

重庆文资：发挥多类融资工具的互补优势

□□ 本报记者 李婧

首次债券类型：中期票据
规模：6亿元
时间：2011年
期限：5年
名称：重庆市国有文化资产经营管理有限责任公司2011年度第一期中期票据
承销商：国家开发银行

近年来，在债券市场上，发债能力较强的文化企业集中在文化休闲娱乐服务（含旅游业）、广播电视电影服务、新闻出版发行服务三大板块。以2013年为例，这三大领域的企业在债券市场的融资数量分别达到29起、11起和7起，分别占到总数的55.77%、21.15%和13.46%。

但是，与这些优势集中于某一板块的企业不同，重庆国有文化资产经营管理有限责任公司（以下简称“重庆文资公司”）是一家国有的全产业链企业，这种独特的管理方式为其在债券市场上融资带来哪些优势，又遇到哪些问题？记者专访了重庆文资公司财务中心主任刘新。

正在申请超短期融资券

重庆文资公司成立于2005年，由

重庆市政府出资组建，注册资本约17亿元。经重庆市政府授权，该公司负责监管重庆日报报业集团、重庆广播电视集团（总台）、重庆出版集团公司、重庆新华书店集团公司等文化企业。

刘新介绍，重庆文资公司一直很重视债务融资，目前已经发行过短期融资券、中期票据、企业债、定向融资工具4个品种的债券，累计发行债券55亿元。

在刘新看来，不同的融资工具在企业融资结构中发挥不同的作用，各有优缺点，要注意互补。比如，短期融资券主要用于补充企业的流动性资金需要，但偿付时间短，对偿付能力要求高。而定向融资工具的优点主要在于灵活性更高，在企业急需资金时，能够比较及时地解决困难。“中期票据和短期融资券都是公开发行，需要先注册备案，而我们没办法掌控备案和审核的时间，可能在我们认为最好的时间段发行不出来，错过了最优时机。”刘新分析，“定向票据是私募债，可以先行发行后备案，所以，我可以选择在合适的时机发行。虽然原则上定向票据的发行成本较高，但如果时间点选择的好，成本可以得到控制。”

刘新说，目前重庆文资公司正在申报发行超短期融资券，准备发行50亿元。超短期融资券是指具有法人资格、

信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的，期限在270天（9个月）以内的短期融资券。

此前，证券管理机构对于超短期融资券申报资格的管理非常严格，起初只能是国家重点央企才能申报，后来逐渐扩大到具有AAA资质的重点企业可以申报，现在这个门槛正在放开，只要是企业评级AA以上，并在公开市场上发行过3次债券以上的企业都有资格申请发行超短期融资券。

“目前，重庆文资公司的评级是AA+，而且我们已在债券市场发行过十几起债券，所以已经具备了申报资格。”刘新介绍，“对于企业来说，超短期融资券在融资方式上非常灵活，可以先融资后备案，这样我们就能非常准确地掌握发行时间。而且，可以做到资金的无缝衔接，大幅度降低流动资金贷款，我们很看好这个债种。”

刘新提示，超短期融资券的申请门槛降低后，原则上民营企业也可以申请，但是实际上由于这一债种对信用评级要求很高，所以，大多数民企可能达不到要求，这是最大的问题。另外，发行超短期融资券，要求企业之前有过至少3次发债经验，所以，体量较大、业绩突出、评级很高的民企才有机会。

发债前夯实基础数据
发债后重视数据变更

当企业具备了发债能力后，如何准备发行债券？刘新认为，首先要选择好的承销商，一个好的承销商对发行速度等方面的安排会更合理，而且承销商的能力强，也利于企业获得较好的发行价格。

此外，企业自身的配合也很重要，刘新强调，尤其在第一次发债时，企业一定要与承销商一起做好各项资料的准备工作，资料要非常规范。“因为发债后续的信息披露、数据变更等都是第一次发债的资料为基础的，如果初始资料准备工作不扎实，后面不断变更数据时就会遇到很多麻烦。企业发债后，需要不断披露经营状况，如每一个业务板块的业绩变化以及变化原因等，如果解释不清楚，会导致投资者的不信任，后果很严重。”刘新解释。

刘新说，在第一次发债成功后，她和团队发现工作远未结束，由于重庆文资公司是一家全产业链公司，涉及的业务板块非常繁杂，需要更新的数据也非常复杂。

面对这一难题，刘新和团队想出了一个办法，即把每一个业务板块都做一个相应的模板，并要求每一个板块定期

的财务报表要按照模板来汇报，如法人治理结构的变化、股权变更、重大项目情况、业务板块情况、增减原因等。

“我们也会根据交易商协会的规范要求，将其纳入到平时的资料准备监管中。基础工作扎实有很多好处，比如，我们的数据采集、分析能为评级公司的后续跟踪评级提供支撑，评级公司不需要反复地找资料。合作轻松，后续信息披露时也不会有大问题。”刘新说。

搭建融资平台 为小微企业发债

信用评级的高低对于企业发债很重要，直接影响到发债价格，企业如何能够取得较高的评级？刘新认为，企业的评级主要在于企业本身的经营情况、在行业中的位置，以及企业的财务管理结构、法人治理结构的完善程度等。但是，企业也并非完全被动地等待评级公司的结论，应在与评级公司沟通中，充分地凸显自身的优势，以数据支撑来证明优势，这为企业加分。

“以我们为例，重庆文资公司的体量很大，经营也比较稳定，但我们也有一个问题，就是盈利能力还不是太好。所以，我们当时凸显的优势是全

产业链整合，目前在市场上发债的企业很少有全产业链的企业，所以，我们这个概念在市场上比较受投资者认可。”刘新介绍。

作为国有文化资产的管理企业，重庆文资公司一直关注小微文化企业的融资问题。刘新观察到，目前中小企业发债确实比较困难，主要原因在于其信用评级不高。“另外，债务投资人和股权投资人的偏好不一样。在资本市场，投资人看重的是企业未来的盈利潜力。而在债券市场，投资者不是很看重行业，而是直接看企业。比如，同样是评级AA的企业，一家是文化企业，另一家是非文化企业，那么现在文化产业势头较好，投资者可能会选择文化企业，但是投资者不会因为文化产业的前景不错，就会选择评级低的文化企业。”刘新解释。

她介绍，目前重庆文资公司正在尝试为小微文化企业解决这一难题，该公司正在筹备通过重庆市门户网站华龙网，成立一个融资平台，为小微文化企业发债，面对的是千家万户的普通投资者。“我们要做的其实相当于P2P，但不同在于我们不需要缴纳通道费等费用，这可以帮助小微企业降低融资成本。我们还会引入国有担保公司，为企业提供增信。”刘新说。

南浔古镇：私募债为景区提质升级带来生机

□□ 本报记者 李铮

首次债券类型：中小企业私募债
规模：5000万元
时间：2012年
期限：2年
名称：12浔旅债（简称）
承销商：国信证券公司

南浔古镇，一座位于太湖之滨的美丽古镇，隶属于浙江湖州南浔区，于南宋淳祐年间（1252）建镇，距今已有七百多年。其历史积淀浓郁，文化底蕴深厚，凭借千年古桥、百年民居，豪门巨宅、经典园林，荣膺世界文化遗产、中国历史文化名镇、中国十大魅力名镇、国家AAA级旅游区等诸多美誉，被称为“江南水乡古镇封面”。

近年来，南浔旅游在古镇保护和开发方面取得了较大发展，但是与周边古镇相比，古镇旅游发展仍然相对薄弱。由于古镇同质化现象严重，水乡古镇游对周边市民的吸引力日益减弱。对于古镇的管理者浙江南浔古镇旅游发展有限公司（以下简称“南浔旅游公司”）而言，深入挖掘南浔古镇文化内涵，打造一流旅游度假地和古镇休闲旅居区，已成为南浔古镇转型升级的必然要求和现实需要。

借发债突破融资瓶颈

2012年，为了提升古镇整体水平，南浔旅游公司分别邀请康辉旅游策划公司和中国城市规划设计研究院为南浔古镇编制全新的旅游发展概念策划和城市设计方案。当设计方案即将定稿、大批项目即将集中实施时，巨大的资金压力也随之而来，而南浔当地大部分银行对南浔旅游公司却处在观望之中。

“在与银行对接的过程中，由于我们公司正处于投入建设阶段，加上旅游产业前期基础设施投入大、收益期相对滞后的特点所带来的风险，以及银监会对政府融资平台的限制性规定，制约了银行融资的顺利推进。”南浔古镇管委会相关负责人说。

当时，正赶上中国首批中小企业私募债试点发行，南浔旅游公司与主承销商国信证券公司联系后，希望能够把握这次机遇，进入全国首批备案名单中。“虽然我们是中小企业，但是我们所处的文化旅游产业在未来发展过程中优势显著，加上公司的国资背景和来自南浔区内国资公司的担保，这些都大大降低了项目的风险。”2012年6月，南浔旅游公司成功发行了第一期中小企业私

募债——证券简称“12浔旅债”，发行规模5000万元，期限为3年期（2+1模式）。资金主要用于南浔古镇景区主出入口项目以及南浔“四象八牛”中的庞家宅院和陈家宅院的维修利用。

“‘12浔旅债’募集到的资金是我们古镇保护提升和旅游发展非常重要的一笔资金，随后公司又凭借此突破了融资瓶颈，一期债资金监管银行——工商银行南浔支行很快与我们达成放贷意向，并于2013年4月一次性为古镇一期项目建设放贷1.69亿元。”相关负责人说。

随着资金的逐步到位，主出入口改造提升、亮化工程、民国风情湾、西街1899酒吧等项目相继顺利完成，也为古镇世界文化遗产地的成功创建和国家5A级旅游景区创建取得阶段性成果提供了坚实的资金基础。古镇旅游配套设施更加完善，业态更加丰富，景区品质有效提升，游客接待量明显提升。今年以来，来南浔古镇旅游的散客比例已从前几年的15%提升到了40%，去年11月份散客量更是实现70%的增长。

在一期债按时付息，公司经营情况向好的情况下，2013年，南浔旅游公司第二次发债——证券简称“13浔旅债”，发行总额1.5亿元，南浔旅游公司两年内累计募集资金2亿元。

“一期债的发行相当顺利，从主承销商的进场到一期债的发行仅用了20天，二期债发行时，面临整个市场资金紧张，投资商也越来越成熟谨慎，国信证券固定收益部相关负责人带领投资商直接来南浔古镇考察后，他们才放心投资。”南浔古镇管委会相关负责人说。

为中小微企业开通专有融资渠道

在南浔古镇管委会相关负责人看来，相比于其他融资形式，私募债具有明显的优势。

第一，发行手续简单、周期短。“12浔旅债”从开始准备发债到发行结束，仅用了20天。第二，发行门槛低。企业债、公司债等公募债券对发行主体均设有明确的净资产、净利润等方面的要求，而中小企业私募债则对发行人的财务指标、信用等级等不设明确限制。第三，发行规模不设限。由于属于非公开发行，中小企业私募债的发行规模不受“累计债券余额不得超过公司净资产的40%”或“最近3年连续盈利”“近3年平均净利润须覆盖债券一年利息”等财务指标的硬性限制，发行人可根据自身资金需求和偿债能

中小企业私募债的融资优势

审批便捷	■ 发行采用备案制，审批速度最快，在递交备案材料10个工作日内可完成备案。
发行条件宽松	■ 对净资产、盈利能力、资产负债率、资信评级尚未作出硬性要求，发行条件较为宽松。
融资规模不受限	■ 中小企业私募债以非公开方式发行，发行规模不受净资产40%的限制，发行人可根据自身业务发展需求设定合理的融资规模。
期限相对较长	■ 中小企业私募债发行期限在1年以上，相对于大多数中小微企业获得的银行流动性贷款，发行期限具有竞争力。 ■ 发行私募债是中小企业获得中长期资金的有效途径。
资金用途灵活	■ 中小企业私募债不会对募集资金进行明确约定，发行人可根据自身业务需要设定合理的募集资金用途。
成本相对较低	■ 中小企业私募债属于直接融资。 ■ 中小企业私募债发行利率尽管高于一般的企业债和公司债，但相比发行人的银行借款和信托产品，成本仍较低。 ■ 发行人可通过发行中长期品种，锁定较低成本。
宣传效果好	■ 中小企业私募债虽为非公开发行，但能够参与非公开发行的合格投资者资质均较为优良，在对项目进行推介的过程中，可有效提升企业的形象。 ■ 中小企业私募债的成功发行可显示发行人的整体实力，增加市场认可度，或可提升银行授信额度。

力决定申报规模。第四，募集资金使用灵活。中小企业私募债债券取得备案后，可一次性或分期发行，期限以2至3年为主，每年付息一次，到期一次还本，使用较为方便。此外，募集资金使用的自由度较高，对募集资金的用途无明确要求。第五，发行范围小、信息披露程度低。根据我国《证券法》，私募债券的发行对象是少数特定投资者，合计不得超过200人。信息披露的范围覆盖全体债券投资者即可，无需

向全社会公开。第六，担保方式灵活。“12浔旅债”采用了第三方信用保证方式，在很大程度上缓解了发债企业无充足实物资产抵押的困难。

“应该开到，私募债较短的债项期限，一定程度上限制了企业资金的长远安排，在项目的收益期内偿还本金难度较大。相对于银行的同期贷款，成本相对高一些，一定程度上增加了企业负担。这些是发债前，还需要充分考虑的事情。”这位负责人提醒道。

龙城旅游：“恐龙经济”背后的多元化融资体系

□□ 本报记者 李婧

首次债券类型：短期融资券
规模：5亿元
时间：2011年
期限：366天
名称：龙城旅游集团2011年度第一期短期融资券
承销商：南京银行（主承销商）

在国内旅游界，提起江苏常州的中华恐龙园，恐怕无人不知。这座在亚洲地区小有名气的综合性主题公园在20多年前，还是一片荒地。1996年，中华恐龙园抓住了原国家地质矿产部在北京之外建立博物馆保护珍贵化石的机遇，迎合美国电影《侏罗纪公园》全球走红的热潮，“无中生有”地创造出了一个以“恐龙”为主题的游乐园，在常州的湛蓝天空下勾勒出一个史前幻想世界。这个幻想世界的建造者，是常州龙城旅游控股集团有限公司（以下简称

“龙城旅游”），在其推动下，正在建设的东方盐湖城、森林生态城、创意产业城、孟河古城等让“恐龙王国”的版图不断扩大。

由于上述项目大多处于建设期，尚不能带来丰厚回报，这对企业就意味着资金压力的增加。龙城旅游如何解决融资困境？债务融资在其中发挥了什么作用？记者专访了龙城旅游副总裁王孝红。

尝试组合多种债券融资工具

龙城旅游成立于1994年，是一家由常州国家高新技术产业管理委员会全资控股的国有大型旅游文化企业，注册资本10亿元。其经营产业涉及主题公园、主题酒店、温泉休闲、文化演艺、动漫品牌运营、房地产开发等领域，培育出了中华恐龙园、恐龙谷温泉、“树立方”恐龙城大剧场等旅游品牌。

但是，龙城旅游旗下的大多数项

目现在还处于培育期或建设期，尚未产生规模效益，导致沉淀资产较多，负债比例较高，融资瓶颈问题日益突出，直接影响到企业的发展速度和后续发展能力。

“我们之前的融资渠道比较单一，主要是依靠银行贷款进行扩张，这样就使得负债连年增长。”王孝红介绍，“从2011年开始，我们开始尝试开拓新的融资渠道，从间接融资向直接融资转变，首先考虑的是在中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发债，因为交易商协会实行注册制，是市场化的工作机制，不需要行政审批，一般企业主体信用评级达到A+以上都可以注册发行债券，比较简单便捷。”

2011年，龙城旅游发行了短期融资券，发债规模达5亿元。短期融资券是指具有法人资格的企业，依照规定的条件和程序在银行间债券市场发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。一般来说，短期融资券期限不超过

1年，累计债券余额不超过企业净资产的40%。王孝红介绍，这笔债务融资主要用于置换部分银行贷款，优化了企业的融资结构。

此后，龙城旅游陆续发行过中期票据和私募债，目前已累计发行债券16亿元，其中短期融资券3亿元，中期票据8亿元，私募债5亿元。

吸引龙城旅游不断进行债务融资的原因，首先在于融资成本的降低。王孝红说：“龙城旅游在被评级机构确定为AA-时，发行了一次短期融资券，其发行成本比相应的银行贷款成本低近25%。我们是地方国企，如果是央企，这个比例还会更高，能节约的成本更多。”

另外，由于在公开市场发债，披露了企业的经营状况和财务水平，有利于提升整个企业的知名度和美誉度。王孝红发现，在发债后，企业的整个资质等级得到提升，与银行合作的谈判空间增加了，对企业与银行之间的传统信贷合作也起到了相互促进的作用。他介

绍，债务融资帮助企业解决资金难题，提高了后续经营能力。目前，龙城旅游总资产已突破100亿元，2013年，利润总额达到1亿多元，预计今年营收将增加40%左右。

做好信息披露和偿付工作

“现在直接融资的比重在我们集团融资结构中约占30%，未来我们还将继续扩大。”王孝红告诉记者，目前龙城旅游正在考虑发行永续债券，以进一步降低企业的负债率。永续债券是指没有明确的到期时间或期限非常长（一般超过30年）的债券。永续债券的投资者不能在一个确定的时间点得到本金，但可以定期取得利息。

王孝红建议，交易商协会推出的债券品种长短不一，利率也不同，如短期融资券一般适用于企业的流动性资金需求，而如果是建设周期较长的项目，应该发行中期票据等，企业应根据自身

的实际情况，在债券品种和期限结构上进行多品种融资工具的搭配使用。

王孝红认为，企业一定要重视后续管理工作，按照交易商协会的重视，及时进行信息披露，及时按期足额偿还本息，一定要注意保障企业的信用。他说：“企业发债后，需要定期在中国债券网等公开媒体上公布企业的资产负债和经营状况信息，这与上市公司信息披露类似，需要企业加强内部的法人治理结构，规范财务会计工作等。”

出于长期对常州本地中小企业发展的关注，王孝红表示，目前中小企业单独发行债券的机会确实不多，主要原因仍集中在风险问题上，投资机构对此也非常谨慎。据他观察，常州地区现在已经发行过的中小企业债券主要是由政府主导的区域集优性质的集合票据，一般是由政府背景的国资担保公司为中小企业提供增信担保，若干中小企业捆绑发债。中小企业若想争取单独发债，还需达到较大规模才有可能。