

# 全方位解读工商企业信托

■ 格上理财研究中心

## 工商企业信托定义

工商企业信托是指信托资金的用途是为生产、服务和贸易等类型企业提供并购资金、流动资金以及项目资金的信托计划，一般可采用股权、债权及夹层融资等多种方式运用信托资金。工商企业类信托在产品合规与风险控制方面可参考的监管法规和标准主要有：《流动资金贷款暂行办法》、《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》、《关于规范中长期贷款还款方式的通知》等。

工商企业通过信托公司发行产品来募集资金，信托资金用于补充借款人日常生产经营周转的流动资金需求或用于借款人固定资产投资的固定资产贷款需求。工商企业信托的增级措施包括生产设备、存货、股权等抵质押措施和第三方担保等一系列增级措施。信托到期后通常以公司经营收入作为还款本息的来源。当然，也有一类工商企业信托是用于项目融资，即贷款用途通常是用于建造一个或一组大型生产装置、基础设施、房地产项目或其他项目，该类贷款的借款人通常是为了建设、经营该项目或为该项目融资而专门组建的企业法人，因而这类资金的还款来源主要依赖于该项目产生的销售收入、补贴收入等。

工商企业信托与基础产业信托、房地产信托、金融类信托等并列，组成了当前我国主要的信托产品类型，为企业提供了一条解决短期资金需求的融资渠道。

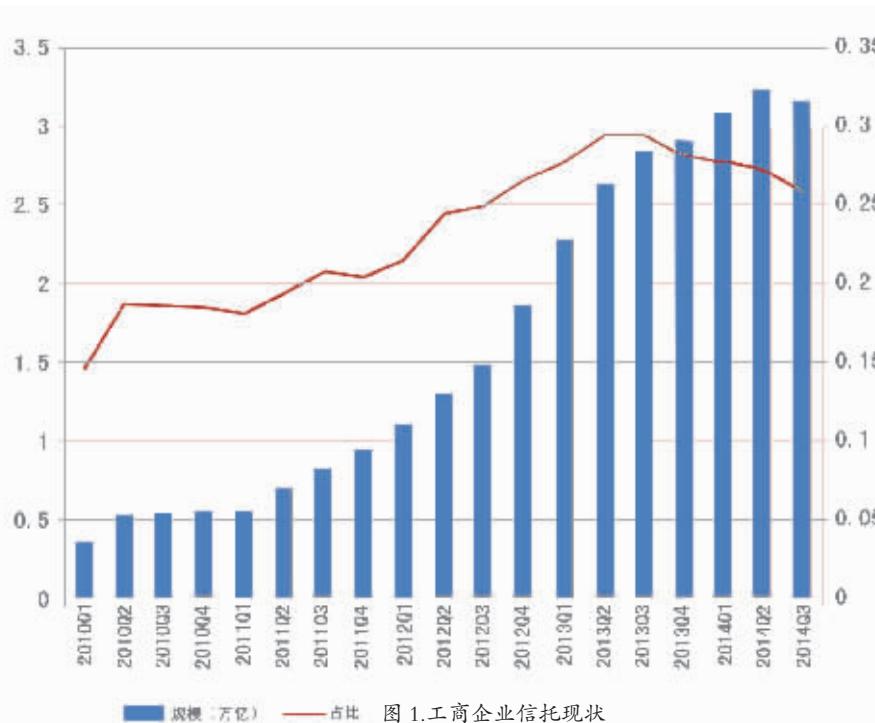
## 工商企业信托现状

根据中国信托业协会的数据显示（如图1），工商企业信托由2010年1季度的不足4千亿到2012年1季度的首次突破1万亿；再由自2012年2季度开始的占比持续第一，到2014年2季度达到顶峰的3.22万亿规模，工商企业信托发展态势良好，堪称我国资金信托的第一大配置领域。

从整体上来看，与房地产信托相比，房地产信托由于能承受较高的融资成本及业务可复制性强等优势，工商企业信托一般对成本的承受能力相对较低，因而工商企业收益率通常居中；与基础产业信托相比，基础产业信托通常背靠地方政府平台，所以工商企业信托在担保和增信方面与之无法抗衡。如图1所示，工商企业信托2014年平均收益率为9.11%，低于基础产业信托的9.22%和房地产信托的9.34%。

从月度上看，工商企业信托平均期限和平均收益率均呈上扬趋势。尽管伴随着月度平均期限的震荡上行，工商企业信托平均收益率仍稳步上升，到10月份已达9.54%，体现了工商企业信托对于实体经济的支持，获得了良好的经济反馈。

从信托拉动经济的三驾马车来看，工商企业信托2014年平均期限约为1.57年，低于基础产业信托的1.85年和房地产信托的1.83年，平均期限在三大领域中最小。但根据趋势，工商企业信托的平均期限与其他两大领域逐渐趋同。在平均收益率方面，工商企业信托波动最大。在今年4月份，工商企业信托平均收益率一度越过房地产和基础产业领域，



独占鳌头，但在今年7月份跌入谷底。随后随着经济的调整，工商企业信托平均收益率稳步推进，在今年10月份再次位居三大领域第一。由于期限最短，收益率较高，工商企业类信托备受投资者青睐。

## 工商企业信托产品案例分析

格上理财梳理两类最典型工商企业信托，贷款类和权益类工商企业信托，并各自列举一个产品进行分析。

### 贷款类工商企业信托

在贷款类信托模式下，信托公司将受托资金以贷款形式投向信托合同中约定的工商企业类项目，在信托合同中指定信托用途、期限、利率、金额及抵押物和担保等，且在信托存续期间负责信托计划的运行维护和信息披露，并到期收回信托贷款本息。

该产品（表1）为典型的贷款类工商企业信托，产品主要风险控制和增信措施是集团母公司担保和追加在建船舶抵押。产品期限为18个月，预期收益率为9.8%-10.3%。该产品的亮点在于融资方和担保方实力雄厚，为五百强民企，产品按季付息，流动性强。

该产品最大的风险是在建船舶的抵押。在建工程本身就涉及到价值评估是否准确的问题，另外若最终项目出现风险时，也存在着抵押物不好处置的问题。

其他贷款类工商企业信托需要警惕的风险有，一是融资方对资金用途的可能模糊介绍，比如仅交代用于开展贸易业务，并未详细阐述用于何种贸易业务；二是产品还款来源为融资方的贸易收入，但若遇到宏观背景相对不景气的情况下，贸易收入能否弥补融资成本有待商榷；三是在融资方实际控制人提供连带责任担保的情况下，当公司产生经营型风险时，公司实际控制人能否以一己之力挽狂澜弥补资金缺口也未可知；四是房地产企业提供担保，但与融资方无关联关系也无相同控制人的情况下，要警惕地产公司是否绕道工商企业融资，“曲线救国”实不可取。

### 权益类工商企业信托

权益类工商企业信托的资金主要用于购买经营性或准经营性项目债券、收费权、特许经营权等各类权益，项目主办人或其下属融资主体将上述权益以信托财产的形式，通过信托平台向社会投资者转让，以实现盘活项目公司存量权益性资产的目的。信托公司往往要求融资方提供到期回购该权益的承诺。

该产品（表2）为权益类收益权工商企业信托，资金主要用于受让科瑞天诚持有的上海莱士[120万]股流通股对应的股票收益权，用于补充企业流动资金。期限为12个月，预期收益率为8.8%，信用增级措施主要为流通股质押、设置警戒线及第三方连带责任担保。

该产品的风险在于增信措施之一的股票质押，其股票质押率高达到75%。股票质押的质押率，市场上通常根据股票的所在版块，基本面和当前股价给出评估，一般情况下，股票质押率为40%左右，如果此质押股票基本面较好，且有国企背景等，质押率会相应提高到60%左右，回看本产品，75%的高质押率是否合理，是否过高，需要投资者认真思考。

因此在分析产品风险上，应当对增信措

施中的质押率有合理的判断，若评估虚高则会造成风险上升。另外，需要对产品的还款来源和质押物的关系进行分析，还款来源是否和质押物密切相关。当质押物价值发生变化时，是否对项目还款来源有连带影响，造成高风险情况。投资者应尽量选择那些质押物和还款来源关联系数相对较小的产品，这样可以起到控制风险的作用。

## 如何选择工商企业类信托

关于如何选择工商企业信托，格上理财为您详细梳理以下五点。

### 一是看融资主体实力

包括融资主体的财务实力、财务结构和盈利能力。财务实力主要体现在资本实力和资产质量方面，主要关注固定资产大小及占比、无形资产大小及内容、在建工程大小及变化情况。另外需要关注总资产周转率、存货变现能力和应收账款回收难度等；财务结构方面，应重点关注财务杠杆水平，包括资产负债率，资产负债率一般不得高于60%，流动比率、速动比率、总资本化比率等，另外需关注资本结构与资产结构的匹配程度，包括长期资产适合率、公司长期借款到期日分布情况；详细了解每笔对外担保的被担保人、担保事项及担保金额，且对外担保原则上不得超过净资产；盈利能力方面，因较好的盈利能力会在一定程度上赋予企业较好的融资禀赋及选择，使其在应对财务困局时，可以通过调整项目或产品的预期盈利水平来应对困局。考察盈利能力需重点关注营业收入、利润总额、净利润的持续性和稳定性，总资产报酬率、成本控制水平等。

### 二是看风控设计

工商企业类信托产品会设计土地使用权或房产抵押、融资方股权质押、存货质押、第三方担保等措施。需要注意的是，如果有抵押物，其市场价值应是贷款本息的3倍以上，由于工商企业类信托多使用厂房、设备、存货等进行抵押，多为动态质押，需要关注存货的变现能力、价格波动、是否易储存等问题。如果有担保方，则需要关注担保法的资产实力且信用记录较好，若为担保公司，担保公司的评级需为A级以上。

三是看还款能力。由于工商企业类信托通常把融资企业的经营收入作为还款来源，因此要关注融资企业的偿债能力，即其流动资产的数量和质量以及与流动负债的比例。

在关注流动资产质量时，一般而言，需要存货质量好、变现能力强，应收账款可回收性好；如果企业流动比率小于同行业平均流动比率，或流动资产质量较差，则需要综合考虑其外部资金筹措和集团内部资金调用能力，如该能力也较差，则最好不要选择投资该产品。

四是看项目流动性。由于流动性直接关系着投资人最后预期收益实现的可能性，因而流动性风险是在投资工商企业类信托需要关注的一类风险。项目流动性主要涉及到短期流动性、长期流动性和抵押物流动性。根据经验判断，信托期间内每季度预计现金流流入均能覆盖现金流出，且在销售受到影响，现金流入较正常减少20%以上时，仍能覆盖现金流出的企业，其短期现金流较充裕，经营风险较小，此时短期流动性风险较小；若在现金流预测合理的前提下，信托本息的现金保障倍数（信托到期时企业账上的预计累计净现金流/信托本息）大于150%，则证明到期时现金流量较充裕；对于信托本息的现金保障倍数小于150%，则应重点关注融资主体是否有其他可靠资金来源；而关于抵押物的流动性，一般来说，要求抵押物需为易处置变现、流动性好的资产（如股票、房产等），抵押率（贷款本息/抵押物合理评估价值）小于等于50%，抵押物所在地对抵押物的处置无限制性规定等。

五是看市场风险。整体而言，需要关注到经济周期和产业政策。经济周期一般分为衰退、谷底、扩张和顶峰四个阶段。扩张和顶峰阶段市场需求旺盛，商品畅销，企业处于较为宽松有利的外部环境中，因此投资者可以侧重选择信托资金投向处于扩张和顶峰阶段企业的工商企业信托。而产业政策反映了一定阶段政府的经济和社会目标，国家对某产业的政策导向直接决定了该产业的发展方向，因此在选择此类信托时，需要了解融资主体或项目的产业政策背景。具体而言，需要关注市场供需状况和替代品的威胁。工商企业产品在市场上的供需状况直接决定了该产品的销量和销售速度，投资者可以通过网络、电话、实地考察等，了解工商企业产品的供需情况。如果企业的创新能力较强，能率先推出其他企业无法替代的产品，则该企业可能在竞争中保持领先优势，可以优先考虑投资该类企业的信托资金。

表1.产品举例

产品全称	厦门信托-金海重工1401号流动资金贷款集合资金信托计划	
资金用途	用于补充金海重工流动资金周转。	
资金规模	1亿元	
产品期限	18个月	
预期收益率	100万~300万	9.8%
	300万及以上	10.3%
收益分配	按自然季度付息	
信用增级措施	1.集团公司担保。海航集团有限公司提供连带责任保证担保。 2.追加在建船舶抵押。金海重工股份有限公司承诺待J0238号8800TEU集装箱船符合抵押条件时，追加该在建船舶抵押。金海重工准备开工建造的J0238号8800TEU集装箱船合同价值9200万美元，将于2015年4月1日开工建造，计划2015年9月入坞，预计于2016年8月完成交付。目前处于准备开工状态，尚不满足抵押条件。金海重工向受托人承诺，一旦J0238号8800TEU集装箱船达到在建船舶抵押条件（入坞后两个月内），即追加该在建船舶抵押。	

表2.产品举例

产品全称	四川信托-汇证19号集合资金信托计划	
资金用途	受让科瑞天诚持有的上海莱士[120万]股流通股（股票代码:002252）对应的股票收益权，用于补充企业流动资金。	
资金规模	0.5亿元	
产品期限	12个月	
预期收益率	100万及以上	8.8%
收益分配	到期付息	
信用增级措施	1.流通股质押。为确保科瑞天诚履行其在《股票收益权转让及回购合同》项下的义务，莱士中国以标的股票提供质押担保。质押率75%左右。 2.设置警戒线及补仓机制。标的股票收益权转让及回购交易中设置警戒线，为：2014年4月25日或《股票质押合同》签署日前一交易日的标的股票20日均价对应市值（以孰低计算）的85%。如任一交易日触及警戒线，科瑞天诚应当在48小时内追加保证金至保证金账户或者追加股票质押进行补仓至警戒线。 3.连带担保。实际控制人郑跃文及科瑞集团有限公司为科瑞天诚的回购义务提供连带责任保证。	