



## 中小企业私募债的风险研究

农业银行私人银行部  
资产配置策略报告课题组

### 相关事件

2012年5月，上海证券交易所与深圳证券交易所发布了《中小企业私募债试点办法》，宣布了中小企业私募债的正式开闸。截至2012年底，沪深交易所共发行了81只中小企业私募债产品，募集资金为90.83亿元。截至今年6月底，中小企业私募债试点范围已经扩大至22个省，沪深交易所共接受了311家企业发行中小企业私募债备案，备案金额达到413.7亿元；有210家企业完成发行，募集资金达到274.6亿元。

联系人：

牛播坤 13811593606

孟文博 13661564565

徐小乐 18017367191

# 目 录

相关事件.....	1
事件点评: .....	4
一、中小企业私募债的比较优势.....	4
二、中小企业私募债市场的整体情况.....	5
(一) 发行总量不高, 发行节奏有波动.....	5
(二) 单只发行规模大多在 2 亿元以内.....	6
(三) 发行利率低于预期.....	6
(四) 发行期限以 2 年期和 3 年期为主, 发行人行业集中度较高.....	7
市场影响评估: .....	8
一、证券公司是目前中小企业私募债的主要投资者, 个人参与投资的渠道有限.....	8
二、违约风险与流动性危机共存, 投资者需谨慎选择私募债.....	9
(一) 评级不足, 尽管半数设立担保, 但违约风险依然存在.....	9
(二) 投资门槛高, 中小企业私募债存在流动性问题.....	10

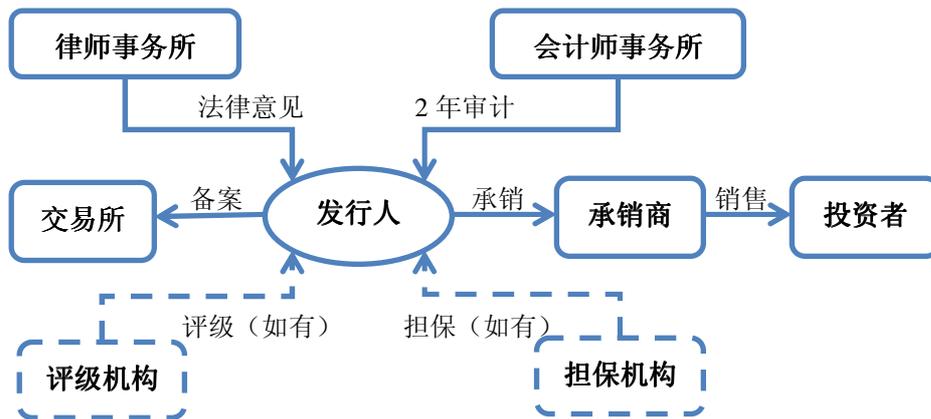
## 图表目录

图表 1 中小企业私募债发行中的关键主体 .....	4
图表 2 企业债务融资工具比较 .....	5
图表 3 中小企业私募债的发行月份分布 .....	6
图表 4 中小企业私募债的单只发行规模分布 .....	6
图表 5 中小企业私募债发行利率分布情况 .....	7
图表 6 中小企业私募债发行期限分布 .....	7
图表 7 中小企业私募债发行人行业分布 .....	7
图表 8 中小企业私募债合格投资者 .....	8
图表 9 部分私募债理财产品介绍 .....	9
图表 10 中小企业私募债发行人评级情况 .....	9
图表 11 中小企业私募债评级情况 .....	9

## 事件点评：

中小企业私募债，是指中小微企业在中国境内以非公开方式发行和转让的公司债券。债券采用备案发行的方式，发行限额不受净资产限制、发行利率也采用市场化定价，最高上限不超过银行同类贷款利率的 3 倍，不强制要求担保及信用评级。

图表 1 中小企业私募债发行中的关键主体



资料来源：课题组整理

## 一、中小企业私募债的比较优势

与其他融资方式相比，主要针对未上市中小微企业发行的中小企业私募债具有以下四点比较优势：

- **中小企业私募债采用备案制，发行更高效。**中小企业私募债在发行审核上实行备案制度，承销商向沪深交易所提交备案材料，交易所对备案材料的完备性进行核对，核对无误的，交易所将在十个工作日内决定是否接受备案。而具体的发行规模、发行期限等等均由企业按照需要自主决定。
- **中小企业私募债对发行人资格要求比较宽松。**公司债对发行人的要求是股份有限公司的净资产不得低于人民币 3000 万元，有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币 6000 万元，并且三个会计年度连续盈利。而中小企业私募债对于发行人的净资产、经营指标等均没有硬性要求，只要满足工信部标准的中小微企业均可以发行中小企业私募债。
- **中小企业私募债资金可以灵活使用。**中小企业私募债对资金的使用方向没有明确规定，监管也较为宽松，发行人可以根据自身业务的需要调整资金使用方向，如偿还贷款、补充流动资金、项目投资等等。
- **中小企业私募债成本较低。**目前中小企业私募债的票面利率在 10%-11%左右，算上发行成本，大概在 13%左右。虽然发行利率高于银行贷款和一般的公司债，但相比于其他借贷方式而言，成本仍然较为低廉。更重要的是，中小企业私募债对募集规模及企业资格的要求都比较宽松，更能满足广大中小微企业的需求。

图表 2 企业债务融资工具比较

	中小企业私募债	公司债	企业债	中票、短融
审核方式	备案制	核准制	核准制	注册制
发行人类型	非上市中小微企业	上市公司	非上市公司、企业	具有法人资格的非金融企业
分期发行	6 个月内可分期发行	2 年内可分期发行；首次发行于注册后 6 个月内	不可分期发行，核准后 6 个月内完成发行	2 年内可分期发行；首次发行于注册后 2 个月内
审核时间	10 个工作日内	1 个月左右	理论上 6 个月	理论上 3 个月
净资产要求	无	实践中一般归属母公司的净资产大于 12 亿元	实践中一般归属母公司的净资产大于 12 亿元	未作具体要求
盈利能力要求	无	最近三年持续盈利，三年平均可分配利润足以支付债券一年利息	最近三年持续盈利，三年平均可分配利润足以支付债券一年利息	未做具体要求
评级及审计要求	不强制要求评级；两年财务需具有证券从业资格事务所审计	需评级；三年财务需具证券从业资格事务所审计；	需评级；三年财务需具证券从业资格事务所审计；	需评级；三年财务需审计
发行规模	无限制	不超过企业净资产（不含少数股东权益）的 40%	不超过企业净资产（含少数股东权益）的 40%	不超过企业净资产（含少数股东权益）的 40%
发行期限	1 年（含）以上	中期，3—5 年	中长期，5 年以上	中票 3—5 年；短融 1 年以内
募集资金用途	无限制，较灵活	置换银行贷款和补充流动资金	置换银行贷款和补充流动资金	用于生产经营活动，不可作为资本金，监管严格
发行交易场所	交易所、券商转让	交易所	银行间市场交易所	银行间市场

资料来源：课题组整理

## 二、中小企业私募债市场的整体情况

2012 年 5 月 22 日，上交所颁布《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》，几乎与此同时的 2012 年 5 月 23 日，深交所颁布《深交所中小企业私募债券业务试点办法》，标志着中小企业私募债正式开始步入历史舞台。

### （一）发行总量不高，发行节奏有波动

根据 WIND 的部分统计，截至 2013 年 6 月底，中小企业私募债共发行 225 只，发行规模约为 274.6 亿元。其中，接近 120 只在深交所交易，约有 100 只在上交所交易。

在发行月份的分布上，发行节奏并不是很稳定，而是有明显的波动，发行节奏较高的月份大多可以达到 20 多只左右（见图表 3），其中 2013 年 2 月达到 32 只，但是也有不少月份的发行只数不足 10 只，比如 2012 年 7 月、8 月和 12 月。整体来看，在高收益债的二级市场走势较好时，中小企业私募债的发行节奏相对较快，而在二级市场走势发生一定阶段性调整时，中小企业私募债的发行节奏明显放缓。

图表 3 中小企业私募债的发行月份分布

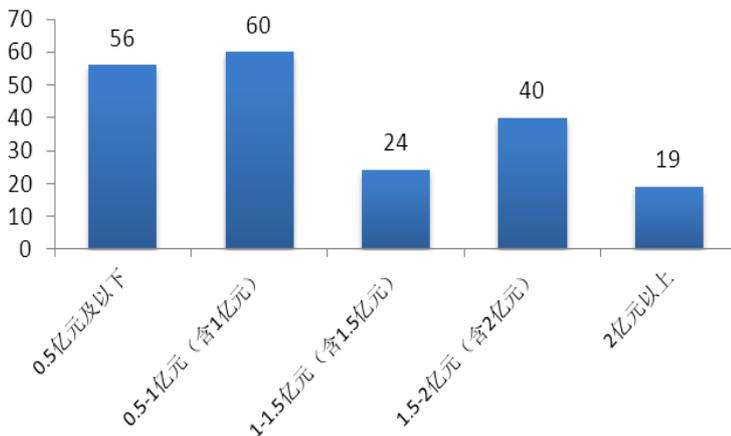


数据来源: wind, 课题组整理

### (二) 单只发行规模大多在 2 亿元以内

从发行规模的分布来看, 目前已上市的中小企业私募债中, 在 1 亿元以下的(含 1 亿元)超过 110 只, 1 亿元到 2 亿元(含 2 亿元)约为 60 只, 2 亿元以上的只有 20 只左右(见图表 4)。发行规模最大的为“13 镇旅游”, 达到 5 亿元, 发行规模最小的为“13 新三印”和“12 九恒星”, 为 1000 万元。还有部分私募债处于发行中, 实际发行规模没有统计。总体来看, 私募债发行规模较小, 基本不超过 2 亿元。

图表 4 中小企业私募债的单只发行规模分布

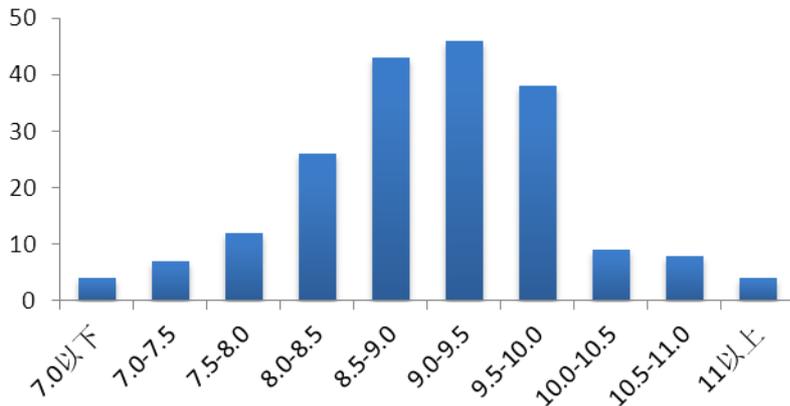


数据来源: wind, 课题组整理

### (三) 发行利率低于预期

根据统计分析, 目前已经上市的中小企业私募债按照发行规模加权平均的收益率为 9.02%, 按照中小企业私募债的票面利率分段统计后可见, 私募债票面利率主要分布在 8.0% 至 10.0% 之间, 这一区间的债券数量超过 150 只, 占样本总量的 77% 左右。其中, 最集中的票面利率区间集中在 8.5% 至 9.5%, 债券数量约为 90 只(见图表 5)。对于投资者而言, 这个利率水平低于其对“高收益债”的预期, 多数机构投资者仍处于观望阶段。

图表 5 中小企业私募债发行利率分布情况



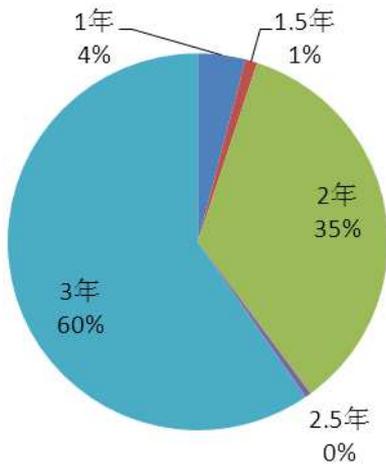
数据来源: wind, 课题组整理

低利率主要有两个方面的原因。一方面是由于目前中小企业债的发行人资质较好,而且多采用担保等信用增级手段来提升企业信用水平,降低了违约风险的同时,也降低了中小企业债的收益率。另一方面,对于大多数企业而言,无法承受较高的利率水平,因此也会尽量采取回售、担保、债转股等手段来提升信用水平,降低企业融资成本。

**(四) 发行期限以 2 年期和 3 年期为主, 发行人行业集中度较高**

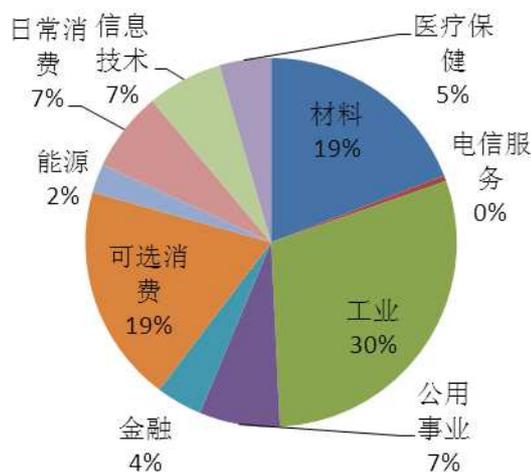
发行期限方面,目前已经上市的中小企业私募债主要以 3 年期和 2 年期为主。其中 3 年期发行量接近 120 只, 2 年期发行量接近 70 只, 占比分别为 60% 和 35% (见图表 6)。

图表 6 中小企业私募债发行期限分布



数据来源: wind, 课题组整理

图表 7 中小企业私募债发行人行业分布



数据来源: wind, 课题组整理

分行业来看,目前中小企业私募债的发行人集中在工业、可选消费和材料(证监会一级行业分类)三个板块,这三个板块的中小企业债发行规模占整体的接近 70% (见图表 7)。

## 市场影响评估：

### 一、证券公司是目前中小企业私募债的主要投资者，个人参与投资的渠道有限

中小企业私募债高风险、高收益和投资者自负盈亏的特点需要投资者有较高的风险识辨和控制能力。《中小企业私募债试点办法》通过“合格投资者”的规定，对能参与该品种债券投资的机构和个人投资者做出了界定。

合格投资者可以通过 2 种渠道进行中小企业私募债的转让：直接通过交易所的固定收益证券综合电子平台转让，或者通过证券公司进行私募转让。

图表 8 中小企业私募债合格投资者

机构投资者	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 金融机构：商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等；</li> <li>2. 理财产品，银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等；</li> <li>3. 企业法人：注册资本不低于人民币 1000 万元；</li> <li>4. 合伙企业：认缴出资总额不低于人民币 5000 万元，实缴出资总额不低于人民币 1000 万元；</li> <li>5. QFII：证监会在 2012 年 7 月 27 日新发布的《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理办法〉有关问题的规定》中，允许 QFII 投资中小企业私募债。具体情况有待落实。</li> </ol>
个人投资者	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 资产要求：个人证券账户、资金账户、资产管理账户总额不低于人民币 500 万元；</li> <li>2. 经验要求：2 年以上的证券投资经验；</li> <li>3. 风控意识：理解并接受私募债券风险。</li> </ol> <p>发行人的董事、监事、高级管理人员及持股比例超过 5% 的股东，可参与本公司发行私募债券的认购与转让。</p>

资料来源：《中小企业私募债业务指引》，课题组整理

由于私募债利率水平低于市场预期，多数机构投资者仍处于观望阶段。因此，对于中小企业私募债的投资者而言，证券公司目前是其主要投资者。投资形式除了机构持有之外，还推出了相应的集合理财产品。兼有承销商和投资者双重身份的券商将持续关注其发展，中小企业私募债也将成为券商资产管理和投资银行业务综合发展的契机。

基金公司方面，根据《关于证券投资基金投资中小企业私募债券有关问题的通知》，除货币市场外的其他基金均可参与投资，单只基金持有单只比重不超过资产净值 10%（专户投资和“特殊品种”不受投资比例限制），但出于流动性、供给量和信用风险的考虑，公募基金参与的热情不高。

银行方面，由于“8 号文”的出台，如何处理非标资产成为银行难题，而由于中小企业私募债属于标准化资产，不受银监会“8 号文”限制，以私募债对接理财资金的操作相对简单易行，故越来越受商业银行欢迎。银行将原有授信客户的信贷项目打包成中小企业私募债，借助券商发行后，用自己的理财资产进行购买，银行信贷资产得以巧妙出表。随着私募债市场的逐步发展壮大，预期在 2-3 年后将会对不同投资主体产生深远的影响。

对于个人投资者而言，一个主要渠道是直接投资，但存在一个 500 万元资产规模的门槛，另一个主要渠道是通过投资资产管理产品间接投资中小私募债。中小企业私募债发行开始后的 1 个月时间内，广发证券和民族证券等券商相继推出相关理财产品。其中，广发证券可投资中小企业私募债的理财产品广发弘利债券，首次参与金额不得低于 50000 元。另外，随着浦发银行等多家银行陆续推出私募债理财产品，个人投资者也可以通过银行理财参与私募债的投资。

图表 9 部分私募债理财产品介绍

	产品名称	最低参与金额	私募债标的	平均月度收益率 (%)
券商集合理财	广发金管家弘利债券	首次 5 万元，可多次参与	12 四方债、13 汤山债等	0.38
	民族金港湾 1 号	最低 5 万元	最新一期暂无	0.48
	广发金管家私募债 1 号	首次 100 万元，追加 1 万元起	12 海纳债	0.59
	创业创金安享收益	首次 100 万元，追加 1 万元起	13 华岳债、12 嘉林债等	0.81
银行理财	产品名称	起点金额	预期年收益率 (%)	
	浦发银行同享盈计划	5 万元，以 1 万元整数倍递增	4.6 (最近一期)	
	农行“进取增利”2 号	20 万元，以 1 万元整数倍递增	不设预期收益率	

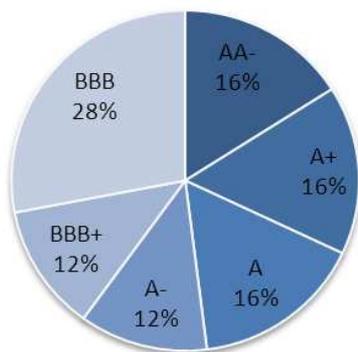
资料来源: wind, 公司官网, 课题组整理

## 二、违约风险与流动性危机共存，投资者需谨慎选择私募债

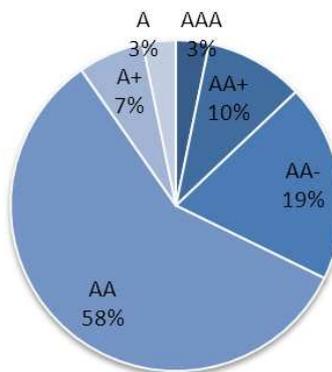
### (一) 评级不足，尽管半数设立担保，但违约风险依然存在

与公司债和企业债等债券不同，证监会并不要求私募债发行主体进行评级。由于没有强制评级要求，同时投资者可能更看重发行人的股东背景和增信措施，由此造成私募债发行人评级较少。根据不完全统计，仅有 28 家企业进行了主体评级，占发行总量比率约为 12%，主体评级主要集中在 BBB+ 和 BBB (见图表 9)。债项评级方面，约有 35 只债券进行了评级，还不到发行总量的 15% 左右。评级主要集中在 AA 级别，AA+ 级以上和 AA- 级以下的债项评级非常少，仅占 13% (见图表 10)。

图表 10 中小企业私募债发行人评级情况 图表 11 中小企业私募债评级情况



数据来源: wind, 课题组整理



数据来源: wind, 课题组整理

从担保情况来看，中小企业私募债的增信措施还是比较完善的。据 WIND 资料统计，共有约 100 家私募债发行人设立了不同形式的担保，占总发行量的一半左右。从担保方式来看，设立不可撤销连带责任担保的债券较多，有将近 90 只，另外还有质押担保、抵押担保、保证担保、连带责任担保等，其中担保方多以当地城投公司或者相关上市公司为主。

总体来说，尽管有相应的增信措施，与传统债券相比，私募债信用风险依然较大。二十多年来，我国债券市场还没发生过实质性违约，刚性兑付现象持续存在，而中小企业私募债

的推出将打破这一历史。因为从本质上说，中小企业私募债具有高风险高收益的特征，这一特征随着市场的日益成熟，意味着违约的不可避免，加上中国商业环境和法律环境的特殊性，中国企业家尤其是中小企业的企业家意识相对淡薄，对其所承担的法律和社会责任认识严重不足，并缺乏战略性眼光和合理的组织结构布局，中小企业持续经营能力较差，生命周期较短。这在某种程度上加大了中小企业私募债的违约可能性，加大了私募债的风险。

## （二）投资门槛高，中小企业私募债存在流动性问题

监管层基于私募债特点和风险可控性的考虑，对投资人的数量和质量都有相对严格的规定，如单只债券持有人数量不得超过 200 人；作为机构投资者的基金公司，只有基金专户才能投资于私募债，且受到投资额度 10% 的限制；作为个人投资者，设定了 500 万元的准入标准等。这些举措虽然具有一定的合理性，但都限制了投资者进入私募债市场的程度，严重制约了市场流动性，对其变现能力产生消极影响。业界也呼吁要从流动性入手推进私募债的进一步发展，如允许中小企业私募债参加质押式回购交易，重启柜台通道，降低个人投资者的准入门槛等，增加中小企业私募债的流动性。但仅目前来说，中小企业私募债的流动性问题仍值得强烈关注。

## 免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。