

## 聚焦券商业务转型

## 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。

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。其间,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将涉足直投业务。据清科研究中心统计,目前已包括金石投资、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皓介绍,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智位居第二位,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。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,平安财智、国信宏盛等券商直投子公司多个项目IPO之后,所持股份将在今明两年陆续解禁,预期利润可观。

## 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,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在中后期、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、人才培训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

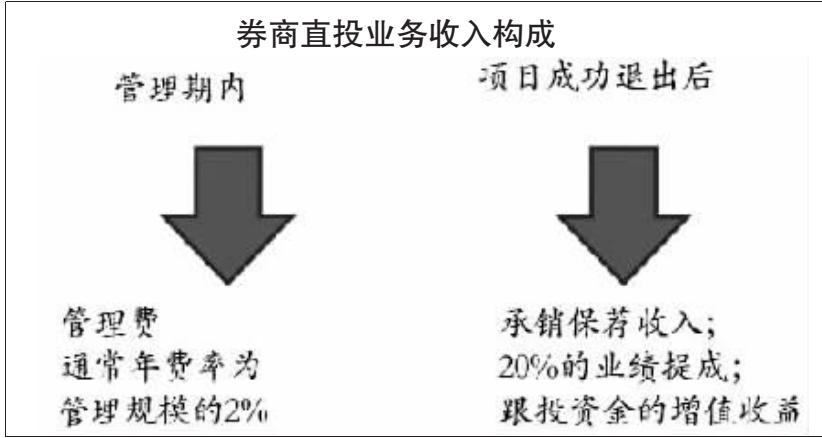
云月投资合伙人苏丹瑞表示,被投资的公司迅速上市后,如果PE很快退出,那么最后受伤的还是被投资



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	平安财智投资管理有限公司	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



## 云月投资:PE增值服务样本

证券时报记者 伍泽琳

钱进企业,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,也将眼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

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换。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,直投基金管理机构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。

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,是对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,则是对其投资判断能力的考验;能否处理好与投资人之间的关系,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。

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,是对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,则是对其投资判断能力的考验;能否处理好与投资人之间的关系,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。

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网络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
平安财智投资	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
平安财智投资	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	广州市鸿利光电有限公司	2010年03月	20.00	2011年05月	5.06
平安财智投资	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