

投中研究院

# 2015 年中国券商直接投资业务分析报告

2016 年 05 月



## 目录

1. 2015 年中国券商直接投资业务综述.....	3
2. 2015 年券商直投市场格局.....	4
2.1 券商直投业务政策环境及影响.....	4
2.2 券商直投市场规模发展情况.....	6
3. 2015 年券商直投业务开展情况.....	8
3.1 券商直投基金发起设立及募集资金情况.....	8
3.2 券商直投公司投资情况.....	9
3.3 券商直投基金管理规模.....	10
3.4 券商直投公司退出情况.....	11
4. 券商直投在私募股权市场的定位及展望.....	14

## 1. 2015年中国券商直接投资业务综述

2015年是中国券商直投业务大力发展的一年。各券商不仅积极增资直投子公司，直投子公司也在投资数量及金额上各创新高，可以明显感受到券商锐意改革转型的浪潮。从15年券商直投新增基金类别可以看到，券商投资风格依然十分稳健，但退出回报率上却实现自11年以来的首次增长，达到2.8倍。总的来说，2015年券商直投业务趋势整体向好。

截至2015年底，国内共成立56家券商直投子公司，与上一年持平。累积注册资本为560亿元，相较上一年大幅增资122亿元，为历史最高水平。在券商直投公司成立个数趋稳的情形下，大型综合券商如华泰证券和海通证券纷纷发力，积极布局直投业务。

在券商直投基金发起成立及募资方面，2015年共29家券商直投公司新设70支基金，已募集资金规模为381亿元。券商直投新设基金数量和募资规模分别为全市场的3%和7%。对比基金数量和募资规模，券商直投公司展现了其强大的客户资源及作为结果的募资能力。在基金类别上，2015年券商直投新成立60支PE基金，4支VC基金，1支REITs基金，1支并购基金，1支夹层基金和1支债权投资基金。PE基金个数占据整体的86%，投资风格稳健。

在投资及管理方面，2015年券商直投在投资数量上和金额上皆呈现爆发性增长，新增投资案例398个，总计投资金额为293亿元。近一半的新增投资资金来自中信证券和中金公司，分别投向并购领域和中概股私有化主题。在投资行业分布上，制造业、金融业和IT行业整体占据2015年项目投资金额的2/3。在管理规模上，排名前20家券商直投公司合计管理资金1078亿元，其中16家母公司为上市券商。已在资管业务上积累一定经验的券商直投公司预计在未来进一步释放规模红利。

在退出方面，2015年券商直投退出案例共计27例，相较上一年减少2例。其中15例通过IPO退出，12例通过并购退出。绝对账面回报稳定在20亿元。而账面回报倍数实现自2011年以来的首次增长，从上一年的0.6倍增长到2.8倍。2015年券商直投的平均投资周期进一步拉长，达到45个月，接近行业平均水平，同时证明投资轮次前移。

券商直投公司具有得天独厚的可与母公司各业务产生协同效应的优势，同时由于券商风控较严，在人才激励方面略显不足。以投资规模计，券商直投的市场占有率已从上一年的2%上升至5%，预计未来还会进一步提升。随着混业经营进一步放开，券商直投面临着竞争更加激烈的行业格局，可能会淘汰掉一批市场化程度不足、起步较晚的中小券商直投公司。而券商直投公司巩固并提升在VC/PE行业位置的核心竞争力是其专业化服务能力和主动管理能力。

## 2. 2015年券商直投市场格局

### 2.1 券商直投业务政策环境及影响

券商直投业务自2007年开放试点以来至今已走过9个年头。监管层面不断出台的政策路径可分为三个阶段：1) 试点期(2007~2010)；2) 规范期(2011~2013)；3) 放开期(2014~至今)。试点期从最初中信、中金试水直投业务，到通过逐渐降低净资本要求扩大试点范围，积累了初步运作经验，同时也出现一些问题，如之前备受舆论指责的通过Pre-IPO投资赚取一二级市场差价模式。为此，证监会加强规范券商直投业务，叫停“保荐+直投”模式，由此步入规范期。券商直投业务纳入常规监管后，证监会下放审批权，券商直投业务由证监会审批变成证券业协会备案制。自2014年起，监管层逐渐放开券商直投的投资品种和资金来源限制，赋予直投公司更多自主权，鼓励市场化运作。

政策监管放开对券商直投业务的影响主要体现在“募”和“投”两个方面。在募资方面，根据2011年发布的券商直投监管指引，直投公司可成立直投资基金并持有51%以上股份或出资，减轻券商资本消耗成本，有助于突破直投公司不能超过券商净资本15%的限制，提升直投业务的经营杠杆，由此扩大券商直投的业务规模。2014年出台的直投管理暂行规定进一步加强此趋势，允许券商与其他投资者共同出资设立直投子公司，但应保持51%以上的持股及控制权。在以净资本为核心的券商监管体系下，如此减轻资本消耗压力有利于放大中小型券商发展直投业务的空间。在投资方面，可投资种类的扩大提高了券商直投的自主性，同时也对券商直投的主动管理能力提出挑战，长期来讲有助于提高券商直投基金管理团队的专业能力。

根据投中访谈调研结果，业内人士对未来券商直投监管趋势拥有一致预期，即未来券商直投业务募资渠道可能面临分化：直投业务或将通过社会募集资金进行市场化运作，而自有资金投资或将归类到另类投资领域。近期可能有相关文件出台。完全的市场化募集资金可能对起步晚且仅依靠自有基金的中小券商直投形成挑战，在与市场化VC/PE机构的竞争中，或将淘汰一批市场化程度不足的中小型券商直投公司。

除去券商领域，银行、信托行业也被允许获得私募牌照。2015年，共有17家银行和38家信托纷纷获得私募基金管理人资格，混业经营趋势加速，“市场化”将是行业运作主题。短期来讲，新入场的银行、信托由于经验尚浅，不会对券商直投产生太大影响。但从长远角度来看，银行、信托拥有各自的资源及结构优势，会与券商形成天然互补，未来竞争加剧趋势存在，但彼此合作共赢模式或将成为主流。

截至2016年5月中国券商直投业务主要政策法规

出台时间	政策名称	内容
2006年2月	《关于实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020年）〉若干配套政策的通知》	移除政策性障碍，允许券商开展股权直接投资业务。
2007年9月	《关于开展直接投资业务试点的无异议函》	业务试点破冰，以不超过净资产15%的自有资金设立子公司开展直投。
2008年3月	新版《证券公司直接投资业务试点指引》	净资产不低于20亿元，承销10个项目或150亿元资金等。
2009年5月	中国证监会扩大直投试点范围	净资产不低于15亿元，承销5个项目或100亿元资金等。
2011年7月	《证券公司直接投资业务监管指引》	券商直投业务正式由试点转化为常规监管，叫停“保荐+直投”模式，允许设立直投基金，直投子公司应当持有该基金管理机构的51%以上股权或者出资，并拥有管理控制权。
2011年11月	《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉有关要求的通知》	券商直投持股超过30%企业上市后，证券公司担任保荐机构的，应承诺主动再延长6个月锁定期。
2012年10月	《证券公司直接投资子公司自律管理办法》	明确规定券商发行直投基金将由证监会行政审批监管改为在证券业协会备案。明确了直投基金的投资管理团队可以作为直投基金的出资人对直投基金投资的项目进行跟投。
2012年11月	《证券公司直接投资业务规范》	明确了直投基金备案、直投业务规则、内部控制、直投从业人员、自律管理等相关规定。
2014年1月	《证券公司直接投资业务规范》修订	对直投业务范围作出扩大调整，加入债权投资和提供融资顾问和管理服务；适当拓宽闲置资金的投资范围，增加了企业债、中小企业私募债、以及在境内银行间市场交易的短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等公司债券交易品种；将具有较高风险识别与承受能力且投资额不低于1000万人民币的个人投资者纳入到合格投资者范围。
2014年5月	《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》	支持证券经营机构设立并购基金、夹层基金、产业基金等直投基金。
2014年12月	《证券公司直接投资业务子公司管理暂行规定（征求意见稿）》	直投子公司设立门槛进一步降低：直投子公司股东可以多元化，允许与其他投资者共同出资设立直投子公司，但券商应当持有51%以上的股权并拥有管理控制权；以负面清单形式规定直投公司不得从事的主要行为。

公开信息整理

投中研究院, 2016.05

表1 截至2016年5月中国券商直投业务主要政策法规

## 2.2 券商直投市场规模发展情况

在佣金收入仍占据营收半壁江山的券商行业，在 2015 年可谓经历了“冰火两重天”。各券商都在积极布局拥有稳定收入的资管业务，减少“靠天吃饭”的经纪业务占比。根据年报数据，上市券商直投收入占比券商营收不到 1%，未来发展潜力巨大。截至 2015 年底，125 家券商中 56 家成立券商直投子公司，占比 45%。在经历了 2012 年、2013 年的逆市加速成立券商直投子公司阶段后，近年来直投公司成立速度上步入平稳期。

截至 2015 年底，56 家券商直投公司注册资本共计 560 亿元，较 2014 年底 437.4 亿元增加 122 亿元。注册资本规模最大的券商直投公司分别为海通开元（76.5 亿元）和金石投资（72 亿元），平均超第三名（28 亿元）近 50 亿元，占 56 家直投公司注册资本总额的近 30%。

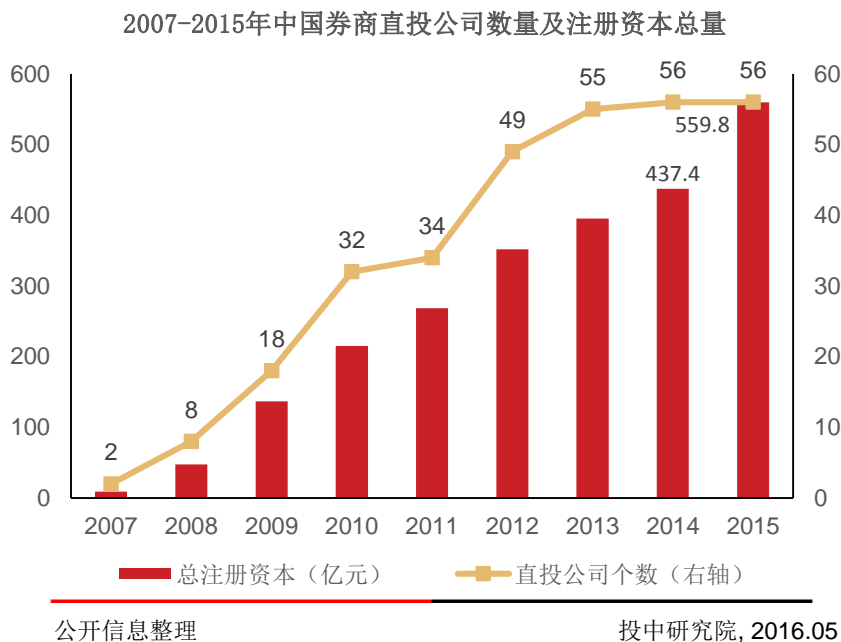


图1 2007-2015年中国券商直投公司数量及注册资本总量

尽管 2015 年并无新晋券商直投子公司，但现存的券商直投公司的增资幅度可谓历年之最。2015 年，共有 22 家券商向直投子公司进行增资，共计 122 亿元，相比上一年翻三倍。其中以华泰证券和海通证券的增资幅度最大，分别为 17.5 亿元和 16.5 亿元，其发展直投业务的决心可见一斑。增资公司集中在上市公司及其子公司，上市券商在公开市场的募资能力是发展直投业务强有力的保障。



图2 2008-2015年中国券商直投公司增资情况

### 3. 2015年券商直投业务开展情况

#### 3.1 券商直投基金发起设立及募集资金情况

根据基金业协会披露，2015年共有29家直投子公司新设70支直投基金。计划募集资金总额共计422亿元，已募集资金总额为381亿元，完成募集计划的90%。根据CVSource数据显示，2015年私募股权投资领域新募基金共计2249支，完成资金募集总计5650亿元。券商直投基金成立个数上占总量的3%，募资规模上占7%。对比基金数量和募资规模，券商直投基金相比市场化的VC/PE机构体量更大，募资能力也更强，同时也从侧面反映了券商广泛而多元的客户资源。

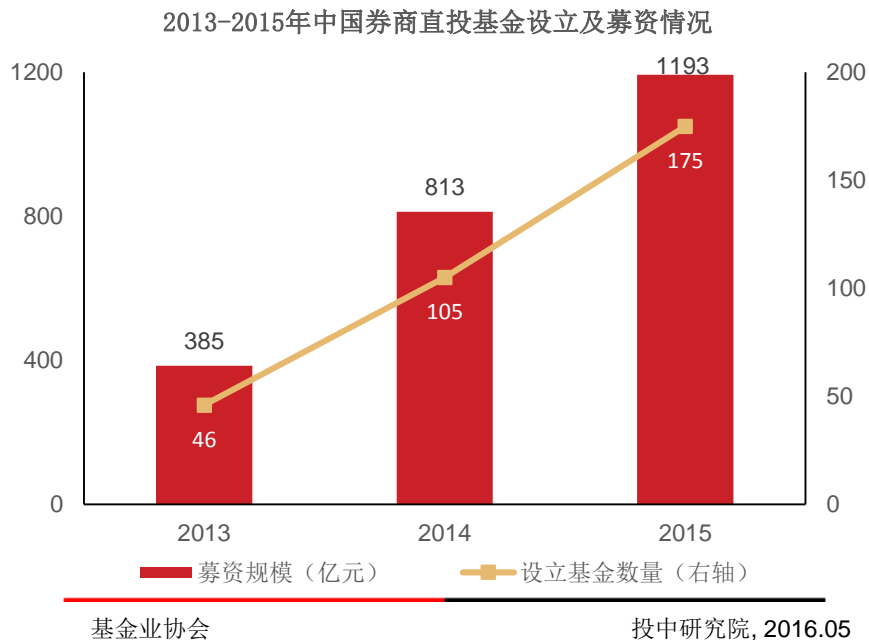


图3 2013-2015年中国券商直投基金设立及募资情况

截至2015年，45家直投子公司累积设立178支直投基金，其中存续175支。组织形式上，有限合伙制的有159支，公司制的有16支。计划募资总计1492亿元，已累积募集资金1193亿元，完成募集计划的80%。基金类别上，按规模算近60%直投基金为PE基金，其次为并购基金（19%），VC基金仅占6%；按个数算PE基金仍占64%，VC基金排在第二位（11%），并购基金体量颇大因此数量上仅占9%。目前券商直投基金的种类分布上仍以中后期的PE投资为主，风格偏稳健。考虑到券商的风控较严，相较市场化基金可以更积极的配置风险更大的VC基金，券商直投的灵活性略显不足。然而，“双创”等政策上的鼓励及券商主动选择能力的提高将会逐步促进券商直投的配置前移。



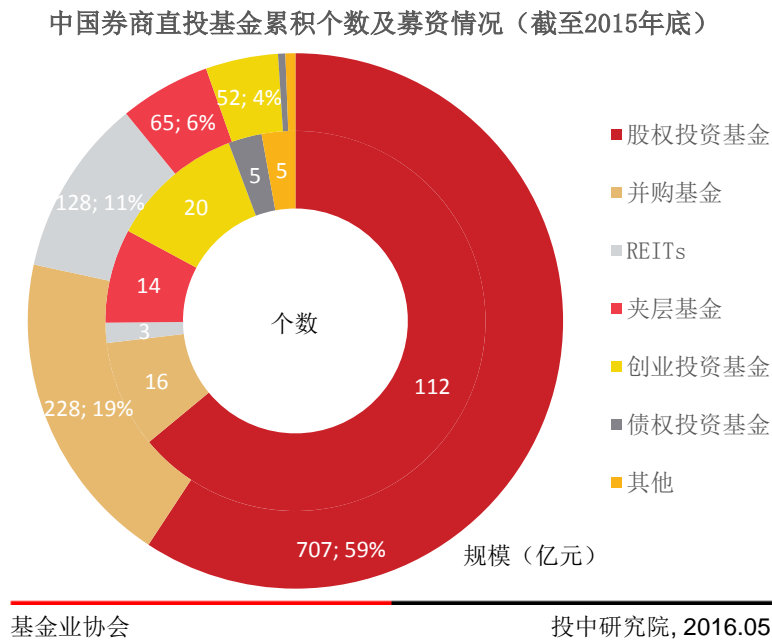


图4 中国券商直投资基金累积个数及募资情况（截至2015年底）

### 3.2 券商直投公司投资情况

自2013年以来券商直投的投资数量及规模都出现了指数级增长。结合CVSource和47家上市券商年报（包括A股、H股、新三板及上市公司子公司）得出统计结果，2015年新增投资项目近400个，投资金额总计293亿元，同比分别增长165%和404%。考虑到2015年披露投资个数及金额的券商增多，实际投资增长幅度可能小于以上统计数据。

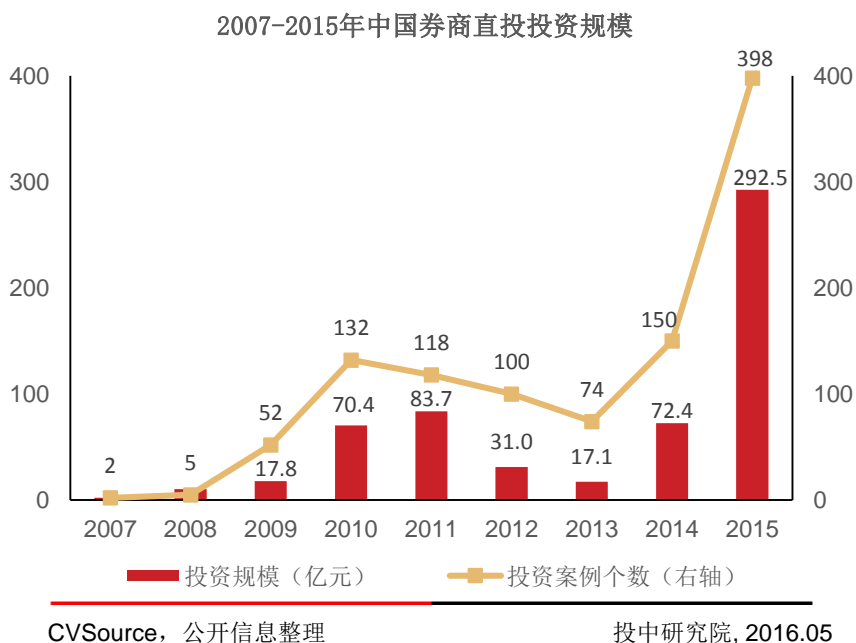


图5 2007-2015年中国券商直投投资规模

从公司层面来看，券商直投行业老兵中信证券（金石投资，71.55 亿元）和中金公司（中金佳成，64.6 亿元）分别占据 2015 年投资规模的一二名。两家公司合计占 2015 年券商直投投资规模的 47%。金石投资的投资主要来自下设的中信并购基金，在 2015 年新增投资规模约 58 亿元。而中金佳成的投资则依托其海外项目运作经验，在 2015 年中概股私有化回归大潮下积极投资拆除 VIE 架构等项目。而投资案例数量最多的为广发证券（广发信德，64 例）和国泰君安（国泰君安创投，58 例），合计占据全部投资数量的 31%。

在投资领域分布上，投向制造业和金融业占据半壁江山。制造业较上一年同期上涨 20%，金融业较上一年同期下降 19%。券商直投投资领域侧重从虚拟经济转向实体经济，受政策导向明显。此外，券商直投在 2015 年配置 15% 的资金至 IT 行业。从整体配置来看，新兴行业和周期行业占全部投资金额的近 1/3，实体行业占整体的 1/3，投资结构较为均衡。

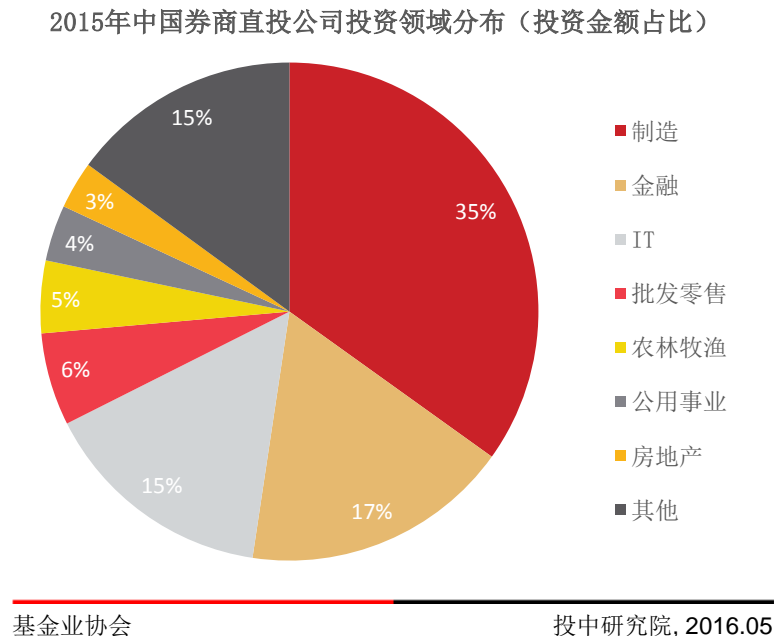


图6 2015年中国券商直投公司投资领域分布（投资金额占比）

与 2015 年整个 VC/PE 市场 2836 个投资案例、5560 亿元的投资规模相比较，券商直投在全部投资中案例数量和规模占比分别为 14% 和 5%，相较去年同期的 9% 和 2% 有了大幅提升，明显感受到 2015 年以来券商直投的投资节奏加快。考虑到投资的周期性，未来短期内券商直投或将延续这一趋势。

### 3.3 券商直投基金管理规模

根据基金业协会披露数据，2015 年券商直投基金管理规模排名前 20 家共计管理 1078 亿元。基金管理规模上百亿的有四家券商直投公司，分别是金石投资、华泰紫金、招商致远和东证资本，皆为上市公司子公司。在排名前 20 家直投公司中，仅有 4 家券商母公司未

上市。大型综合性券商在长期实践中已率先完成直投领域的卡位，未来直投业务可能会在券商之中形成分化，已积累相当规模和经验的券商可能继续加速扩张资管规模，而至今尚未发展起来的中小型券商直投公司或将难以在股权私募领域抢占一席之地。

2015年中国券商直投基金管理规模排名<sup>1</sup>

排名	公司性质	券商名称	直投公司	管理规模（亿元）
1	A股上市	中信证券	金石投资	209.0
2	A股上市	华泰证券	华泰紫金	171.0
3	A股上市	招商证券	招商致远	150.0
4	A股上市	东方证券	东证资本	134.4
5	A股上市	海通证券	海通开元	78.9
6	私有	中投证券	瑞石投资	52.0
7	H股上市	中金公司	中金佳成	50.0
8	私有	华融证券	华融天泽	34.8
9	A股上市	国泰君安	国泰君安创投	30.6
10	上市子公司	中信建投	中信建投资本	27.4
11	A股上市	广发证券	广发信德	23.7
12	A股上市	兴业证券	兴证资本	19.0
13	H股上市	中原证券	中鼎开源	16.7
14	A股上市	国金证券	国金鼎兴	16.0
15	A股上市	国信证券	国信弘盛	15.3
16	私有	天风证券	天风天瑞	13.3
17	A股上市	太平洋	太证资本	11.0
18	私有	新时代证券	宏图资本	10.0
19	A股上市	西南证券	西证股权	7.8
20	新三板上市	华龙证券	金城资本	7.3

基金业协会

投中研究院, 2016.05

表2 2015年中国券商直投基金管理规模排名

### 3.4 券商直投公司退出情况

2015年上半年A股市场活跃，IPO数量呈井喷式增长，虽然下半年由于股灾原因IPO出现4个月的空窗期，2015年券商直投在IPO退出个数上与上年同期相差不多，为15家（上一年17家）。由于A股IPO的天然不确定性及排队等候上市公司积压过多的特点，以A股IPO为退出目标的投资通常要承受很大的退出风险。以IPO暂停一整年的2013年为界，2013年以前券商直投更加倚赖IPO实现退出；而2013年后逐步转向以IPO和并购并行的退出策略，2014年和2015年券商直投分别实现并购退出11例和12例。在账面退出回报上，2015年实现回报19亿元，与上年基本持平。

<sup>1</sup> 排名根据2015年直投子公司在基金业协会备案系统中机构报备数据，详见<http://www.f5.amac.org.cn/tjsj/sjbg/390535.shtml>

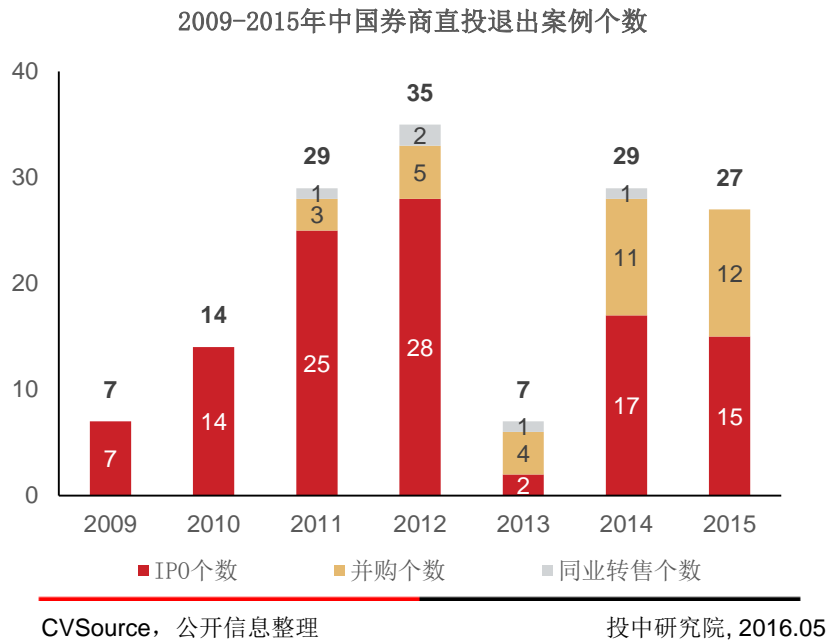


图7 2009-2015年中国券商直投退出案例个数

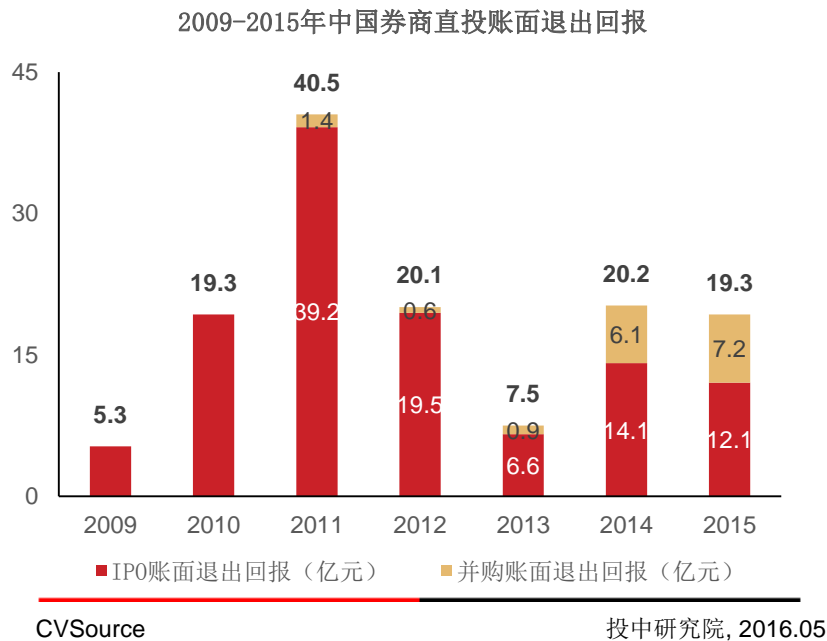


图8 2009-2015年中国券商直投账面退出回报

在退出回报倍数上，2015年相较于上一年实现大幅跃增，从0.6倍升至2.8倍，是自2011年来首次实现增长。平均投资周期上，从最初的仅9个月到2015年的45个月，不到10年时间平均投资周期已翻5倍。特别是从2014年起，在“双创”和“互联网+”的政策号召下，券商直投的投资轮次明显前移，如今的平均投资周期已达行业平均水平。

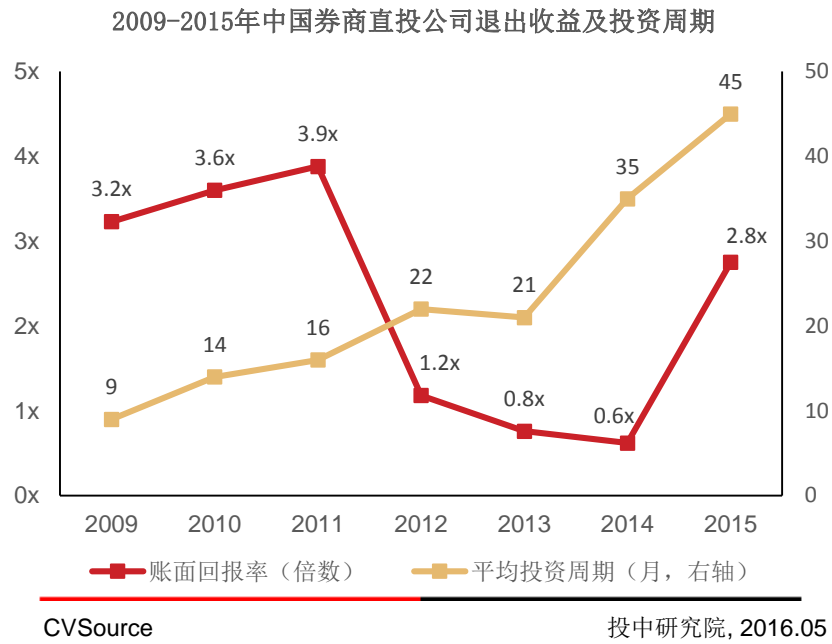


图9 2009-2015年中国券商直投公司退出收益及投资周期

## 4. 券商直投在私募股权市场的定位及展望

相较于市场化的PE/VC机构，券商直投公司拥有独特的优劣势。就优势而言，券商直投业务可以和母公司各项业务之间产生协同效应，通过满足多层次投融资需求实现业务串联和联动，非一般市场化投资机构可以比拟。其次，券商的现有客户资源既可以满足券商直投的募资需求（成为LP）又可以依托其实现并购或同业转让等方式的退出。而劣势主要体现在，由于券商受制于严格的风控机制，在基金运作的灵活性上以及管理团队的激励机制上逊于市场化机构。长远来讲，能否吸引并保留人才提供专业化的服务对未来券商直投业务影响巨大。

券商直投在历经9个年头的洗礼，已经逐步与市场接轨，具备进一步应对市场化的能力。无论从投资个数上还是投资规模上皆创历年新高，在私募股权市场上已经初步占据一定份额。未来随着券商直投公司市场化程度进一步加深，高质量的专业化服务水平会促进券商直投市场占有率进一步攀升。然而，面对竞争日趋激烈的中国私募股权市场，一些市场化程度不足、起步较晚的中小券商直投公司可能面临被淘汰的命运，未来券商直投领域或将出现分化，而具有先发优势的券商直投公司会在分化中跑赢。

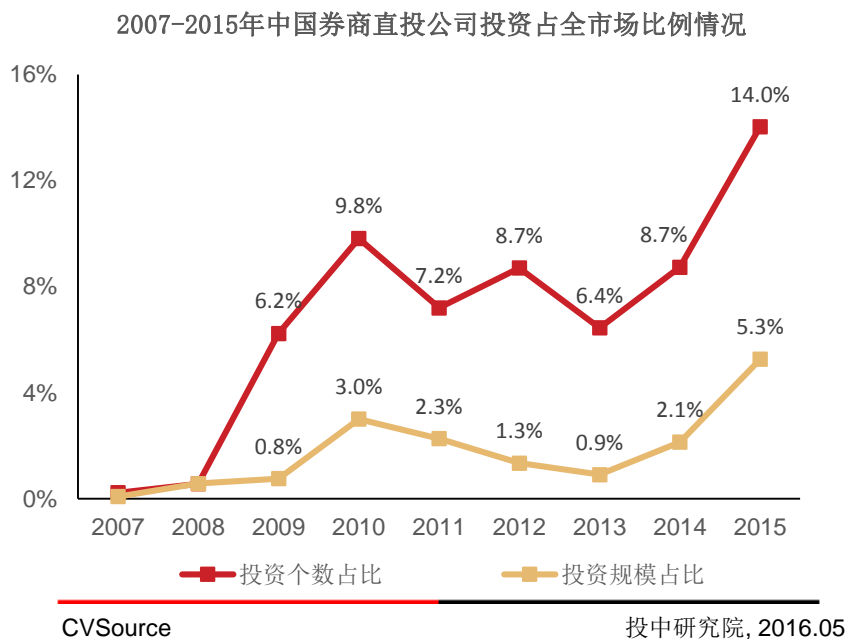


图10 2007-2015年中国券商直投公司投资占全市场比例情况

长远来看，随着行业壁垒被打破，银行、信托及互联网公司纷纷进入私募股权投资领域，决定券商直投公司能否站稳脚跟的核心驱动力是其市场化运作能力及专业化服务能力。在“募投管退”四个阶段中，真正能够体现增值服务的关键在于“投”和“管”，因此将考验券商直投公司的人才储备及主动管理能力，而这两个方面正是券商直投公司亟待解决和正在转型的方向。

## 研究垂询

马跃 Ariel Ma 分析师

Email: [ariel@chinaventure.com.cn](mailto:ariel@chinaventure.com.cn)

## 媒体垂询

张馨月 Yedda Zhang 媒介

Tel: +86-10-59799690-638

Fax: +86-10-85893650

Email: [yedda@chinaventure.com.cn](mailto:yedda@chinaventure.com.cn)

## 关于投中研究院

投中研究院隶属于投中信息，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

## 关于投中信息

投中信息是一家领先的中国股权投资市场专业服务机构，通过旗下金融数据、研究咨询、媒体资讯、交易平台、会议活动、金融培训等业务，为行业 and 客户提供专业、多层次的产品与服务。投中信息创建于中国股权投资市场起步之时，历经多年沉淀和积累，树立了专业的品牌形象，获得了行业同仁的广泛认可，并将继续引领和推动中国股权投资市场的蓬勃发展。投中信息成立于 2005 年，总部位于北京，在上海、深圳设有办事机构。

## 引用说明

本文由投中信息公开对媒体发布，如蒙引用，请注明：投中信息。并将样刊两份寄至：

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层

邮编：100007

收件人：张馨月