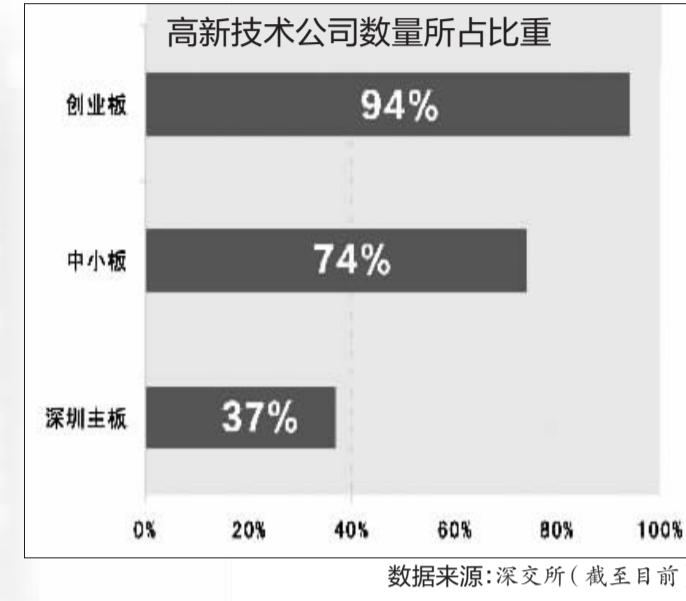
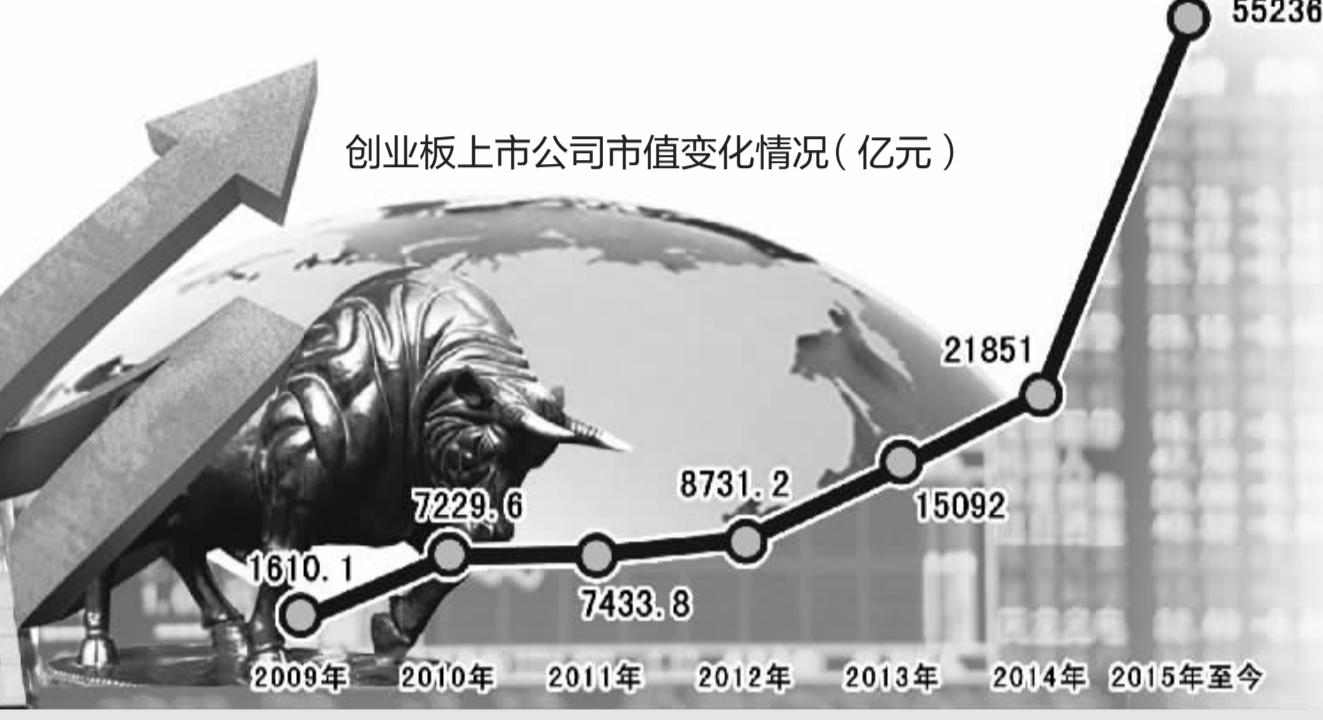


提升创业板包容性 建设跨境金融基础设施 深交所创新开放双向发力

□本报记者 张莉

从市场融资规模的扩大、新金融产品的层出不穷再到整体市值的攀升,2015年深圳市场的成长令各方感到惊艳。退市制度的落实、早间信披制的推出、指数熔断机制的引入等一系列改革措施令深圳市场的运行更为稳定和健康。市场预计,注册制、创业板改革深化等将成为明年深圳证券市场的“亮点”。与此同时,中小创公司高估值风险、创业板包容性不足、再融资制度效率等问题也有待进一步完善。

此外,机构对深港通启动预期升温。深交所相关人士表示,深港通方案已经准备就绪,下一步交易所将推动深港通落地和基金通落实,推动跨境并购,完善深港基金互认,建设跨境金融基础设施。



深交所探路资产证券化

□本报记者 张莉

尽管股指经历了一段时间的动荡,但今年全市场的融资创新仍出现不少令人印象深刻的新案例。仅从深圳市场而言,从首只类REITs的封闭式基金推出到优先股推出,从券商永续次级债券的挂牌到各类特色资产证券化产品的出现,各方创新产品的推出也打通了中小企业多元化的融资渠道。

当前深圳市场资产证券化的标的非常灵活,包括污水处理、棚户区改造、高速公路收费,再到用电的收益权,种类多样,探索的新产品模式非常多元化。券商人士指出,场外市场已经成为我国资产证券化产品发行的最主要市场,下一步可以做大标准化资产类型的证券化产品规模、提高二级市场流动性来促进资产证券化的发展。

特色创新不断涌现

今年以来,深圳市场出现了多只首单创新的产品。仅从REITs产品而言,日前,由招商证券主导的“招商创融-天虹商场(002419)(一期)资产支持专项计划”发行,这被视为国内首单国有不动产REITs(房地产信托投资基金)项目落地,也为国企混改探索出一个全新模式。9月30日,国内首只公募REITs基金即鹏华前海万科REITs基金在深交所挂牌上市,通过投资于目标公司股权获取前海企业公馆项目的物业租金收益,为企业提供了创新型融资渠道。

与此同时,12月9日,中小板上市公司宁波银行2015年非公开发行优先股在深交所正式挂牌转让,发行规模为485亿元,这是自国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》以来首只在深交所成功发行并挂牌转让的优先股,优先股的推出,对商业银行融资创新和多层次资本市场建设具有重要意义。

此外,今年深交所的其他创新产品的推出也颇具特点,比如国投瑞银白银LOF的上市填补了场内基金跟踪商品期货指数的空白,为投资者提供了投资贵金属抵抗通胀的新渠道;国信证券于2015年完成证券公司永续次级债券的发行并在深交所挂牌,标志着券商对新型资本补充工具的探索取得积极成果;可交换公司债券业务的正式启动标志着股债结合创新投融资工具的新发展。

证券化产品更丰富

除了基金产品和债券产品等方面的产品创新之外,深圳市场在创新资产证券化产品方面的成熟度也在提高,基础资产范围不断拓宽,特色创新产品研发提速。

据深交所介绍,今年以来,深交所推出备案制下首只支持保障房建设资产证券化项目扬州保障房;助力“互联网+”背景下的电子商务金融创新,推动京东白条应收账款专项计划发行挂牌;落实证监会对于拓宽证券公司融资渠道要求,积极推进以融资融券债权和股票质押回购债权为基础资产的资产证券化,论证完成招商证券、广发证券融资融券债权项目及招商证券股票质押回购项目;支持与贸易金融领域相关的存量资产证券化,论证并陆续发行民生银行安驰项目;继续探索和尝试不动产资产证券化,完成苏宁云创资产支持专项计划的挂牌和天虹商场一期的论证发行工作等。

与此同时,深圳市场结合市场需求,借助外部咨询专家工作机制,不断拓宽基础资产选择范围,研究推出影院票房收入、物业费、汽车租赁、个人消费金融等领域资产证券化产品,引导资金配置实体经济重要领域,服务中小微企业融资。

某券商债券融资部相关负责人认为,目前交易所市场的资产证券化产品,即通过券商资管和基金子公司专项计划发行“企业资产证券化”产品分别是在上交所固定收益平台和深交所综合协议交易平台开展,其带有场内市场也带有场外交易的特点。为了促进市场的持续深入发展,信贷资产证券化、企业资产证券化均可以从“信息披露+标准化”入手,做大标准化资产类型的证券化产品规模,预计未来资产证券化市场的空间巨大,产品模式也会持续创新。



中小创估值高企 机构精选优质标的

□本报记者 张莉

近期,在注册制推出加快和深港通启动预期强烈的背景下,市场对高估值的中小创板块个股担忧情绪浓厚。从二级市场来看,不少中小创股票的调整幅度相对较猛烈,投资者对中小创股票估值风险的讨论再次热烈。

尽管资金并不回避中小创高估值的风险,不少机构短期进行了适度减仓,但它们仍对于中小创股票的市场空间较乐观。多数券商基金机构认为,中小创股票短期调整是为酝酿明年的行情。尽管负面因素较多,但从公司成长、市场空间等角度思考,优质成长股未来仍存在很多投资机会。

注册制改变投资逻辑

近期,由于利空因素叠加以及技术回调需求,中小创股票高估值风险开始逐渐显现。有私募机构人士表示,从11月中旬开始,不少中小创股票,尤其是市值较小、主题性强的个股涨幅过快,股票估值明显偏高。无论是从内生增长的角度分析,还是主题概念包装的想象空间来看,都无法对冲股票的高估值风险,这也令中小创股票陷入垃圾炒作的时间。

分析人士指出,未来注册制推出以后,可能会改变此前中小创股票的投资逻辑。一方面,注册制推出以后,成长的内涵将有调整,资金会更看重企业的成长性,降低外延并购带来的成长的预期权重。另一方面,对于企业的估值将出现一定变化,市盈率对更多企业将不适用,需要考虑新估值方式,如市销率、盈利模式等。此外,投资时点选择会有变化,注册制施行后,监管会更加严格,公司股价对于公司业绩、并购重组等重大事件的反应节奏会出现变化。

机构长期看好中小创

值得注意的是,尽管市场各方对近期中小创股票的估值风险有所警惕,但从中长期来看,新兴成长行业仍被持续看好。这是因为中小创股票兼具业绩与题材,经历过调整的优质个股,更值得投资者挖掘与布局。不少机构资金仍在深挖中小创股票并做后续布局。在这些机构看来,在慢牛行情的背景下,代表新兴产业的中小创股票机会仍然很多,市场风格并不会立马切换回大盘蓝筹股。

从资金性质上看,增量资金持续入场,代表新兴产业的中小创股对资金吸引力非常大。保险机构方面的人士指出,中小保险机构在对中小板和创业板个股的调研方面热度普遍强于主板,在对环保、医药、房地产、新材料、IT等新兴产业领域成长股的关注上兴趣明显,以谋求超额收益的机会。与此同时,不少短线资金对主题机会的炒作热情并未减弱,在主题轮换和活跃的行情下,中小创股票的“赚钱效应”可能再度显现。

此外,从基金公司角度来看,尽管意识到估值风险,但不少基金并不打算回避投资中小创板块。景顺长城优势基金表示,创业板的确存在一定泡沫,短期市场震荡是难免的。如果单纯从估值来看,许多公司已经不具备投资吸引力,但如果从业务前景发展、市场空间和管理层执行力来看,仍有很多值得投资的公司。华润元大基金认为,新兴产业仍是市场的领头羊,短期波动调整后,坚定看好中小板和创业板的表现。

中小创快速成长 新兴产业融资活跃

“首家B股转A案例出现”、“首单类REITs的封闭式基金落地”、“首只优先股挂牌转让”……回顾2015年,深圳市场在规模不断扩大的基础上,见证了多项金融创新的“第一”,而新兴产业企业资源的集聚、融资规模的不断攀升、融资工具多样化也令其成为机构活跃、上市公司实现高速增长的“梦工厂”。

2015年是中小板运行的第十一年,创业板运行的第六年,创新型公司的高速增长、股权激励的大范围推行、新并购机会的出现都成为这个时期深圳市场快速发展的主要特点。深交所方面的数据显示,截至2015年12月10日,中小板共有770家上市公司,2015年中小板融资规模达到2215.87亿元;创业板共有486家上市公司,2015年创业板融资规模达到1293.56亿元。

由于资金追捧和经济转型加速,今年以来,中小创上市公司获得了前所未有的市场关注度,新兴产业的成长性也令中小创企业始终是市场的“宠儿”。“中小创市场新型企业的高成长逻辑,主要建立在高强度的研发投入上,而这也支持了一批实力较强的企业业绩高速增长。尽管高估值风险的隐忧一直存在,但市场普遍对它们的成长空间预期乐观。”一位私募人士表示。据悉,创业板公司研发支出占营业收入比例长期保

持在5%以上,七成以上公司拥有自主研发核心能力,毛利率长期维持在35%左右,高于市场平均水平。

除了企业高成长特性之外,并购重组活跃、产业外延式扩张加快也成为今年深市发展的主要特点。截至2015年11月底,298家公司推出了重大资产重组方案,完成171单,涉及交易金额2647亿元,其中既有上市公司借助并购成功实现产业转型,也有公司借助并购重组解决历史遗留问题。“招商局即将通过换股吸收合并招商地产实现整体上市,同步解决招商地产的B股遗留问题,是深市实现首家B转A的案例。而在这个过程中,企业通过定向增发引入战略投资者和员工持股,也是国企混改的一个新方向。”据知情人士分析。

值得注意的是,深市上市公司并购重组方案设计频频出现创新。如在支付方式方面,一改单一的现金或股份支付方式,充分利用配套融资政策实现现金与股份结合支付对价;在重组方式方面,有公司通过资产置换、资产剥离等方式实施重组,促成了更多并购交易得以成功实施。另据了解,曾有58家公司通过引入延长业绩承诺期、股份补偿与现金补偿相结合、超额业绩补偿等条款来降低交易和投资风险;在交易程序方面,有上市公司大股东先行收购海外资产再注入上市公司,成为上市公司海外收购新途径。

提升市场包容性 创业板改革料深化

今年,由于大盘指数巨幅震荡令现有的交易制度和市场风险承受能力受到挑战,证券市场的制度建设也在跌宕起伏中摸清问题,有针对性地对规则进行完善。对深圳市场而言,交易制度的完善和市场运行稳定机制的建设自然成为今年的重头戏之一。

据深交所人士介绍,在交易制度建设方面,今年主要有四个方向的内容,包括研究引入指数熔断机制并修订交易规则,完善市场价格稳定机制;探索实施两融逆周期调节机制,调整融资业务杠杆水平;研究制定程序化交易管理规则,规范程序化交易行为;在部分基金品种上实施T+0当日回转交易,扩大T+0交易品种的范围。“实际上,在公司监管方面,交易所推出了早间及非交易日信息披露机制、行业信息披露指引、上市公司信披简明展示、董秘信披手册编发等一系列新信披监管机制,提升市场透明度。”上述人士表示。

值得注意的是,扩大创业板市场包容性、允许未盈利企业上市以及中概股回归等问题一直是市场热议的话题,而在注册制改革进程加速、新三板转板试点推进的情况下,创业板改革如何深化也成为未来深圳证券市场制度框架搭建过程中亟需解决的问题。

针对互联网亏损企业及VIE架构企业在创业板上市,尽管制度改革布局和市场讨论历时已久,但相关细则和框架迟

迟没有落地,令各方对此充满疑虑。“如果创新的内涵延伸到自主创新,对创业方面支持还不够,未来可能考虑做分层,在发行条件上进行调整,使用其他指标来吸引互联网科技型企业的上市以及海外上市公司回归。”深交所创业板公司部相关负责人表示。

据深交所方面此前透露,未来创业板将会设置差异化的上市条件,淡化以盈利为单一指标的估值理念,更加贴近新兴产业的发展规律和现实需求。例如,通过增设一套营业收入规模的指标和一套市值指标,适应目前尚未盈利但具有较大发展前景、投资者认可其价值的企业上市;设立创业板专门层次,也为中概股回归提供快速上市渠道。同时也在研究目前在海外上市的企业拆除VIE相关问题,迎接红筹企业回归。

对于明年深圳资本市场整体布局,深交所方面人士透露,将落实股票和债券发行交易制度改革,加快深市主板、中小企业板和创业板市场建设;扩大债券发行主体范围,推进高收益债券及股债相结合的融资方式。拓宽资产证券化产品服务领域。在深化创业板改革方面,优化准入机制,设立创业板专门层次,支持科技创新、互联网及特殊股权架构企业上市,研究推进新三板向创业板转板试点,推动并购重组市场化进程,推进放宽股权激励限制,持续完善再融资制度。

深港通预期强烈 未来双向开放可期

展望未来,深港通的启动将成为深圳证券市场对外开放的重大事件,市场各方对深港通预期趋于强烈。监管部门近期透露,当前深港通的方案和技术已经准备就绪。券商机构预计,2016年深港通开通概率很大,其推出的最近时间可能在明年上半年,具体时间表可能在近期公布。“等A股和港股市场走势平稳后,深港通就可能推出。”

据了解,尽管时间表尚未确定,机构及市场资金对深港通启动后带来的机会已经开始提前布局。数据显示,截至12月10日,已成立的“沪港深基金”有7只,而已经上报或已经获批待发的以沪港深或沪深港为主题的基金共有36只,公募基金密集发行沪港深基金的趋势明显。

分析人士指出,无论是去年末开通的沪港通还是即将开通的深港通,都是资本市场对外开放和国际化的重要举措,未来资本市场可能会逐步放开与海外交易所的互通。同时,伴随着人民币国际化和在资本项目下可自由兑换的推进,以及未来A股纳入MSCI,中国在金融领域的改革进程将不断加快。

实际上,除了未来将启动深港通之外,深圳证券市场推进

跨境金融的力度也在不断提升。以基金产品创新为例,今年5月首只跨时区ETF产品——广发纳指100ETF正式发行。该基金产品采用RTGS申购模式,实现了交易和申赎“双T+0”,跟踪的纳斯达克100指数具有高科技、高成长的特点,科技和医疗保健题材占比超过80%,涵盖苹果、微软、英特尔、百度等知名公司,将深交所乐富基金市场的投资标的拓展到美国股票市场。“当下深交所大力打造基金超市,深交所基金市场将建设成为重要的全球资产配置平台和交易平台,接下来发展跨境基金将作为交易所未来推进资本市场开放的重要工作之一。”据深交所相关人士表示。

数据显示,2013年以来深市实施重大境外并购、资产重组共45单,涉及金额844亿元,已推出2只跨境ETF,4只跨境分级基金和18只跨境LOF产品等。为扩大金融双向开放,深圳市场加快建设前海跨境综合平台,推进离岸人民币债券境内发行、交易结算、质押融资、衍生品开发合作。上述交易所方面人士表示,下一步将继续推动资本市场双向开放,包括推动深港通落地、落实基金通、推动跨境并购,便利企业跨境经营融资;同时,完善深港基金互认,建设跨境金融基础设施。