负责人莫以琛(化名)表示。

“对于股权投资的企业,我们主要关注三点:企业的成长空间,即企业本身的商业模式是否有发展前景;估值是否合理,价格是不是足够便宜;跟保险主业有没有相关性和协同效果,比如健康、养老、医疗、汽车类企业。”莫以琛补充道。

## 重视风险收益匹配

除了股权投资的企业上科创板退出,保险资金还可以通过二级市场投资科创板企业,赚取资本利得。银保监会副主席周亮在此前接受中国证券报记者采访时曾表示,在资本市场中鼓励长期资金的运用,在保险资金上也会进行一些鼓励。

一位华北地区保险资管人士对中国证券报记者表示,尽管监管信号已经明确,但是细则还没落地。目前只是卖方路演过几次,其他的还没进行。科创板开闸在即,他们公司还在进行二级市场投资的相关准备。保险公司比较重视相关高科技未上市企业投资布局的,前期有一些未上市股权投资可能会通过

科创板上市退出。科创板这种大的创新要落地,前期都很复杂,通过卖方研究院一些信息和观点可以为后续投资做准备。

值得一提的是,保险业非常关注科创板投资的风险与收益是否匹配。多位业内人士表示,险资一般倾向于蓝筹股,一般不重仓小盘股。科创板如果波动性大、流动性不好,险资可能不太愿意进。险资更追求稳定、长期收益。

“科创板企业对于资金需求量大,要求资金期限长,这些特点和保险资金相符。但是保险资金倾向于安全性和稳定性,安全性比其他更重要。今后可能会通过基金的方式参与科创板投资,直接参与科创板资金量应该有限,还是希望能分散风险。”莫以琛表示。

## 期待长期资金入市

业内人士称,科创板相关制度规则中多次提及保险资金等长期资金。《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第十二条规定,在科创板首次公开发行股票,网下发行比例应当遵守以下规定:应当安排不低于本次网下发行股票数量50%优先向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和符合《保险资金运用管理办法》等相关规定的保险资金(简称“保险资金”)配售。对网下投资者进行分类配售的,同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。

上海财经大学中国公共财政研究院副院长于洪表示,长线的较大规模资金,如果有序推进,对资本市场的发展会起到促进作用,资金流会有稳健的增长。机构投资者相对比较理性,投资手段比较多样化和科学,对抑制股市的波动和不理性行为会起到一定的正面作用。

天风证券认为,从供需层面讲,企业需要长期资金来满足自身的长期规划,同时长期资金也需要一个稳定的投资收益。因此,市场需要长期资金的入市,来进一步维持资本市场的长期稳定发展。

对于如何引导长期资金入市,天风证券认为,可从三个层面入手,一是从政策入手,通过严格的法律要求上市公司的信息如实披露,保证市场的有效性,让市场发挥最大的作用,同时完善奖惩机制,引导资金参与长期投资。二是鼓励上市公司通过分红来吸引长期资金投入,保证长期资金的稳定收益,同时分红能够结合上市公司增发从而动态调节上市公司的资金需求。三是建立一个面对不同层次投资者发展的资本市场,同时进一步激活市场中各类金融产品,使投资者可以选择适合自己条件的投资方式,提高资本市场的灵活性。

此外,类REITs的持续发行及交易为REITs培育了投融资市场。随着以商业物业产权及股权作为基础资产的类REITs的出现,有利于推动境内资产证券化逐渐走向看重底层资产而非狭义企业主体资信的本质,通过优质地产的引进,让投资人逐渐识别底层资产的价值,而不仅仅关注主体资信的增信或兜底效应,包括银行、保险、券商资管、私募基金在内各类投资人逐步关注了解和参与到商业地产资产证券化的投资中来,为未来REITs发行培养了市场需求。另一方面,商业地产经营企业以及持有商业地产的金融机构、企业集团,逐渐认识到REITs和类REITs,是他们优化自身财务报表、提高资产周转率与资产回报率、降低杠杆率、提高流动性、防范财务风险的有效工具,这就为将来REITs的发行提供资产供给。

对于推出公募REITs的路径,业内人士认为,可以在借鉴美、日本等发达国家的标准基础上,结合国情逐步落实推广。“先探索试点再规范发展,先重点突破再整体推进,这就是改革探索出的方法论。我国的资产证券化就是从试点开始逐步推进的,REITs也可以这样,先推出有示范效应的标杆项目,提升市场的兴奋度,然后再规范和整体推进。”一位接近监管机构的法律人士对记者表示。

同时,类REITs为REITs的发行积累了非常宝贵的商业经验。在产品设计领域,通过产品结构的设计,实现了REITs的商业模式实现,实现了NOI、FFO测算与期间收益分配逻辑,并在当前税制与法规环境下创设了商业有效的交易架构。在此基础上,随着类REITs产品的阶梯式创新,国际商业地产领域与REITs相关的商业模式逐步在中国境内落地。未来国内商业地产的发展模式可能会在经历了企业表内循环、PERE+类REITs之后,走向PERE+REITs。

此外,类REITs的持续发行及交易为REITs培育了投融资市场。随着以商业物业产权及股权作为基础资产的类REITs的出现,有利于推动境内资产证券化逐渐走向看重底层资产而非狭义企业主体资信的本质,通过优质地产的引进,让投资人逐渐识别底层资产的价值,而不仅仅关注主体资信的增信或兜底效应,包括银行、保险、券商资管、私募基金在内各类投资人逐步关注了解和参与到商业地产资产证券化的投资中来,为未来REITs发行培养了市场需求。另一方面,商业地产经营企业以及持有商业地产的金融机构、企业集团,逐渐认识到REITs和类REITs,是他们优化自身财务报表、提高资产周转率与资产回报率、降低杠杆率、提高流动性、防范财务风险的有效工具,这就为将来REITs的发行提供资产供给。

对于推出公募REITs的路径,业内人士认为,可以在借鉴美、日本等发达国家的标准基础上,结合国情逐步落实推广。“先探索试点再规范发展,先重点突破再整体推进,这就是改革探索出的方法论。我国的资产证券化就是从试点开始逐步推进的,REITs也可以这样,先推出有示范效应的标杆项目,提升市场的兴奋度,然后再规范和整体推进。”一位接近监管机构的法律人士对记者表示。

## 多措并举 信托公司把握政信业务新机遇

□本报实习记者 戴安琪

用益信托数据显示,2019年1月基础产业类集合信托成立规模为444.95亿元,环比上升23.07%;2月基础产业类集合信托规模回落至186.26亿元,但同比上升37.06%。同时,基建类信托平均收益也有所上升。业内人士表示,随着财政政策积极力度加大,基础设施建设水平提升以及一系列政策利好,基建类信托将迎来新的发展机遇。信托公司可在合规的前提下,依据市场化原则,选取重点区域的优质交易对手,针对“存量融资需求”和“增量融资需求”,通过信托贷款、债券承销等多元化服务积极开展政信业务。

## 规模收益双升

中诚信托认为,基建类信托在2018年经历了一个下滑再到企稳的过程。受到去杠杆政策的影响,2018年初,地方平台融资渠道受到严格限制,加上存续信托项目由于地方平台资金紧张出现一定风险,上半年基建类信托余额不断下降。但是从去年7月份以来,地方平台资金紧张程度得到一定缓解,一方面新增基建类信托项目开始增加,另一方面存量的基建类信托项目风险有所缓解。

业内人士指出,基建类信托的规模收益双升态势一直延续到了2019年。用益信托数据显示,今年1月基础产业类集合信托成立规模为444.95亿元,环比上升23.07%;平均收益率为8.79%,环比上升0.02个百分点。用益研究表示,1月基础产业类信托继续增长,政策利好使其成为集合信托重要支撑点。随着2019年财政政策更加积极,地方平台资金紧张程度得到一定缓解,信托公司对于基础产业的项目投放出明显的增加。

相较今年1月的大幅增长,基础产业类集合信托规模在2月份有所回落,仅为186.26亿元,环比下降58.14%,但同比上升37.06%;平均收益率为8.85%,环比上升0.06

## 转债迎“风口”

## 上市银行补充资本忙

□本报记者 罗晗

日前披露的苏银转债配售结果显示,有效申购倍数达2565倍,网上市中签率为0.039%。不仅是银行可转债,整个转债市场都十分火爆。据东方财富Choice数据,年初至今,中证转债指数已经上涨18.01%。而可转债发行市场更是表现突出:截至3月18日,可转债发行规模达1153.20亿元,而2018年全年的规模才789.74亿元。

## 银行转债创申购纪录

前期已发行的平银转债、中信转债均受到投资者热捧,申购量屡创新高。业内人士指出,2018年以来,发行可转债进行再融资的银行明显增多。一方面,商业银行需加快脚步补充一级资本,以满足资本充足率的监管要求;另一方面,A股市场回暖也有利于可转债的成功发行。

根据江苏银行此前发布的公司公告,苏银转债募集资金总额为人民币200亿元,向原A股股东优先配售售后余额部分网下和网上发行预设的发行数量比例为90%:10%。苏银转债是今年以来第三单银行转债,也是年内首单城商行转债。

此前,平安银行可转债、中信银行可转债均已成功发行,受到市场热捧。2019年第一只银行可转债——平银转债的发行规模达260亿元,其中180亿元被原股东认购。平银转债网下发行的规模约80亿元,网下有效认购资金超10.75万亿。分析人士指出,平银转债受热捧,与其自身指标优异有关,作为少有的AAA级可转债标的,平银转债有着风险低的优势。

发行规模为400亿元的中信转债更是创下A股申购纪录:网下有效申购约57万亿元,最终网下向机构投资者配售的中信转债总计约为103.62亿元,有效申购倍数高达5496倍。

中信转债申购创纪录,与A股回暖与转股价格设置有关。中信银行称,近期股市行情持续向好,机构对可转债主动认购需求强烈,本期转债转股价格设置合理,也促进了此次发行的踊跃认购。此外,中信银

个百分点。

用益研究认为,受到季节性因素的影响,1月的基建类项目批复较多且地方平台的资金需求较大且急迫,而在资金端上相比去年又有明显的好转,因此基建产业类信托规模增长明显,以至于2月该类产品规模冲高回落,预期基建产业类信托仍会有较好的表现。

## 基建类信托迎新机遇

展望未来,百瑞信托研究员谷晓明认为,基建类信托将迎来机遇。第一,我国基础设施缺口较大。受城镇化率不断提高的影响,为满足经济发展与人口流动的需求,城镇公共设施的供给压力依旧较大;第二,业务模式创新给传统基础设施信托带来新的活力。近年来,信托公司不断探索新的展业模式,积极发展PPP、“股+债”及产业投资基金等方式。

中诚信托认为,在财政政策积极力度加大、整体性基础设施建设水平继续提升的情况下,基础产业信托的发展仍具有一定空间。而针对目前企业融资中的中长期贷款比重相对较低、票据融资占比较高以及信托贷款规模回落等问题,信托公司可在合规的前提下,依据市场化原则,选取重点区域优质交易对手,针对“存量融资需求”和“增量融资需求”,通过信托贷款、债券承销等多元化服务积极开展政信业务。

资深信托研究员袁吉伟认为,今年基建类信托增长仍会有所改善,主要在于基础设施投资增大,增速加快,融资需求比较大。随着PPP清理整顿完毕,以及加快基建补短板,信托公司会继续加快介入基础设施投资领域,构建基础设施产业基金、PPP、基础设施证券化等符合政策要求的投融资模式。袁吉伟指出,我国基础设施建设投资空间还是较大的,未来政信业务还需要转型发展,适应新的基础设施投融资体制改革,强化专业化运作和综合化发展。

行原股东提前认购超过70%的转债,导致用于网下配售的数量十分有限,加剧了供求紧张程度。不仅是银行可转债,整个转债市场都十分火爆。据东方财富Choice数据,年初至今,中证转债指数已经上涨18.01%。而可转债发行市场更是表现突出:截至3月18日,可转债发行规模达1153.20亿元,而2018年全年的规模才789.74亿元。

国金证券表示,本轮转债市场上涨主要受三方面因素影响。一是正股推动,随着部分上市公司逐渐披露2018年的业绩预告,业绩表现良好的公司在股价和转债价格上均有所上涨;二是目前偏股型转债的估值水平提升明显,目前偏股型转债的转股溢价率为3.94%,处于历史上44%分位数;三是年初以来,转债市场流动性有所改善,流动性的改善在某种程度上也反映出投资者情绪的改善。

## 银行“刚需”补充资本

可转债是商业银行重要的再融资工具。根据《商业银行资本管理办法(试行)》(简称“《办法》”),可转债转股后形成的股本将会补充核心一级资本。

2018年以来,发行可转债进行再融资的银行明显增多。据中国证券报记者不完全统计,2018年至今年3月18日,已有常熟银行、江阴银行、无锡银行、吴江银行、张家港行、平安银行、中信银行、江苏银行等8家银行发行了可转债,规模合计为990亿元。而今年一季度尚未结束,就有三单银行转债发行成功,发行规模合计860亿元。但在此之前,多家准备发行可转债的银行排队超过一年。

分析人士指出,近期可谓是银行可转债发行的窗口期,一方面股市回暖,现在发行可转债成功率高;另一方面,上市银行即将披露2018年年报,上市银行需在此之前发行可转债,否则在此之后发行难度会增加。川财证券指出,从上市银行去年三季报的数据来看,目前28家上市银行中,多家股份行和城商行的核心一级资本充足率 and 一级资本充足率略高于标准1%左右,后续补充资本压力较大。

# 类REITs产品不断丰富 公募REITs基础日渐夯实

□本报记者 孙翔峰

资产证券化(ABS)产品创新持续加速,中国证券投资基金业协会此前公布的资产证券化业务备案运行情况简报(2018年)显示,2018年类REITs以及商业不动产抵押贷款(CMBS)产品快速增长,其中共备案通过类REITs产品16只,同比增长14.29%;备案规模290.97亿元,同比增长5.52%。

业内人士认为,类REITs产品规模提升,机构投资者对于核心城市的不动产日益关注,REITs市场的底层资产越发成熟。此外,类REITs设计经验与尝试为公募REITs积累了交易结构与商业经验,有助于我国尽早推出公募REITs产品。

## 正面因素累积

业内人士表示,当前,有利于REITs市场发展的正面因素不断累积。一方面,市场利率逐步下降,信用利差收窄,投资者预期下行,这有利于REITs潜在需求的培育。同时,资产增值预期下降,则有利于REITs产品潜在供给的扩大。

有券商人士对中国证券报记者表示,最近,核心城市商办物业市场大宗交易越发频繁,这也说明机构投资者对于核心城市的不动产日益关注,REITs市场的底层资产越发成熟。

类REITs在调控财务杠杆、优化损益表现、拓宽融资渠道、控制融资成本等财务领域的重要价值被市场逐步挖掘,成为现阶段国内企业及金融机构开展类REITs操作的主要目的。

渤海汇金证券资产管理有限公司董事总经理李耀光对记者介绍,REITs的财务价值在类REITs初期以调控财务杠杆、优化损益表现为主,产品种类以过户型类REITs为代表。通过收购行为将基础物业买入基金,实现物业资产从原始持有人财务报表的出表,同时偿还基础物业对应的债务,或者带债收购,降低企业资产负债率,而资产出售行为本身可以为企业实现资产处置损益或股权投资收益,优化损益表。

## 公募REITs呼声渐高

公募REITs一直是资产证券化行业从业者最关心的话题之一,国内各方也在努力推动公募REITs产品的登场。2019年2月,全国政协委员、中国证监会原主席肖钢在《清华商业评论》上发表署名课题文章中指出:“目前,中国推动公募REITs已具备较好的基础。2015年以来,国家政策也多次明确支持。截至2018年6月底,中国香港、新加坡市场分别有5只、11只REITs共持有76处中国境内物业,已发行的境外REITs资产收益表现良好。”

中国证券投资基金业协会秘书长陈春艳此前表示:“未来内地可以在某些领域先对REITs进行试点,采取循序渐进的方式推动REITs发展。”

李耀光表示,类REITs等产品的大量增加,代表了市场对于我国推出国外成熟市场标准REITs的深深期待和殷切盼望,相关产品也为公募REITs的推出奠定了良好的基础。

李耀光认为,首先,类REITs的设计经验与尝试为REITs积累了交易结构与商业经验。经过监管部门和市场机构的共同努力,虽然境内还没有完全符合国际标准的REITs,但已经逐步形成了稳定且较为完善的法律交易结构,通过双SPV架构实现了商业地产价值的份额化、证券化,为REITs的发展奠定很好的理论基础和法律结构基础。

同时,类REITs为REITs的发行积累了非常宝贵的商业经验。在产品设计领域,通过产品结构的设计,实现了REITs的商业模式实现,实现了NOI、FFO测算与期间收益分配逻辑,并在当前税制与法规环境下创设了商业有效的交易架构。在此基础上,随着类REITs产品的阶梯式创新,国际商业地产领域与REITs相关的商业模式逐步在中国境内落地。未来国内商业地产的发展模式可能会在经历了企业表内循环、PERE+类REITs之后,走向PERE+REITs。