

聚焦 券商直投业务转型

36家券商豪掷243亿猛攻直投业务

上市券商即将实现直投业务全覆盖

直投业务无疑拓宽了券商收入来源,尤其在经纪业务短期难改颓势、佣金率持续下滑的背景下,直投收入对券商业绩无疑起到稳定作用。

当更多的券商试水直投业务之时,包括中信证券、海通证券等部分业务开展较早的券商已进入业务回报期。

证券时报记者 伍泽琳

继国金证券日前公告拟斥资2亿设立直投子公司之后,沪深两市18家上市券商直投业务将实现全覆盖。统计数据显示,包括非上市券商在内的36家券商直投子公司注册资本已超240亿元。

业内人士表示,更多的券商试水直投业务之时,包括中信证券、海通证券等部分业务开展较早的券商已进入业务回报期。

券商直投踊跃

自2007年中信证券取得直投业务试点资格,设立国内首家券商直投子公司算起,国内券商直投业务已开展了4年多。此间,随着2009年5月《证券公司直接投资业务试点指引》的出台,证监会降低了券商设立直投业务门槛,券商直投子公司的设立迎来了第二轮高峰,广发证券、华泰证券、平安证券等8家券商获得直投业务资格。

截至2012年2月24日,已获批准设立直投子公司的券商共计36家,直投子公司注册资本合计达243.1亿元。其中,沪深两市18家上市券商已涉足或即将涉足直投业务。据清科研究中心统计,目前已有包括金石投资、海通开元、中金佳成等在内的6家券商直投机构参与设立9只直投基

金,筹集并管理机构投资者的资金,开展直投业务。

先行者初尝甜头

在更多的券商准备加入直投大军时,部分直投业务先行者已初尝甜头。据清科研究中心高级分析师傅结介绍,截至2012年1月底,已有42个券商直投项目通过首次公开发行股票(IPO)方式退出。

按照平均账面回报倍数看,国元证券旗下国元股权投资虽然仅发生1笔IPO退出案例,但账面回报已达5.93倍,居各机构之首;平安证券旗下的平安财富位居第二位,共实现7笔IPO退出,平均账面回报为5.63倍;广发证券旗下的广发信德同样完成7笔IPO退出,平均账面回报5.11倍,位居行业第三位;排在第四和第五位的依次为国信证券和中信证券的直投子公司国信宏盛与金石投资,两家机构均完成10笔IPO退出,平均账面回报倍数分别为4.82倍和4.37倍。

目前国内券商盈利模式单一,作为券商主要收入来源的经纪业务短期内难改“靠天吃饭”的困境,资管、自营等业务同样难以摆脱受资本市场影响而业绩波动较大的局面。广东某券商经纪业务总部总经理助理表示。

直投业务无疑拓宽了券商收入来源,尤其在经纪业务短期难改颓势、佣金持续下滑的背景下,直投收入对券商业绩无疑起到稳定作用。以中信证券为例,海通证券分析师董乐指出,2011年上半年中信证券的经纪业务在营业净收入中占比下滑至27%,但该公司净利润却同比增长13%。在中信证券不再享有中信建投股权且市场行情相对低迷的背景下,该公司盈利同比实现正增长,直投业务是主要推动因素。”董乐表示。

此外,招商证券一份研究报告指出,平安财富、国信宏盛等券商直投子公司多个项目IPO之后,所持股份将在今年明年陆续解禁,预期利润可观。



2011年券商直投退出案例前五

排名	机构名称	退出案例数量(笔)	平均账面回报水平(倍)
1	金石投资有限公司	7	4.22
2	平安财富投资管理有限公司	7	5.07
3	广发信德投资管理有限公司	5	4.94
4	国信弘盛投资有限公司	5	3.99
5	海通开元投资有限公司	2	3.21

伍泽琳/制表 翟超/制图

直投基金 引领券商直投转变角色

证券时报记者 伍泽琳

券商直投业务开展4年多以来,该业务正由重资本向轻资本转变。与此同时,券商直投所扮演的角色也将由单纯的出资方向管理方转变。

借鉴有限合伙制

2011年7月,证监会出台了《证券公司直接投资业务监管指引》。指引除了对既有试点券商直投机构做进一步规范外,最大亮点在于允许券商直投子公司设立直投基金。业内人士认为,直投基金的放开,让券商直投业务获得快速发展的机遇。在此过程中,如何控制风险、树立品牌,则是券商直投必须面对的挑战。

中金公司旗下直投子公司中金佳成拔得头筹,率先试点直投基金。该基金于2011年4月开始募集,计划募集资金50亿元,仅2个月时间即实现15亿元募资金额,市场接受程度可见一斑。

《监管指引》颁布后,券商直投可以设立直投基金,并可以通过非公开方式筹集资金。业内人士表示,设立直投基金,意味着券商直投业务的定位已由过去的“为自己管钱”,转变为也能“帮别人管钱”。借此契机,券商直投业务由过去的重资本向轻资本转变,所扮演的角色也将由过去单纯的出资方向管理方转变。

根据《监管指引》相关规定,直投公司设立直投基金,直投基金管理公司应采取有限责任公司或有限合伙企业形式。据了解,借鉴国际经验,所谓的有限合伙制,通常由普通合伙人(管理方)和有限合伙人(出资方)组成。其中前者出资1%,且在基金运作时,按基金规模提取2%~4%的管理费用,后者则缴纳剩余的出资,且不参与基金的管理运营。在

利润分配方面,当有限合伙人收回其全部投资成本后,普通合伙人可从该基金投资收益中获取20%~50%的利润分成。

资产配置更灵活

设立直投基金后,券商直投作为普通合伙人(管理方),可以利用自有资金设立多个私募股权投资基金(PE),这能有效改变券商直投业务资本规模偏小的现状。”国内某中型券商投行经理表示。据了解,目前券商直投子公司资本规模一直较小,且受严格监管,导致券商直投子公司无法投资一些大型项目以及一些比较优质的前期项目,从而失去较好的投资机会。

在业内人士眼里,设立直投基金不仅能够有效提高券商直投业务的资金利用率,还能提升其投资收益和风险控制能力。现阶段,券商参与直投业务的方式颇为单一,通常以自有资金参与,待项目退出后获取投资收益。在此背景下,一旦直投项目投资失败,直投公司的资本金将直接蒙受损失,对券商业绩带来影响。通过设立有限合伙制基金开展直投业务,个别基金项目投资失利,对券商业绩的影响也相对较小。”广发信德投资谢永元说。

此外,设立直投基金给券商直投业务带来的远不止资金的规模效应,更多的是市场化的运营模式。作为管理回报,券商直投可以提取固定的年费,项目成功退出后,也会提取一定的业绩报酬。”兴业证券分析师张颖说。

中信建投资本相关人士也认为,通过“管理费+投资收益提成”的方式能维持一只较高水平的业务团队,并持续吸引高素质的PE投资人才。”

设立直投基金虽然能带来新的机遇,但部分业内人士也指出,对券商直投而言,或许即将面对真正的考验。券商直投能否募集到足够的资金,是其基金销售能力的考验;能否在投资期限内将募集资金投资完毕,是对项目开拓能力的考验;能否取得令投资者满意的回报,则是对其判断能力的考验;能否处理好与投资入之间的关系,又是对其沟通协调能力的考验。”深圳某中型券商分管投行业务的副总裁说。

券商直投增值服务短板待解

证券时报记者 伍泽琳

券商直投留给公众更多是财务投资者的印象。面对竞争日益激烈的股权投资市场,部分券商直投子公司已意识到资金的注入只是创造价值的一部分,更重要的是为企业提供增值服务的过程。

热衷价格投资

据投中集团统计,券商直投项目自2009年底进入收获期以来,截至2011年三季度末,券商直投参与企业从融资到上市的时间周期普遍偏短,已上市企业的平均投资周期仅为9个月,其中金石投资对神州泰岳的投资周期仅为5个月。

长期以来,券商直投的特点是高度依赖“保荐+直投”模式,突击入股成为拟上市公司股东、通过首次公开发行股票(IPO)退出。券商直投沿用国内大部分私募股权投资基金(PE)的生长路径,高度关注并主要投资中后期、即将上市的项目,因此给公众的印象更多是扮演“财务投资”的角色。

然而传统的PE投资不仅为企业提供资金,还包括为企业提供公司治理、人才培养等一系列全面提升企业整体价值的增值服务,PE机构往往会在为企业创造价值之后才获利退出。

国内券商直投发展还处于初级阶段,业务虽然已有一定的发展,但为所投资的企业创造价值的能力还比较欠缺,这方面需要进一步加强与完善。”安信乾宏投资崔远洪表示。

转型价值投资

云月投资合伙人苏丹瑞表示,被投资的公司迅速上市后,如果PE很快退出,那么最后受伤的还是被投资

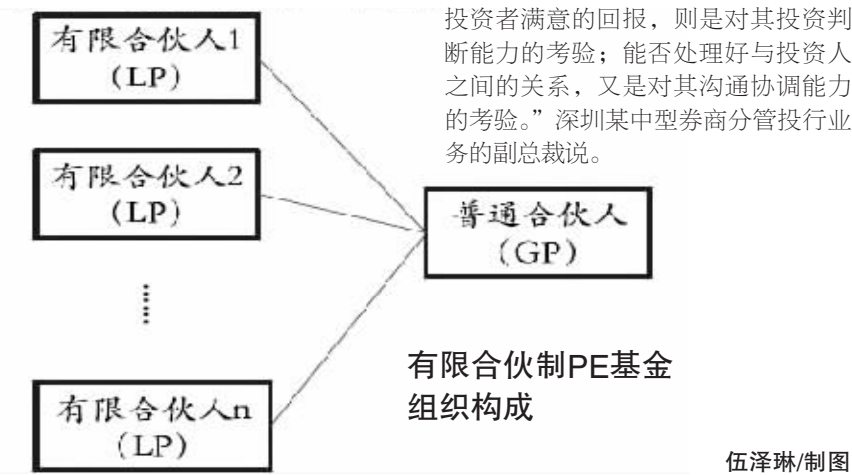
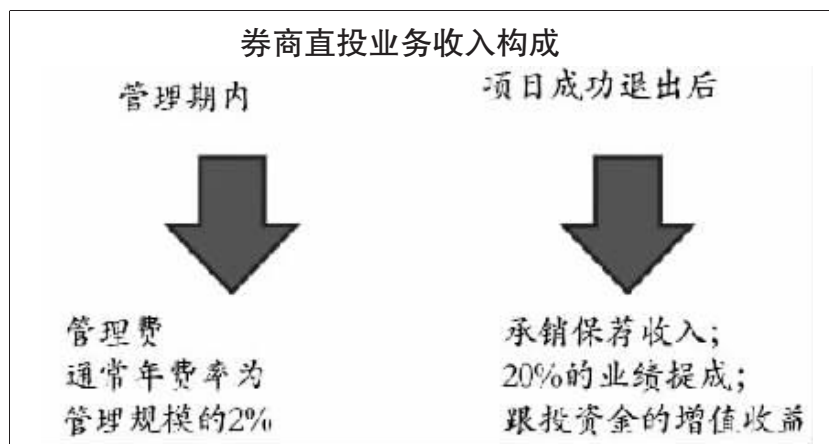
的公司本身。据他介绍,云月投资为所投资的企业提供包括担任企业CFO(财务总监)人选、监督企业结构重组和优化、制定企业收购、聘请专家制定企业运营指标等等增值服务。

直投业务不应该简单地将套利作为自身发展目标,而是需要在实现自身盈利的同时,为企业提供各种增值服务,这种服务不仅向被投资企业提供强有力的资金支持,更重要的是与他们分享先进的管理经验和遍布全国的商务关系。”广发信德投资谢永元指出。

谢永元认为,券商直投在为企业提供增值服务有着以下专业经验优势:可以协助被投资企业策划长远发展战略,提升经营管理水平,实现最佳资本结构,积极协助被投资企业进行各项上市准备;为被投资企业提供各种可能的投资与并购、业务与技术合作机会,加强公司与被投资企业之间的资源整合,提升被投资企业的投资价值,实现券商直投与被投资企业的双赢。

中信建投证券投行部的研究报告指出,摩根士丹利投资蒙牛公司时,除了以较高的市盈率入股之外,还针对蒙牛自身发展时间较短、规模较小等特点,提供了两类增值服务。其一是帮助蒙牛重组了企业法律结构和财务结构,使其在财务、管理、决策过程等方面实现了规范化;其二是帮助蒙牛确定了在香港主板上市方案,并进行全程指导。

随着券商直投业务由试点转为常规以及直投基金的推行,未来券商直投业务盈利模式的核心在于创造价值能力,资金的介入仅是投资的开始。业内人士指出,通过提供增值服务,为企业创造价值,最终与企业共同实现利益最大化,才能真正体现券商直投的中介本色和金融实力。



伍泽琳/制图

云月投资:PE增值服务样本

证券时报记者 伍泽琳

钱投进企业,PE(私募股权投资基金)便不见了人影,等企业上市,就着急把股票卖掉——这不是我们喜欢的投资方式。”云月投资合伙人苏丹瑞说。

云月投资作为一家进入中国市场已有12年的国际化私募股权基金,在中国一共投资了12家企业,并控股其中半数企业。截至目前,云月投资已从4家企业成功退出。

在云月投资投资的项目中,有九成项目实现了盈利。对于如何保证收益的同时控制风险的问题,苏丹瑞总结了许多经验,但概括起来就是一句话:“为企业做好增值服务。”

云月投资收购广州英爱股权项目是一个典型案例。苏丹瑞表示:“从行业看,中国对婴童行业产品的需求,可能是目前所有消费品中增长最快的。2011年,城镇家庭在婴儿用品上的平均花费约为2500元,预计2015年将达1.2万元左右。”看好国内婴童用品市场的云月投资,近期投入1亿美元完成了对国内婴童用品企业——广州英爱贸易的股权

收购,并实现控股。

宣布收购不久,云月投资派出多位专业人士协助该公司运营,还聘请了若干外部专家在产品、设计、电子商务、信息技术(IT)、财务控制等各个领域为广州英爱给予建议。

成为股东后的云月投资显然不希望广州英爱的发展原地踏步,而是利用一切资源帮助广州英爱提升品牌形象,推动该公司向更高的目标发展。

“我们希望利用英爱做一些并购。”云月投资在帮助该公司寻找国内其他有较强品牌实力或渠道实力的公司的同时,也将目光投向国际上较为出色的婴童用品生产企业。在云月投资看来,利用广州英爱的平台并购一些国际顶尖、在某个细分行业做得很好的公司或品牌,有利于把后者较好的资源,诸如产品设计经验及管理经验带到中国。

云月投资在开展上述工作时发现,过去国内外公司洽谈合作的内容不外乎销售渠道、品牌代理等方面。而现在,因为中国婴童用品市场发展迅速,国外企业开始期待与控股了广州英爱

的云月投资开展股权合作。

云月投资对被投资企业实行主动管理,参与企业重大决策,帮助投资对象改善公司治理结构、提升公司治理水平,为被投资企业提供各种投资与并购、业务与技术等方面的增值服务,以提升被投资企业的投资价值。如此看来,云月投资不像风险投资者,而像战略投资者。

不过,“服务是有价的”理念在云月投资经历中表现得淋漓尽致,云月投资在积极参与企业运作的同时,

也分享了行业商机。例如,2002年苏丹瑞因为云月投资旗下的掌上灵通项目而获得与广东移动深度合作的机会。在此期间,他得知广东移动正遭遇手机用户缴费难的问题,为此,他参与设立了捷银支付公司去帮助广东移动为手机用户提供缴费服务。2011年,捷银支付成为了国内首批获得第三方支付牌照的企业之一。

苏丹瑞表示:“对于PE而言,如果所投的企业每年都赚钱,而且每年都比上一年更赚钱,这就是一个很好的投资。PE应该继续留在那里,而不是离开。”尽管广州英爱公布了上市计划,对于云月投资而言,并不意味着就要赶紧退出。

近年来部分券商直投退出案例表

投资机构	被投资企业名称	投资时间	投资金额(百万)	退出时间	账面回报倍数
平安财富投资	浙江贝因美科工贸股份有限公司	2009年09月	64.00	2011年04月	12.34
广发信德投资	福建纳川管材科技股份有限公司	2009年09月	15.48	2011年04月	8.01
金石投资	浙江开山压缩机股份有限公司	2009年12月	40.00	2011年08月	7.88
平安财富投资	深圳市瑞凌实业股份有限公司	2009年12月	15.48	2010年12月	7.17
金石投资	青岛东软载波科技股份有限公司	2009年12月	20.00	2011年02月	6.22
广发信德投资	广东安居宝数码科技股份有限公司	2009年11月	8.00	2011年01月	6.13
国信弘盛投资	江苏维尔利环保科技股份有限公司	2009年12月	18.90	2011年03月	5.68
国信弘盛投资	广州中海达卫星导航技术股份有限公司	2009年04月	15.37	2011年02月	5.49
广发信德投资	广州市鸿利光电股份有限公司	2010年03月	20.00	2011年05月	5.06
平安财富投资	江苏通达动力科技股份有限公司	2010年03月	20.00	2011年04月	4.75
金石投资	恒泰艾普石油天然气技术服务股份有限公司	2009年10月	24.00	2011年01月	4.41

数据来源:清科研究中心 伍泽琳/制表