

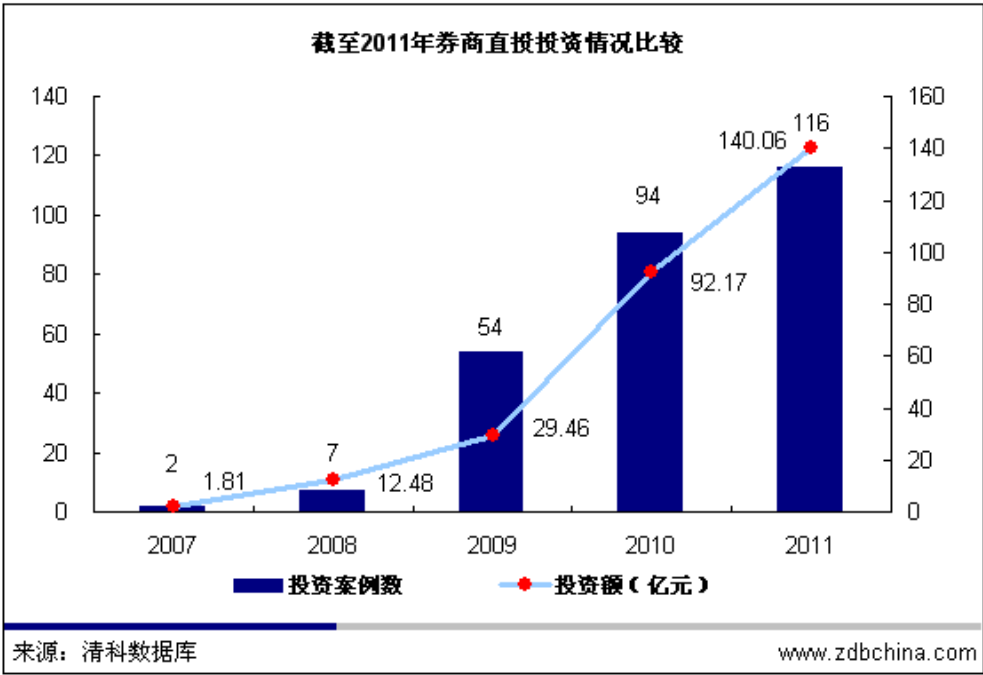
清科观察：退出回报下行 券商直投回归理性

2012-8-17 清科研究中心 蔡建飞

2012 年 6 月 19 日，中信证券发布公告称，直投子公司金石投资有限公司设立中信并购基金管理有限公司获得了中国证监会的批准，中信并购基金是目前中国证监会批准设立的第一支并购基金，该基金的成立标志着传统券商业务取得了一次创新性的进展。从 2007 年 9 月，证监会正式启动证券公司直投业务试点以来，券商直投业务迅速发展成长为国内 PE 市场上一支不可小觑的力量。截止到 2012 年上半年，共有 38 家证券公司获得了直投业务资格，已披露累计投资额约 275.98 亿元人民币，平均账面回报 4.86 倍。

投资空间巨大 券商直投驶入快车道

根据清科数据统计，截止到 2011 年，获批的 38 家券商净资本总额约为 3,742.86 亿元人民币。券商使用自有资金进行直接投资业务，证监会规定上限为证券公司净资本的 15%。以此计算，可用于直接股权投资资本量约为 561.43 亿元人民币，目前，券商直投子公司累计披露投资 273 笔，总投资约 275.98 亿元人民币，市场规模成长迅速，还存在很大的投资增长空间。



从 2007 年至 2011 年券商直投投资统计来看，不管是投资案例个数，还是累计投资金额都呈现了快速增长的趋势，到 2011 年底，中信证券旗下的金石投资、海通证券旗下的海通开元以及国信证券旗下的国信弘盛均有 28 笔或以上的投资，而平安、广发、光大等众券商也纷纷展开直投业务，投资案例数逐年增加，与前三位的差距正在一步步缩小。

表 1 截至 2011 年底券商直投案例数排名

证券公司	直投子公司	投资案例数
------	-------	-------

中信证券	金石投资有限公司	41
海通证券	海通开元投资有限公司	31
国信证券	国信弘盛投资有限公司	28
平安证券	平安财智投资管理有限公司	24
广发证券	广发信德投资管理有限公司	18
光大证券	光大资本投资有限公司	15
中国中投证券	瑞石投资管理有限责任公司	12
齐鲁证券	鲁证创业投资有限公司	9
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	9
国元证券	国元股权投资有限公司	9
长江证券	长江成长资本投资有限公司	9

来源：清科数据库

www.zdbchina.com

目前来看，直投业务的发展基本上是沿着政策导向的脚步在进行。在业务开始之初，券商仅能使用自有资金进行直接投资业务。2011年7月，证监会下发《证券公司直接投资业务监管指引》（简称“监管指引”），该文件一方面再次明确了证监会对于券商直投设立条件、业务范围、运营管理、风险控制等方面的具体要求；另一方面，《监管指引》放开了券商直投公司成立直投基金，向第三方投资者进行募资的权限，使得券商直投公司得以突破原有投资规模不得超过券商资产15%的限制，为其转型成为专业化PE基金管理机构提供了支持。截至2012年5月，已有4只券商直投基金获批成立。其中，2011年6月成立的中金佳泰产业整合基金已完成首轮募资，金石投资、海通开元、华泰资金旗下的直投基金也相继获批。自2007年试点方案实施以来，券商直投业务逐渐转向自有资金加第三方资金的时代，管理资本量也节节攀升，但就目前来看直投子公司投资规模依然受母公司净资本影响，新的投资模式还需要时间的检验。

表2 截至2011年券商直投注册资本量排名（亿元）

证券公司	直投子公司	注册资本量	成立时间
中信证券	金石投资有限公司	52	2007-10
海通证券	海通开元投资有限公司	40	2008-10
光大证券	光大资本投资有限公司	20	2008-11
广发证券	广发信德投资管理有限公司	17	2008-10
国信证券	国信弘盛投资有限公司	15	2008-08
银河证券	银河创新资本管理有限公司	10	2009-10
平安证券	平安财智投资管理有限公司	10	2008-09
齐鲁证券	鲁证创业投资有限公司	10	2010-12
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	7	2008-09
国元证券	国元股权投资有限公司	6	2009-08

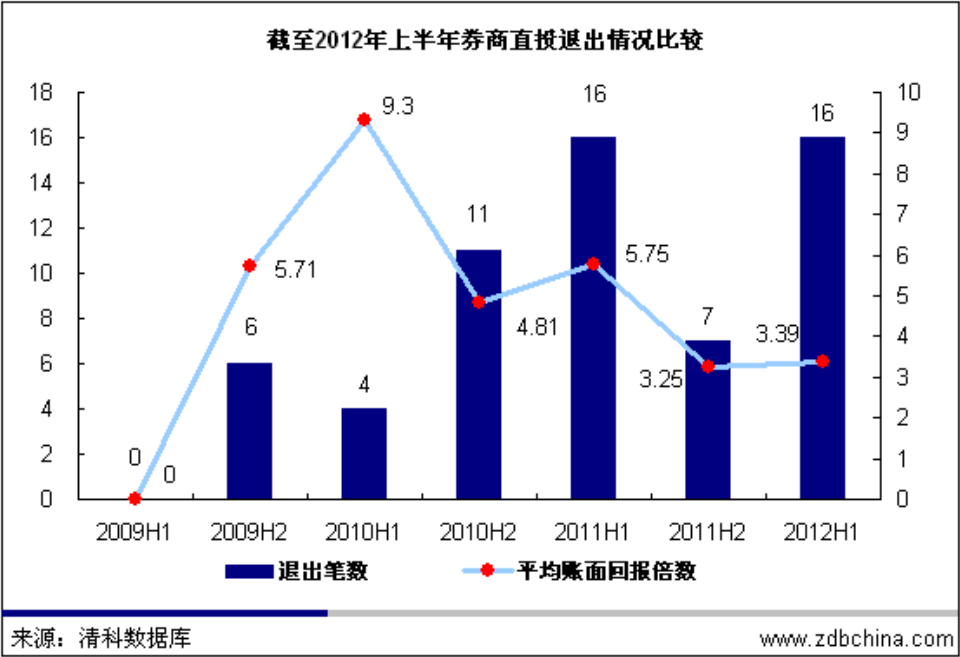
来源：清科数据库

www.zdbchina.com

退出案例数持续走高 直投业绩参差不齐

进入2012年以来，众券商直投迎来了“收获期”，成功退出笔数从2009年的6笔增长到2011年23笔，增长幅度高达73.9%，而仅2012年上半年就已经有16笔退出，形势比较乐观。从回报上来看，

2009 年至 2012 年上半年，券商直投退出平均回报倍数为 4.86，回报水平一般，但与创投机构不同，券商直投一般具有项目资源丰富的天然优势，投资周期一般比较短，统计的 2009 至 2012 年上半年退出案例中，平均投资周期约为 17 个月，最长不超过 38 个月，并且有 57 笔 IPO 退出案例中主承销商为投资方的母公司。直投+承销几乎成为约定俗成的方式，从券商整体收益角度分析，直投业务拓宽了证券公司的收入渠道，改善了券商收入结构和盈利模式，有可能形成新的利润增长点。



值得注意的是，从 2011 年开始，券商直投账面回报出现下滑的趋势，分析原因主要是宏观经济呈现继续走低的态势，直投业务逐渐回归理性。此外，并非所有券商均实现了乐观的收获，清科数据库统计，截至到 2012 年上半年，已有投资项目的券商中超过半数仍未实现退出零的突破，券商直投行业内的业绩出现了较大分化，收获最大的当属金石投资，其投资项目正处于密集解禁期，而有 30 家券商直投业务在 2012 年上半年“颗粒无收”，管理资本量制约、从业人员经验水准参差不齐、激励机制滞后等问题可能是造成这种分化的主要症结。

表 3 截至 2012 年上半年券商直投退出排名（按笔数）

证券公司	直投子公司	退出笔数
中信证券	金石投资有限公司	16
广发证券	广发信德投资管理有限公司	12
国信证券	国信弘盛投资有限公司	12
平安证券	平安财智投资管理有限公司	9
海通证券	海通开元投资有限公司	4

来源：清科数据库

www.zdbchina.com

各券商直投在回报收益上也存在差异，国泰君安创新因 1 笔账面回报 16.22 倍的退出居首，国信弘盛位居第二、平安财智、国元股权投资并列第三位，而以退出笔数居首的金石投资仅实现 3.66 倍的平均账面回报。平均投资周期 17 个月，2009 年 10 月 30 日，金石投资退出神州泰岳，其投资周期只有短短

的 4 个月时间，创下了券商直投投资周期的最短纪录。

表 4 截至 2012 年上半年券商直投退出回报排名

证券公司	直投子公司	账面平均回报倍数	平均投资周期（月）
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	16.22	35
国信证券	国信弘盛投资有限公司	6.45	17
平安证券	平安财智投资管理有限公司	5.93	13
国元证券	国元股权投资有限公司	5.93	15
广发证券	广发信德投资管理有限公司	4.45	16
中信建投证券	中信建投资本管理有限公司	4.28	12
中信证券	金石投资有限公司	3.66	17
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	3.63	13
海通证券	海通开元投资有限公司	3.53	11
中金公司	中金佳成投资管理有限公司	2.76	16
光大证券	光大资本投资有限公司	1.79	20

来源：清科数据库

www.zdbchina.com

从退出渠道上看，累计实现的 60 笔 IPO 退出中涉及企业 59 家，其中深圳创业板为主要的退出通道，共有 29 笔，占总退出笔数的 48.3%；其次是深圳中小企业板，共实现退出 21 笔，占总退出笔数的 35.0%；此外，上交所、香港主板也均有成功退出的案例，共计 10 笔。

表 5 截至 2012 年上半年 IPO 退出市场分布

退出市场	笔数	比例	上市企业数量	比例	平均账面回报倍数
深圳创业板	29	48.3%	29	49.2%	5.70
深圳中小企业板	21	35.0%	20	33.9%	4.85
上海证券交易所	8	13.3%	8	13.6%	2.69
香港主板	2	3.3%	2	3.4%	2.76

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15860

