

【DOI】10.12315/j.issn.1673-8160.2023.04.019

浅析发行基础设施公募REITs对高速公路类企业财务指标的影响

向雅莉

[遵义交通建设投资(集团)有限公司,贵州 遵义 563000]

摘要:高速公路行业属于典型的重资产行业,具有资金沉淀较大,资金回笼时间长等特点。原始权益人引入基础设施公募REITs后,可以在一定程度上缓解其债务压力。截止2022年10月15日,高速公路类基础设施公募REITs共计发行五只,且区位条件都较为优越。本文从高速公路类原始权益人发行基础设施公募REITs选择其项目公司出表或并表入手,对其发行前后四个季度的资产规模、资产负债率进行分析,得到发行基础设施公募REITs有助于原始权益人降低资产规模,向轻资产运营模式转型;且持有底层资产的项目公司出表更有利于企业降低资产负债率的结论。

关键词:基础设施公募REITs;高速公路;债务压力

一、基础设施公募REITs简介

(一)定义

基础设施领域不动产投资信托基金(Real Estate Investment Trust,以下简称:基础设施公募REITs)是指依照相关法律法规公开向社会投资者募集资金,从而形成基金财产,通过基础设施资产支持证券等SPV(特殊目的载体)持有项目公司股权和债权及项目公司下的基础设施资产,并由基金管理人主动积极管理运营,最后将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。

(二)基础设施公募REITs:具有中国特色的金融产品

1. 产品特点

与境外其他REITs相比,我国基础设施公募REITs自诞生就具有鲜明的中国特色。第一,底层资产不同,为了服务实体经济,基础设施是我国基础设施公募REITs的主要底层资产,仅有极少数配套的商业地产,并且这些资产兼具公益性和营利性;第二,我国基础设施公募REITs采用了“公募基金+ABS+项目公司”的交易构架模式,由基础设施资产支持专项计划(SPV)持有项目公司的100%股权和全部债权。此外,基础设施公募REITs在基金持有人结构、税收政策、基金构成、分红要求等^[1]。

2. 盘活存量资产

盘活存量资产是基础设施公募REITs特点之一,提升基础设施资产估值,获得流动性溢价,同时提供增量投资资金,使得原始权益人的负债水平得到改善,原始权益人资产周转速度较慢的现象得到缓解,企业杠杆率也能有一定程度降低,助力企业“轻资产”运营模式转型。

3.“资产的IPO”

基础设施公募REITs也被业界认为是“资产的

IPO”。倘若原始权益人发行基础设施公募REITs并获得成功,其将取得上市REIT的资源,后续运作中,通过扩募机制,原始权益人专注运营管理,扩大管理规模,丰富企业资源。

4. 拓宽投融资渠道

为拓宽国有企业融资渠道,国家相继出台多项政策,持续规范政府融资行为。目前,社会资本合作项目规模在接近财力承受能力上限,而作为权益性融资工具,在企业融资渠道方面,推出基础设施公募REITs有助于其进一步拓宽^[2]。

二、高速公路企业特点

(一)投资杠杆高

我国的高速建设机制模式主要是采取“贷款修路、收费还贷”,即高速企业先根据自身情况向社会贷款修路,路修好通车运营后,通过向使用者收取过路费还清贷款。这一模式导致我国高速公路行业总体投资杠杆较高。

(二)重资产运营

由于高速公路造价成本高,高速公路企业主要采用举债的方式取得资金,且资金沉淀较大,资金回笼时间长,符合重资产企业所具有的投资周期过长,资金一次性需求较大、投资规模大、建设成本高、财务杠杆高等特点。

三、基础设施公募REITs对高速公路企业财务的影响

(一)发行基础设施公募REITs对高速公路企业的影响

对于高速公路企业而言,发行基础设施公募REITs会对原始权益人的财务报表产生影响,使得企业财务杠杆下降,可以在一定程度上缓解债务水平过高给原始权益人带来的压力。同时,原始权益人发行基础设施公募REITs后,通过盘活存量资产,经营

模式发生改变,可以实现重资产向轻资产转型运营。

以下将分析原始权益人发行基础设施公募REITs后选择将项目公司出表或并表对企业的财务指标带来的影响^[3]。

1. 项目公司出并表情况

如果持有底层资产的项目公司出表,原始权益人应根据相关规定确认底层资产的出售收益,对于利润表的当期收入和净利润来说,可以有助于其增加。由于底层资产将不再纳入原始权益人合并范围,其资产负债表的资产端将不再确认这一笔资产,对应的负债与所有者权益也将不再体现在财务报表上。如果持有的底层资产的项目公司并表,则应按照《企业会计准则第33号——合并财务报表》中“母公司在不丧失控制权的情况下部分处置对子公司的长期股权投资”的规定进行会计处理。在此情况下,原始权益人部分处置子公司的股权,不能确认对应的出售收益,而是应按会计准则的要求调整资本公积,对于原始权益人利润表的当期收入和净利润来说,不会产生直接影响。

对于原始权益人来说,基础设施公募REITs发行后,如果持有底层资产的项目公司出表,则原始权益人资产负债表的资产规模将有一定程度下降,这可以进一步推进原始权益人向由重资产运营模式向轻资产转型。资产出表的情况下,原始权益人应确认资产出售收益,虽然可以提高利润表的当期收入与净利润,但也将增加下一期财务报表的增长压力。

原始权益人发行基础设施公募REITs后,如果继续对底层资产的项目公司并表,将无法确认资产出售收益,对利润表的当期收入和净利润不产生直接影响。资产并表的劣势是:底层资产的并表一般需要原始权益人持有较大比例的基金份额,使得原始权益人净融入的资金规模将相对较小。资产不出表的主要优势是不会增加原始权益人的债务负担,基于基础设施公募REITs的权益性融资属性,原始权益人净融入资金可以作为少数股权权益列入财务报表^[4]。

截止2022年10月15日,已经有20只基础设施公募REITs项目发行成功,其中6只原始权益人或其同一控制下的关联方战略配售比例大于等于51%,选择了并表。分别是平安广州广河REIT(51.00%)、浙商沪杭甬REIT(58.94%)、国金中国铁建高速REIT(71.00%)、鹏华深圳能源REIT(51.00%)、红土深圳安居REIT(51.00%)、富国首创水务REIT(51.00%)。其中,国金中国铁建高速REIT、浙商沪杭甬REIT、平安广州广河REIT三只属于高速公路类,占高速公路基础设施公募REITs已发行(5只)的60%。

2. 案例分析

以上理论分析可知,底层资产的出表可以缓解

企业的债务压力。对浙商沪杭甬REIT(并表),华夏中国交建REIT(出表)两只基础设施公募REITs的原始权益人发行前后的资产、负债和资产负债率变化情况进行分析,从实证的角度看发行基础设施公募REITs对原始权益人财务状况的影响。

浙商沪杭甬REIT于2021年6月7日在上海证券交易所上市,浙江沪杭甬高速公路股份有限公司(以下简称“浙商沪杭甬”)为其原始权益人之一。该原始权益人的配售比例为51.00%,按照要求以并表处理。

根据公开信息显示,浙商沪杭甬发行基础设施公募REITs前后四个季度的财务数据如下:2020年末、2021年一季度、二季度、三季度的总资产分别为1,357.36亿元、1,528.70亿元、1,628.33亿元和1,746.20亿元;总负债分别为984.71亿元、1,140.83亿元、1,188.78亿元和1,288.85亿元;所有者权益分别为239.71亿元、387.86亿元、439.55亿元和457.35亿元。

通过计算得知,2020年末、2021年一季度、二季度、三季度的资产负债率分别为72.55%、74.63%、73.01%、73.81%,从数据可以看出,浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的资产负债率无明显变化,总资产方面,2021年6月30日比2021年3月31日增加99.63亿元,增幅为6.52%。

华夏中国交建REIT于2022年4月13日在上海证券交易所上市,中交投资有限公司(以下简称“中交投资”)为其原始权益人之一。该原始权益人的配售比例为12.00%,按照要求以出表处理。

根据公开信息显示,中交投资发行基础设施公募REITs前后三个季度的财务数据的财务数据如下:2021年末、2022年一季度及2022年二季度的总资产分别为1,359.47亿元、1,460.01亿元和1,373.63亿元;总负债分别为930.54亿元、1,003.05亿元和896.33亿元;所有者权益分别为428.93亿元、456.97亿元和477.30亿元。

通过计算得知,2021年末、2022年一季度及2022年二季度,中交投资有限公司的资产负债率分别为68.55%、68.70%、65.25%。中交投资有限公司在华夏中国交建REIT发行后一季度比发行前一季度的资产负债率下降3.45%,相较于浙商沪杭甬REIT发行前后原始权益人的资产负债率有一个较为明显的下降。总资产方面,中交投资有限公司2022年6月30日比2022年3月31日下降86.38亿元,降幅为5.92%。

以上两只基础设施公募REITs原始权益人发行前后资产负债率数据对比,选择出表的原始权益人资产负债率下降幅度大于选择并表的原始权益人。结合实际工作发现,原始权益人在发行基础设施公募REITs时,选择出表的确会降低企业资产负债率。

对于高速公路类资产负债率较高的企业而言,发行基础设施公募REITs可以推动企业降低资产负债率,缓解企业的债务压力^[5]。

从总资产规模角度看,选择并表的原始权益人发行后的总资产规模增大,而选择出表的原始权益人发行基础设施公募REITs后的总资产规模有一定程度的下降。对于原始权益人而言,尤其是重资产建设运营模式的企业,发行基础设施公募REITs选择出表会降低原始权益人的资产规模,对原始权益人向轻资产运营模式转型具有促进作用。

(二)基础设施公募REITs扩募对原始权益人的影响

1. 扩募情况

2022年5月31日,沪深交易所分别发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第3号——新购入基础设施项目(试行)》和《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目(试行)》。推出基础设施公募REITs扩募机制有利于已上市优质运营主体依托市场机制增发份额收购资产,优化投资组合,促进并购活动,真正实现基础设施公募REITs作为“资产上市平台”的长期战略价值和持续发展能力。

对于原始权益人来说,有助于进一步盘活其存量优质资产,增强发展能力、降低负债水平,真正实践以存量带增量、以融资促投资,提高投资效率和投资水平。

目前基础设施公募REITs扩募正式启动。2022年9月29日,5只首批扩募基础设施公募REITs被交易所受理,从项目的类型上看,产业园区、仓储物流各有两只,清洁能源有一只,分别是博时蛇口产业园REIT(深圳市光明高新园区的招商局光明科技园科技企业加速器二期项目的部分基础设施以及对项目公司(万海)的债权)、华安张江光大REIT(张润置业持有的张润大厦项目)、富国首创水务REIT(长治市污水处理特许经营PPP项目)、红土盐田港REIT(世纪物流园项目)、中金普洛斯REIT(山东省青岛市、广东省江门市和重庆市的三个仓储物流园区项目)。

高速公路类基础设施公募REITs原始权益人除已上市的基础资产外,还同时经营多个收费公路项目,且大多处于经济较发达地区,对未来基础设施公募REITs扩募提供一定条件支持。

浙商沪杭甬为浙商沪杭甬REIT的主要原始权益人,除已上市基础设施项目外,公司还控股高速公路有徽杭高速公路、杭甬高速公路、上三高速公路等,且均已运营10年以上。广州交通投资集团有限公司为平安广州广河REIT的原始权益人,截止2020年末,广州交投除100%控股基础设施广河高速外,还

管理13条高(快)速公路,均属经营性高(快)速公路,收费总里程696.04公里。华夏越秀REIT原始权益人为越秀中国,截止2021年6月末,越秀中国控股6个路桥项目,里程486.70公里,参股3个路桥项目,里程79.90公里,分布于广西、广东、湖南、湖北、河南等区域,参控股路产目前运营较为成熟。此外,不同于传统建设+运营模式,越秀中国采用收购+运营的经营模式,有助于公司未来并购更多优质路产项目,进而满足基础设施公募REITs项目扩容需求^[6]。

当前,几只已扩募的基础设施公募REITs还未披露扩募后的财务数据,但是依据首次发行时,基础资产出并表的分析,可以有理由认为,对于重资产运营企业而言,底层资产的出表有利于重资产运营向轻资产运营,降低企业的债务压力。

四、结语

发行基础设施公募REITs前后,选择基层资产出表相比于并表的原始权益人的资产、负债规模以及资产负债率有一定程度的降低。将重资产出表,盘活存量资产,有利于促进原始权益人向轻资产运营模式的转型。

高速公路类原始权益人还可缓解其债务压力。通过开展基础设施公募REITs将存量高速公路资产提前变现,以存量带动增量,加速资产周转;通过高速公路项目“出表”,实现负债剥离,从而降低资产负债率。

通过将基础设施项目资产在资本市场公开发行基础设施公募REITs,打通权益化的资产退出路径,形成资产退出上市平台,提高企业在市场公众及投资者中的知名度。此举既有利于单个基础设施项目的价值发现与价值创造,又有利于原始权益人后续开展其他投融资工作及其他项目投资建设工作。

参考文献:

- [1]季洁.促进我国基础设施公募REITs产业发展的政策建议[J].金融理论探索,2022(06):1-14.
- [2]谭莉.基于基础设施REITs的高速公路融资新模式[J].商展经济,2022(17):100-103.
- [3]金小波.基础设施公募REITs助力高速公路转型发展[J].财经界,2022(21):53-55.
- [4]谭德彬.高速公路项目公募REITs底层资产估值的问题及建议——基于原始权益人的视角[J].交通财会,2022(07):36-42.
- [5]赵晓龙,吕建龙.关于探索“专项债券+基础设施REITs”盘活政府存量资产的建议[J].中国工程咨询,2022(03):21-25.
- [6]曹翔.高速公路行业融资新方向:基础设施公募REITs[J].交通财会,2021(08):4-12+16.