

# 私募可交换债违约风险隐现

□本报记者 高改芳

2015年发行量“井喷”的私募可交换债,2018年开始进入兑付高峰期。据Wind数据,截至10月12日,市场上存续的可交债大约有133只。其中,评级为A以上的私募可交换债有33只,评级为B的有4只,其余的没有评级。

业内人士表示,存续的可交债信用风险看似较小,但大部分公司处于弱信用水平,如果经济环境和资金供给出现较大负面变化,是可能违约的,违约率粗略估算在10%左右。

## 减持为了还债

10月15日,顾家家居与喜临门双双发布公告称,喜临门控股股东——华易投资拟以每股不低于15.2元/股的价格向顾家家居转让其所持有的不低于9081.73万股喜临门股票,交易总价不低于13.8亿元。交易完成后,顾家家居将持有喜临门不低于23%的股权,成为喜临门公司的第一大股东,从而可能导致喜临门控股股东及实际控制人变更。

这次交易是A股市场上少见的、存在同业竞争关系的上市公司直接收购另一家上市公司控制权的案例。而股权转让背后的原因更值得关注。华易投资于2016年发行了4期私募可交换债(简称“私募可交债”),累计金额10亿元,将于2019年陆续到期。业内人士认为,囿于转股价与公司当前股价明显倒挂,债务重压的喜临门大股东不得不转让控股权。

继向顾家家居转让23%的股权后,喜临门10月17日再度公告称,公司控股股东华易投资对2016年非公开发行可交换公司债券第二期、第三期、第四期分别追加32.5万股、96.5万股、129万股喜临门A股股票作为担保及信托财产,合计追加股数258万股。

分析人士指出,此举说明华易投资前几年的高杠杆融资已经难以维继。华易投资最终可能“清空”所持喜临门股份。

喜临门的负债率在行业内一直较高。相关数据显示,喜临门的资产负债率在2013年末、2014年末和2015年末分别为27.32%、42.18%和58.45%。同时,近三年流动比率分别为1.87、1.08和0.87。而且,负债主要集中在短期债务,流动比率持续减小,公司的偿债压力渐增。

业内人士称,早在2014年即有消息称喜临门集团可能牵涉巨额民间借贷。当时,绍兴知名的纺织企业浙江越红纺织控股集团有限公司(简称“越红控股”)因经营不善致资金

链受困,濒临破产。在越红控股的担保圈中,金额最大的是喜临门控股集团,担保额达到10亿元。同时,越红控股为喜临门集团担保11亿元。

喜临门控股集团与上市公司喜临门的法定代表人均为陈阿裕。陈阿裕持有喜临门控股集团90%股份,同时直接持有上市公司1.07%股份,以及华易投资80%股份。华易投资为喜临门的控股股东,持有上市公司35.71%股份。可见,陈阿裕是喜临门控股、喜临门以及华易投资的实际控制人。

某信托公司固收部负责人郭羽(化名)介绍,发行私募可交换债对上市公司大股东可谓

“有百利而无一害”。假如大股东有10亿元市值股票,那么他最多可以发行10亿元规模的私募可交换债,0.7~1.0的质押率远高于股票质押式回购的规模。而且,即便是处于限售期的股份也不受影响。最重要的是发行流程简单,门槛低,3个月就能完成发行。即便是把手里的股票全部质押出去,大股东对上市公司的控制权还在,还能继续通过借贷、发债等募集资金。此外,大股东发债融资后的资金去向也无人追究。

## 规模迅速扩张

私募可交换债,简而言之是上市公司股东用所持股票做质押、非公开发行的债券,一般期限为3年至5年。通常约定半年后投资者可将债券换为股份,换股价格通常为不低于前1个/前20个交易日均价的90%。如果股价下跌,投资者不愿意换股,就可以持有债券到期,收回本息。

和喜临门一样,想通过发行可交债把财务杠杆用足的上市公司不在少数。2015年私募可交换债总规模不过142亿元。2016年这一规模迅速膨胀至580亿元,2017年则累计发行718亿元。

早在2016年下半年,可交债如日中天的时候,郭羽就觉得这可能在日后给某些企业埋下债务高筑的隐患。

郭羽介绍,当时很多中小板、创业板上市公司希望发行可交债。这些公司大多缺乏稳健的经营和比较可靠的财务实力,主要凭借概念和包装,在2015年的大行情中股价得到大幅拉升,市值虚高。这些公司投

融资随意性较高,缺乏财务约束,不仅对外贷款、发债,其主要股东还普遍将持有股票进行质押回购套现,当然,相对于质押回购更优惠的私募可交债,则成了他们更优的选项。

“像这样的公司发债后,实际控制人就已

经套现成功。但接下来控股股东仍拥有控制权:想继续搞企业,可以继续投入;不想干了,可以把公司股权转让给别人,钱都不用还了,甩手走人。”郭羽颇为担忧地表示。

郭羽介绍,此前市场上发行的可交债大致分为两部分:一部分是国资背景上市公司大股东发行的,这部分占比大约30%;剩余70%是中小微民营企业大股东发行的。正是可交债的某些特性造成了目前这种局面。

首先是质押率高,比如大股东手里有10亿元市值股票,那么他大致可以发行7亿~9亿元规模的可交债。即便是持有处于限售期的股票也能发行可交债,其次是票息低,可交债的票息在2.5%~9%之间,相比于券商的股权质

## 违约比例或达10%

让可交债的风险进一步积累的是,债券发行过程中的“行规”:尽管可交债的票息表面上看大约在4.8%~5.9%,但实际上可能是这个水平的翻番,在8%~12%之间。

“这种情况不单是可交债发行时存在的,应该说是债市里比较普遍的。因为可交债发行主体的高负债率,使得问题显得更加严重。”某券商固收部投资经理赵明(化名)指出,“因为是私募性质,可交债的投资人和发行方都要私下谈好的。假如大股东想发10亿元的可交债,通常投资人会要求大股东以自有资金5亿元做‘劣后’。”

2016年前后,有些可交债的投资资金是通过各地金融资产交易所,即所谓“四板市场”募集的。这些机构给投资人的承诺回报在8%左右。而包括可交债在内的私募债违约率大约在4%,也就是说,这些机构的收费要在4%以上才能覆盖成本。如果再考虑保荐人的

奖金、提成,有些可交债的最终成本可能高达15%以上。

赵明介绍,即使看到了风险,大多数券商等中介机构由于拿不到更好的项目,因此乐于承销这种高风险的私募债。他说:“可交债还算是评级比较高的债券,因为发行主体是上市公司。通常情况下,如果发行主体的评级是A-,那么他发行的可交债就是A,即升半级。可见,市场还是比较认可的。”

可交债最终被第三方理财公司的高净值客户、私募基金投资人、各地四板市场投资人等购买。不少私募机构对可交债一直较为追捧。2017年6月12日,深圳瀚信资产成立了一只私募产品,在中国证券投资基金管理协会登记备案的名称为“瀚信可交债一号私募证券投资基金”。2016年12月23日,迎驾贡酒与北京恒天财富投资达成协议,出资5037万元,认购“恒天稳泓可交转换债

私募投资基金”。

不过,看了目前存续的可交债,郭羽还是松了一口气。“我当时担心的几个发债主体最终没能发行成功。可见,无论市场还是监管,都还是对风险有所察觉的。”他说。

2016年券商保荐的私募可交债要远远多于最终发行成功的。“最终发出来的,信用质量有提升,但也不是资质特别强,属于中等水平。信用风险有,但较小。不过,大部分公司处于一个弱信用水平,如果经济环境和资金供给出现较大负面变化,是可能违约的。只是目前为止暂时还没有普遍违约。”郭羽说,“我估计最终违约的比例能达到10%,虽然远低于我之前想象的水平,但就绝对数而言,这已经是一个很高的水平了。”

郭羽担心的是,在大股东股权质押融资的“警报”尚未解除之时,可交债的风险则随时有可能暴露。

## 集合资管产品规模持续下降

□本报记者 高改芳

金融监管全面从严以来,证券期货经营机构的非标业务、资金池业务受限较多,集合资管产品规模持续下降。而且,凯迪生态、东方金钰、哈工大等企业先后违约,资管产品逾期事件集中爆发,引起市场广泛关注。业内人士预计,未来一段时期内资管规模仍将继续下降。

### 全线收缩

据益金融信托研究院数据,2018年三季度集合产品的发行数量和成立数量均保持回暖迹象,但产品的平均发行规模和平均成立规模有不同程度的下滑。截至9月30日,前三季度共有64家信托公司累计发行集合信托产品10132款,同比增长33.23%,发行规模为1.54万亿元,同比下降15.05%;成立市场方面,前三季度共有60家信托公司累计成立集合信托产品8412款,成立规模为1.16万亿元,同比下滑27.69%。

益金融信托研究院称,信托公司已逐步适应资管新规的要求,对信托业务的调整已有初步的效果,信托产品的投放更加积极。但受制于宏观经济下行以及外部环境变化,投资风险暴露,资金端缺口比较大。相较于去年同期,前三季度产品的平均募资规模出现较大幅度的下滑,集合产品的资金募集愈发困难。

房地产类信托产品是前三季度表现较好的信托产品,从发行数量、资金募集规模以及产品收益上具有良好的表现。业内人士指出,在融资渠道收紧

下,信托融资成为房企的“救命稻草”,融资规模猛增,收益率大幅攀升。但随着房地产市场的遇冷,该类产品的高增长不可持续。

基金子公司产品成立数量与规模自2017年四季度的高点持续下滑。2018年三季度,基金子公司共

成立资管计划178款,较上季度减少44款,与去年同期相比减少151款;募集资金规模258.26亿元,环比减少了14.43%,与去年同期相比下滑49.34%。

2018年8月,证券公司资管业务管理资产规模为14.22万亿元,较年初下降2.32万亿元,“去通道”效果明显。

### 违约增加

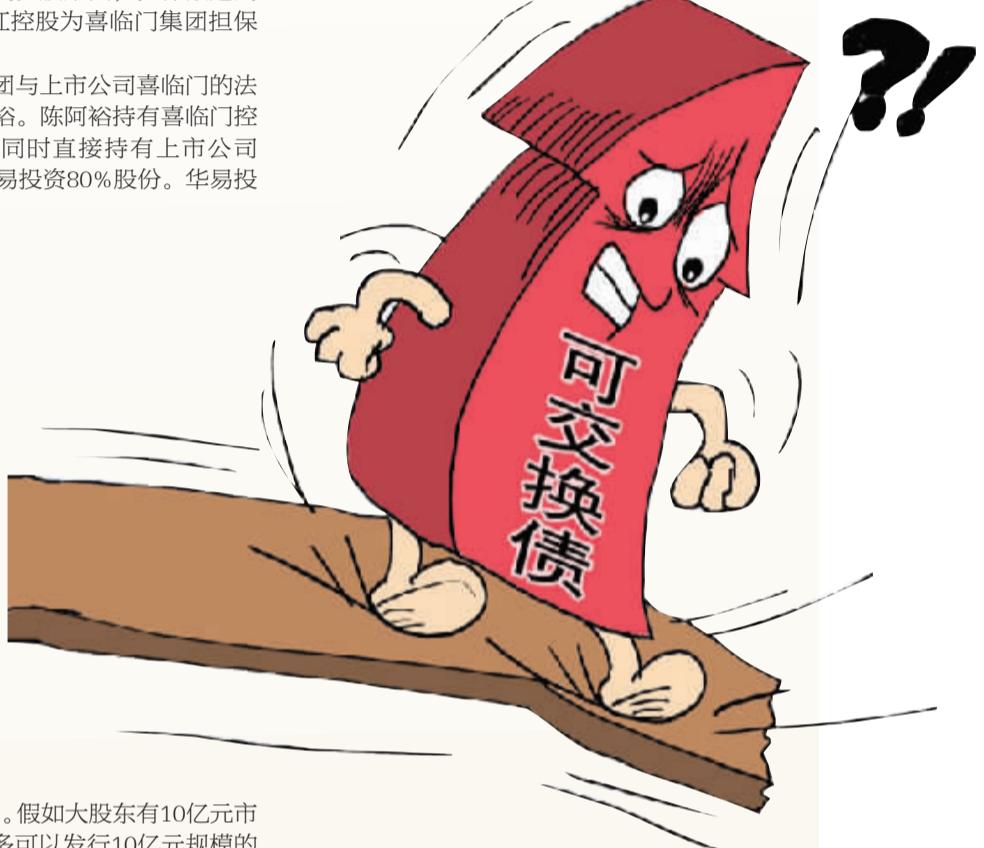
今年4月27日发布的资管新规要求“如果资管产品不能如期兑付或出现兑付困难时,资管产品的发行人或管理者既不能自筹资金偿付,也不能找其他机构垫资代偿”,刚性兑付正式打破。

资管新规发布后,凯迪生态、东方金钰、哈工大等企业先后违约,资管产品逾期事件集中爆发,引起市场广泛关注。据不完全统计,截至9月30日,2018年新增37款资管产品逾期,涉及违约主体19家,违约金额71.61亿元。

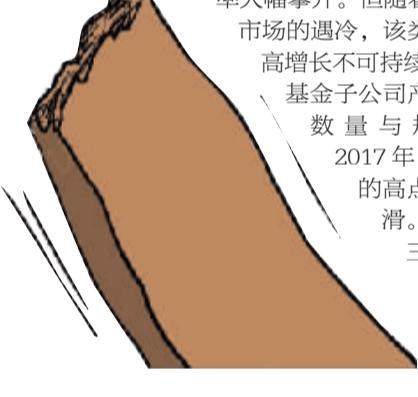
益金融信托研究院指出,资管产品违约呈现以下几个特征:首先,部分民营企业集中违约,在19家违约主体中,民营企业13家,占比68.4%,民企违约金额合计50.8亿元,占比70.7%;其次,管理人多为中小资管机构,在今年新增违约资管产品中,国盛资管、大通资管、大同证券、联储证券分别有7、6、5、5款产品违约;三是违约主体资产负债率较高,且依赖非标等表外非正规融资渠道融资,该类企业融资渠道较为脆弱,在金融防风险、去杠杆政策导向下,流动性压力增大,违约风险逐渐暴露。

资管产品发生违约的根本原因是融资企业经营状况恶化,现金流紧张,产品在到期兑付时企业无法按时还本付息。其逻辑也较为简单,企业盈利恶化或者变现能力恶化导致现金流收缩,无法覆盖债务带来的财务费用增加,最终因流动性枯竭导致企业违约。

融资企业激进扩张也是资管产品违约的原因之一。企业激进扩张带来的直接影响是投资现金流的巨大流出,一旦原本主业的经营现金流不及预期或者新投资领域的回报率未达到要求,即可能引发内部流动性问题。



视觉中国图片



## 债券评级A以上的私募可交债

代码	名称	发行人	主体评级	债券评级
117041.SZ	16本钢02	本溪钢铁	AA+	AAA
117040.SZ	16苏协01	江苏协鑫	AA	AA
117028.SZ	16本钢01	本溪钢铁	AA+	AAA
117016.SZ	16华泰01	合肥华泰	AA	AA
117065.SZ	16苏协E3	江苏协鑫	AA	AA
117055.SZ	16苏协E2	江苏协鑫	AA	AA
117054.SZ	16本钢E3	本溪钢铁	AA+	AAA
117072.SZ	17永强E1	永强投资	AA-	AA
117094.SZ	17首钢E2	首钢	AAA	AAA
137009.SH	16远02EB	远东控股	AA-	AA-
117107.SZ	17龙跃E2	龙跃集团	AA-	AA-
117088.SZ	17宝德E2	宝德控股	AA	AA
117087.SZ	17宝德E1	宝德控股	AA	AA
117083.SZ	17首钢E1	首钢	AAA	AAA
117060.SZ	16本钢E4	本溪钢铁	AA+	AAA
117108.SZ	17龙跃E1	龙跃集团	AA-	AA-
137008.SH	16远01EB	远东控股	AA-	AA-
137060.SH	18广EB01	广汇集团	AA+	AA+
117116.SZ	18中鼎E1	中鼎集团	AA	AA+
117115.SZ	18郑公EB	郑州公用	AA+	AA+
137031.SH	17盛EB02	盛屯集团	AA	AA
137029.SH	17盛EB01	盛屯集团	AA	AA
137028.SH	17新华EB	新华都	AA	AA+
137019.SH	16莱钢EB	莱钢集团	AA+	AA+
137015.SH	16包集EB	包钢集团	AA+	AA+
137013.SH	16体EB02	一休集团	AA-	AA-
137012.SH	16体EB01	一休集团	AA-	AA-
137065.SH	18立业EB	立业集团	AA	AA+
137053.SH	17云投EB	云南能投	AAA	AAA
137051.SH	17正集EB	正泰集团	AA+	AA+
137032.SH	17阳煤EB	阳煤集团	AAA	AAA
137049.SH	17版01EB	安徽出版集团	AA+	AA+
137047.SH	17中交EB	中交集团	AAA	AAA

截至日期:2018年10月12日

数据来源:Wind 制表:高改芳