

推荐 (维持)

直投已露尖尖角

2011 年 4 月 6 日

证券行业 2011 年二季度投资策略

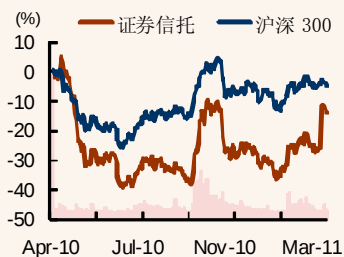
上证指数 2967

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	24	1.3
总市值 (亿元)	8285	3.1
流通市值 (亿元)	5525	2.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.0	37.6	-12.6
相对表现	12.5	27.8	-8.9



相关报告

- 1、《布局防御策略，等待价值重估-证券行业深度报告》2009/12/16
- 2、《新业务破冰，杠杆化时代大幕开启-证券行业专题报告》2010/1/11
- 3、《证券行业 2010 年中期投资策略-分享行业成长，撷取转型之花》2010/6/8
- 4、《证券行业 2010 年四季度投资策略-创新引领发展，转型渐入佳境》2010/9/28
- 5、《新三板转融通齐发力，创新盈利前景更明晰》2011/2/25

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

直投业务经过 3 年的酝酿和运作，2011 年开始进入了利润收获期。随着直投从创新业务走向常规化，资本消耗的买方业务为过去的纯卖方定位带来了新的思路和展业领域。我们维持证券行业推荐评级。

- **曲折发展中获良机。**早在 20 世纪 90 年代初，券商就尝试开展“直投”业务。因种种原因而禁止，2006 年政策开闸，2007 年证监会启动券商直投业务试点。目前，30 家获直投资格的券商已成立子公司，券商直投迎来发展的新良机。
- **多元主体初现，券商成生力军。**在我国 PE 投资的快速增长时期，逐渐形成社保、创投、信托、证券、产业基金等多元直投主体的市场格局。随着直投业务的逐步放开和市场化程度的加深，凭借自身的品牌优势、专业人才优势、资源优势、风险管理等优势，券商有望成为 PE 市场的生力军。
- **创业板助推直投新发展。**退出是直投实现收益的最后步骤和整个价值链的关键环节，创业板是 PE 投资最佳退出渠道。目前，券商直投项目中有 41 个成功上市，21 个在创业板上市，项目最高回报水平 37 倍。创业板的开启推动直投业务的规模化发展和投资收益率的提升，引领券商直投进入黄金发展时期。不久将推出的新三板更是为券商直投降低了进入和退出的门槛。
- **期待直投模式转型。**高盛直投是全球投行直投业务的典范，采用直接投资基金模式开展直投业务。目前，我国券商直投以设立直投子公司模式为主，最大投资规模 383 亿元。“直投+保荐”是券商直投业务的主要运作模式，收益丰厚，但政策监管趋严。基于国际投行直投的成功模式和我国券商直投的内在环境，“直投子公司+股权基金管理公司”共发展将是直投业务的发展趋势。
- **直投步入获利期。**券商直投项目的投资收益丰厚，直投业绩也将逐步释放。2011-2013 年是直投项目解禁高峰期。中信证券已形成 5 大直投平台，项目储备丰富，预计 2011 年直投业务收益贡献 5.1 亿元，利润贡献率 6.75%。海通直投已呈现多元化、规模化发展态势，预计 2011 年利润贡献 2.01 亿元。随着直投业务的推进，其利润贡献将进一步体现。直投业务将成我国券商最重要的买方业务之一。
- **风险因素：**股市大幅调整，直投业务面临的政策限制风险

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
中信证券	14.30	0.90	1.10	0.67	13.0	21.3	2.2	强烈推荐-A
海通证券	10.25	0.49	0.49	0.58	20.9	17.7	1.9	强烈推荐-A
广发证券	38.73	1.87	1.62	1.98	25.0	28.9	5.0	强烈推荐-A
宏源证券	17.76	0.79	0.90	1.14	21.1	16.7	3.9	强烈推荐-A
华泰证券	14.18	0.82	0.67	0.77	20.9	18.2	2.6	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、券商直投迎来黄金发展期.....	4
1. 历史沿革：曲折发展中获良机	4
2. 券商开创 PE 市场新格局	6
3. 创业板引领直投新发展	8
二、券商直投的发展模式	10
1. 国际投行直投的概况	10
2. 高盛-投行直投的典范	11
3. 券商直投的发展方向	12
三、券商直投步入获利期	17
1. 直投项目的利润分析	17
2. 中信、海通创佳绩	18

图表目录

图 1: 券商直投的政策演变	4
图 2: 日本风险投资资本市场资金构成	6
图 3: 我国 PE 投资的资金来源构成	6
图 4: 券商的直投业务链的优势分析	7
图 5: 券商的直投业务链竞争力分析	7
图 6: 2008-2010 年上半年我国 PE 投资的退出方式比较	8
图 7: 09 年 Q4 -10 年 Q3 我国 VC/PE 支持上市情况	8
图 8: VC/PE 支持上市平均回报率统计	8
图 9: 2006-2009 年高盛的业务构成	11
图 10: 高盛直投业务布局的全球化	11
图 11: 高盛直投的发展模式	12
图 12: 券商直投子公司的注册资本占净资本比例	13
图 13: 中信证券多元化直投业务链	18
图 14: 2011-2013 年中信直投业务利润贡献	19
图 15: 2011-2013 年中信直投业务财务数据预测	19
图 16: 海通证券三大直投业务平台	20
图 17: 2011-2013 年海通直投业务利润贡献	20
图 18: 2011-2013 年海通直投业务财务数据预测	20
图 19: 证券信托行业历史 PEBand	22
图 20: 证券信托行业历史 PBBand	22
表 1: 已获批直投资格的 30 家券商直投子公司情况 (单位: 亿元)	5
表 2: 我国 PE 市场的政策规定	6
表 3: 券商直投项目创业板上市回报率 (单位: 万元)	9
表 4: 国际投行业务的演变	10
表 5: 国际上直投业务的组织形式对比	10
表 6: 高盛直接投资专业化分工 (单位: 亿美元)	11
表 7: “直投+保荐”创高收益 (单位: 万元)	13
表 8: 国内券商合资成立基金管理公司进展 (单位: 亿元)	14
表 9: 参股基金直投项目收益情况 (单位: 万元)	15
表 10: 直投项目的账面投资收益 (单位: 万元)	17
表 11: 其他券商直投项目业绩贡献预测	21
表 12: 主要券商 2011 年一季度业绩预测	22

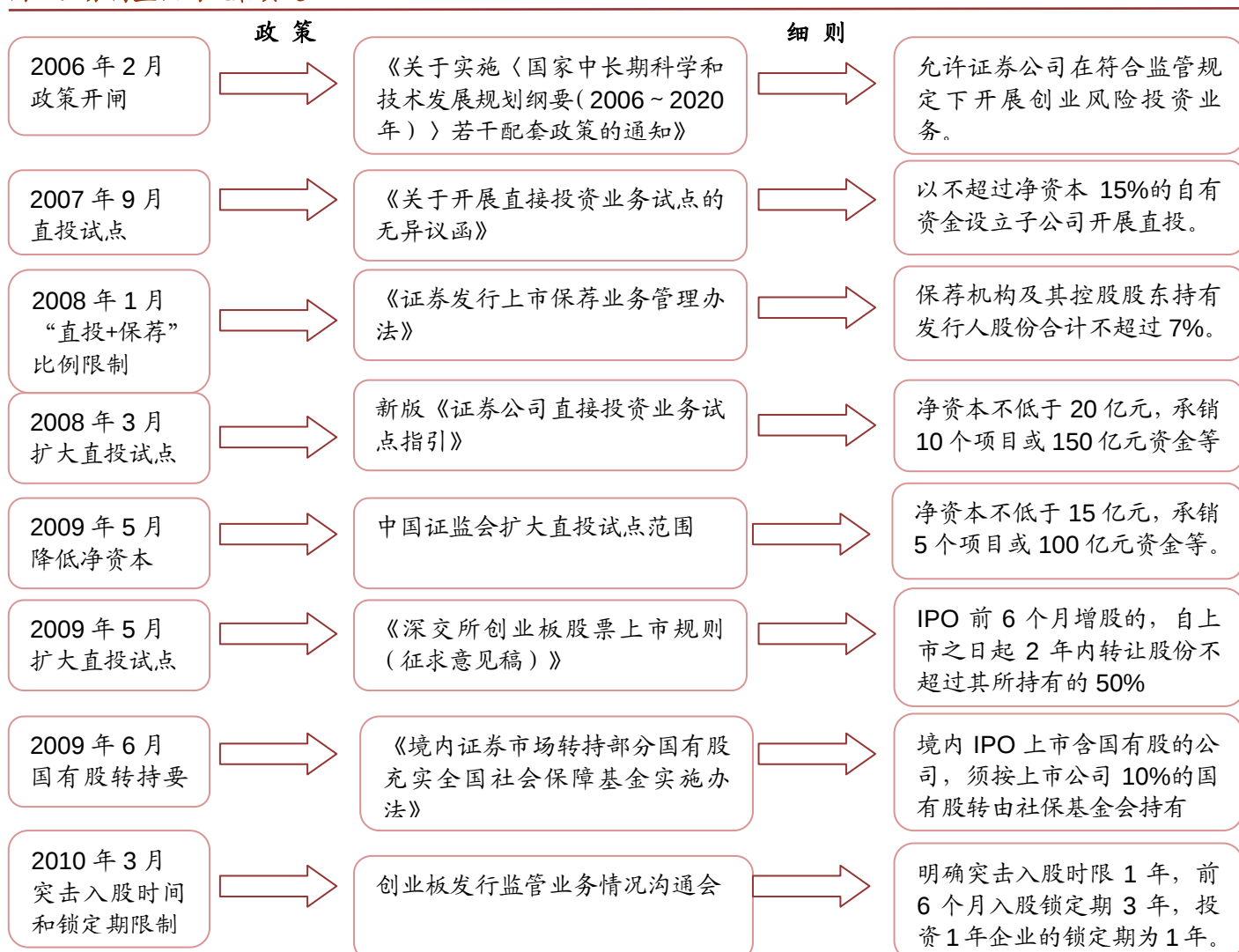
一、券商直投迎来黄金发展期

1. 历史沿革：曲折发展中获良机

券商直投指证券公司直接对未上市项目进行股权投资，以期通过上市或并购等方式退出并取得投资收益。早在 20 世纪 90 年代初，我国券商开始尝试“直投”业务。1995 年中金公司设立直接投资部开展直投业务，先后投资新浪、鹰牌陶瓷等项目。由于相关制度的不完善，出现许多违规行为，形成巨额不良资产。2001 年 4 月，证监会下令进行清理整顿，禁止证券公司开展直投业务，直投业务未果而终。

直投业务禁止期间，部分券商采用“曲线发展”方式开展直投业务。2004 年 11 月海通合资成立海富产业基金管理公司开展股权投资业务。历经早期的萌动，2006 年券商直投业务迎来政策开闸，直投业务进入初步探索阶段。2007 年 9 月证监会启动券商直投业务试点，券商纷纷布局直投，已初具规模。2009 年创业板的开闸推动券商直投业务步入新的发展时期。

图 1：券商直投的政策演变



资料来源：招商证券研究发展中心

根据《证券公司直投业务资格试点指引》规定：证券公司直投业务的范围限定为 Pre-IPO 阶段，即对拟上市公司的股权投资，初步设定投资期限不超过 3 年，且要求证券公司以不超过公司净资本 15% 的自有资金设立全资专业子公司开展直投业务。截止目前，有取得直投业务资格的券商中有 30 家已成立全资直投子公司。预计有 406.42 亿元资金可进入直投市场，已有 41 个直投项目上市，1 个项目处于询价阶段，2 个项目已过会。

表 1：已获批直投资格的 30 家券商直投子公司情况（单位：亿元）

券商名称	直投子公司名称	地址	获批时间	成立时间	注册资本	09 年净资本	直投额度
中信证券	金石投资有限公司	北京	2007.09	2007.10	52	349.04	52.36
中金公司	中金佳成投资管理有限公司	北京	2007.09	2007.10	1.1	43.30	6.50
国信证券	国信弘盛投资有限公司	深圳	2008.06	2008.08	10	107.18	16.08
海通证券	海通开元投资有限公司	上海	2008.07	2008.10	30	343.91	51.59
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	南京	2008.07	2008.08	5	85.31	12.80
平安证券	平安财智投资管理有限公司	深圳	2008.08	2008.09	3	36.89	5.53
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	上海	2008.08	2009.05	5	180.67	27.10
光大证券	光大资本投资有限公司	上海	2008.08	2008.11	20	182.46	27.37
中银国际	中银国际投资有限责任公司	上海	2008.09	2009.05	1	29.50	4.43
广发证券	广发信德投资管理有限公司	广州	2008.10	2008.11	13	107.76	16.16
申银万国	申银万国投资有限公司	上海	2008.10	2009.04	5	113.31	17.00
中信建投	中信建投资本管理有限公司	北京	2009.07	2009.07	1.5	58.92	8.34
国元证券	国元股权投资有限公司	合肥	2009.07	2009.08	5	127.88	19.18
招商证券	招商资本投资有限公司	深圳	2009.08	2009.08	5	179.76	26.96
长江证券	长江成本资本投资有限公司	武汉	2009.08	2009.12	5	73.89	11.08
银河证券	银河创新资本管理有限公司	北京	2009.08	2009.10	10	100.29	15.04
东海证券	东海投资有限责任公司	常州	2009.09	2009.12	3	30.21	4.53
东方证券	东方证券资本投资有限公司	上海	2009.11	2010.02	3	72.13	10.82
西南证券	西证股权投资有限公司	重庆	2010.02	2010.03	4	35.25	5.29
宏源证券	宏源创新投资有限公司	乌鲁木齐	2010.02	2010.03	2	47.19	7.08
第一创业	第一创业投资管理有限公司	深圳	2010.02	2010.03	2	19.90	2.99
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	福州市	2010.02	2010.04	7	37.87	5.68
齐鲁证券	鲁证投资管理有限公司	深圳	2010.04	2010.06	6	89.15	13.37
安信证券	安信乾宏投资有限公司	深圳	2010.06	2010.06	3	66.90	10.04
方正证券	龙华启富投资有限公司	太原市	2010.04	2010.07	2	56.24	8.44
东北证券	东证融通投资管理有限公司	北京	2010.04	2010.11	1	22.77	3.42
国联证券	国联通宝资本投资有限公司	无锡	2010.11	2010.12	2	23.71	3.56
中投证券	瑞石投资管理有限公司	深圳	2010.11	2010.12	2	48.10	7.21
华西证券	华西金智投资公司	成都	2010.11	2010.12	1	25.86	3.88
山西证券	龙华启富投资有限公司	太原市	2011.02	2011.02	1	17.44	2.62
合计	30 家				210.6		406.42

资料来源：招商证券研发中心

直投业绩受限国有股转持规定。2009 年 6 月，《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》规定：“公司首次公开发行股票并上市时，需按实际发行股份数量的 10%，将上市公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有；国有股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持”。按国有股转持规定，国有股东集中的国信证券、国泰君安、华泰证券、宏源证券、西南证券和国元证券的直投上市项目股权需划转，使其直投业务利润贡献受限，挫伤了这些券商直投的积极性。基于此，相关部门正在研究对券商直投国有股权划转规定的调整。2010 年 10 月，出台《国有创

投机机构和创投引导基金可豁免国有股转持》通知，随着政策对 PE 投资的鼓励和倾向，券商直投国有股转持的政策有望松绑。

2. 券商开创 PE 市场新格局

多元主体初现，券商成生力军。为鼓励和发展国内PE市场，我国陆续出台一系列相关政策和法规，培养多元化的PE市场主体。逐渐形成创投、社保、信托、证券、产业基金的直投市场格局。

表 2：我国 PE 市场的政策规定

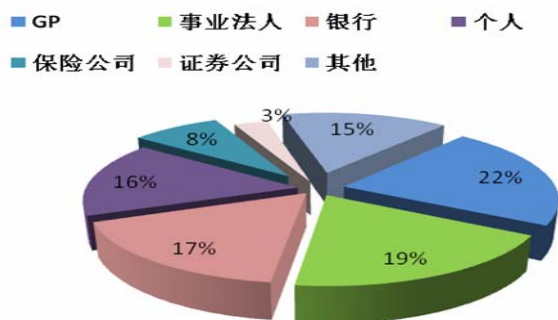
类别	时间	政策规定	具体细则
社保	2008.04	社保基金获准自主投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金。	总投资比例不能超过全国社保基金总资产的 10%
创投	2008.01 2010.10	《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》 《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的通知	对地方设立创投引导基金的明确规范。符合条件的国有创业投资机构、创业投资引导基金，投资于未上市中小企业的国有股，可申请豁免国有股转持义务。
保险	2008.01 2010.09	国务院批准保险机构投资未上市企业股权 《保险资金投资股权暂行办法》保险资金可直接投资企业股权或者间接投资企业股权。	保险资金股权投资试点。 只能投资成长期或成熟期的企业，投资额不高于公司上季末总资产的 5%等。
信托	2007.03 2008.06 2009.03	《信托公司管理办法》 《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》 《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》	允许信托公司对股权投资进行创新。 固有资金投资所占份额不得超过该信托计划财产的 20%；固有资金不超过信托公司净资产的 20%等规定。 固有资产从事 PE 业务，投资总额不超过净资产 20%，持有股权不超过 5 年。
证券	2006.02 2007.09	《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》 《关于开展直接投资业务试点的无异议函》	允许券商在符合法律法规和有关监管规定的下开展创业风险投资业务。 批准中信、中金直接投资业务试点。
银行	2008.01	《商业银行并购贷款风险管理指引》	允许符合条件的银行开办并购贷款业务，银行资金进入 PE 领域成为可能。

资料来源：招商证券研发中心

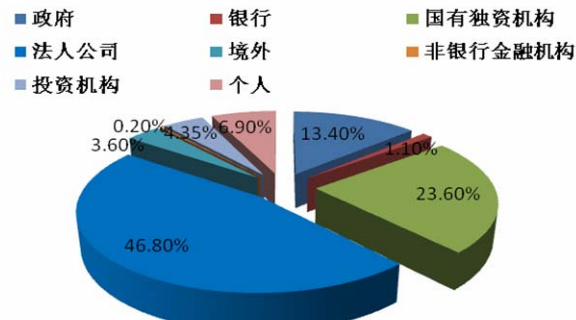
在国际PE市场上，证券系直投是股权投资市场的重要力量。美国的高盛、摩根士丹利、美林等知名投行都大力发展直投业务，且形成巨大影响力。日本的证券系风投占据重要地位，其中证券系风投公司占比达24.8%，在25家最大的风投公司中有8家属证券系。而台湾证券系直投份额占比达3.92%。目前，我国券商直投整体规模相对较小，占比不到0.01%。

图 2：日本风险投资资本市场资金构成

图 3：我国 PE 投资的资金来源构成



资料来源：清科研究中心，招商证券研究发展中心

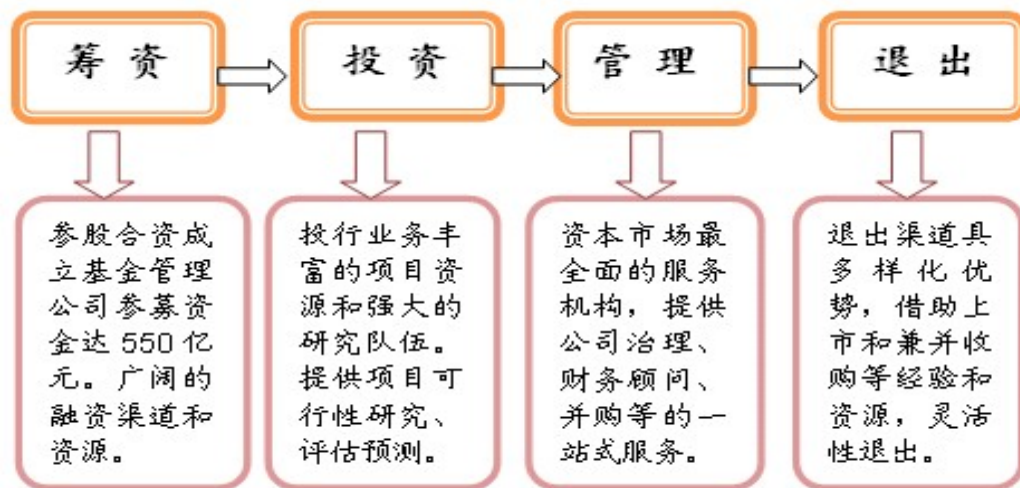


资料来源：清科研究中心，招商证券研究发展中心

目前我国 PE 投资正迎来新一轮增长期，券商直投作为 PE 市场的新生力量。随着券商直投业务的发展，未来在直投市场有巨大发展潜力。

券商从事股权投资具有先天优势。其一、基于投行业务，拥有拟上市公司的项目和信息资源优势，项目资源储备丰富。其二、券商拥有一批精通金融、擅长资本的人才和强大的研究队伍，为直投业务提供可行性研究、预测和评估。其三、券商是资本市场中服务最全面的中介机构，深度挖掘企业价值、发现商机，提供融资服务、上市辅导、保荐承销等最完善的“一站式”服务。其四、券商在退出渠道上具有多样化优势，可借助 IPO 和兼并收购等经验和资源，灵活选择最有利的便捷方式退出。

图 4：券商的直投业务链的优势分析



资料来源：招商证券研发中心

相比其他 PE 机构，券商直投在投资和服务有天然优势，能为企业提供公司治理咨询、财务顾问等综合性增值服务。随着券商直投业务的逐步放开和市场化程度的加深，借助自身的品牌优势、专业人才优势、资源优势等优势，有望成为 PE 市场的生力军。

图 5：券商的直投业务链竞争力分析

股权投资业务链竞争力分析				
类别	筹资能力	投资能力	管理能力	退出能力
社保基金	★	★	★	☆

产业基金	★	☆	★	☆
创投机构	☆	★	★	★
保险公司	★	★	★	☆
信托公司	☆	★	☆	☆
证券公司	★	★	★	★
银行	★	☆	★	☆

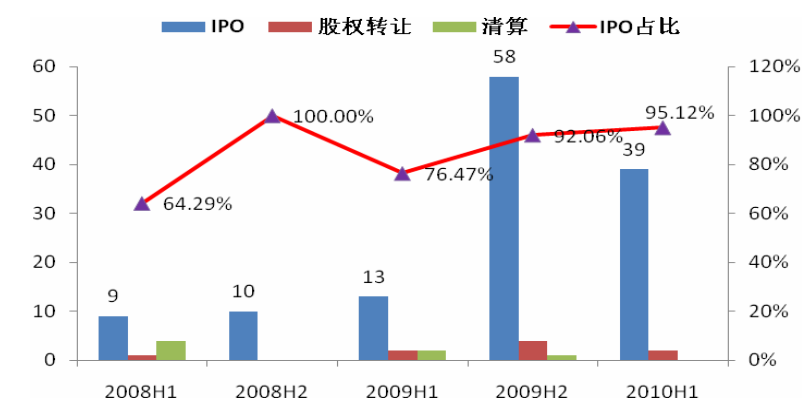
资料来源：招商证券研究发展中心

注：★ 很强竞争力，★ 较强竞争力，☆ 一般竞争力

3. 创业板引领直投新发展

直投业务依照“筹资-投资-管理-退出”4环节依次推进，退出是直投实现收益的最后步骤，也是整个价值链最关键的环节。国际上股权投资主要有3大类退出方式：公开上市(IPO)、出售、资产清算。IPO方式的退出收益最高，是PE投资最期望的退出方式，但受上市标准要求较高限制。2008年我国PE投资75%选择上市退出，2010年上半年上市74家，通过上市方式退出占比95%，上市退出是我国股权投资的主要退出渠道。

图 6：2008-2010 年上半年我国 PE 投资的退出方式比较

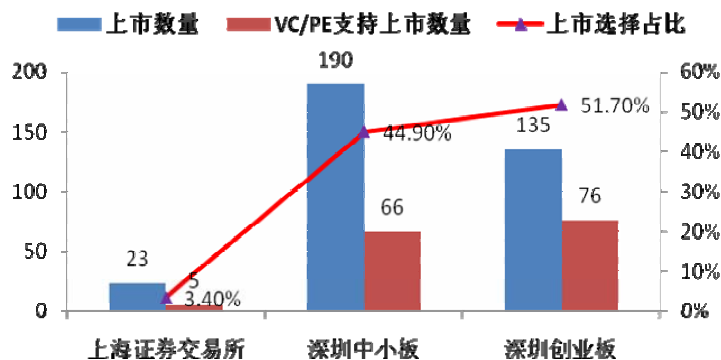


资料来源：清科研究中心，招商证券研发中心

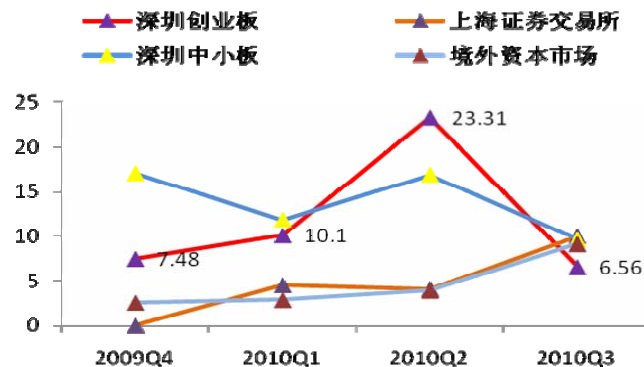
2009年10月我国创业板正式开闸，因其上市标准较低，成为股权投资的最佳退出渠道。创业板开闸一周年期间，我国PE投资境内成功退出147家，创业板上市76家，占比51.70%。创业板的平均投资回报水平远高于境外资本市场平均值。在境内资本市场上，其回报水平和中小企业板相媲美，最高回报水平23.31倍，创业板创造了我国股权投资的新契机。

图 7：09 年 Q4 -10 年 Q3 我国 VC/PE 支持上市情况

图 8：VC/PE 支持上市平均回报率统计



资料来源：清科研究中心，招商证券研究发展中心



资料来源：清科研究中心，招商证券研究发展中心

目前，券商直投项目有 41 个已成功上市，21 个项目在创业板上市，占比 51.22%。19 个项目在中小板上市，1 家选择在上交所。创业板上市的直投项目最高回报水平达 37.13 倍，所投项目平均回报水平 7.17 倍，账面投资收益达 29.97 亿元。创业板的开启推动券商直投业务的规模化发展和投资收益率的提升，引领券商直投步入黄金发展时期。

表 3：券商直投项目创业板上市回报率（单位：万元）

投资公司	参股公司	持股数 (万股)	投资 金额	锁定期	浮盈	隐含收 益率	年化收 益率	上市地
中信金石	机器人	704	2565	2010-10-30	41752	1627.75%	672.62%	创业板
中信金石	神州泰岳	210	2772	2012-10-30	6733	242.88%	71.02%	创业板
中信金石	恒泰艾普	186	2400	2012-11-09	8103	337.61%	112.54%	创业板
中信金石	东软载波	300	2000	2014-02-22	11500	575.00%	179.69%	创业板
绵阳产业基金	盛运股份	1000	3900	2013-06-25	24480	627.69%	156.92%	创业板
国信弘盛	金龙机电	343	1876	2012-04-26	7008	373.54%	120.50%	创业板
国信弘盛	阳普医疗	349	1064	2012-05-11	9023	848.04%	268.37%	创业板
国信弘盛	钢研高纳	340	1400	2010-06-17	8990	642.12%	207.14%	创业板
国信弘盛	三川股份	200	780	2012-06-30	9008	1154.87%	384.96%	创业板
国信弘盛	长盈精密	450	4950	2012-12-23	21074	425.73%	141.91%	创业板
国信弘盛	中海达	180	1537	2012-02-15	7926	515.70%	182.23%	创业板
国信弘盛	腾邦国际	205	1600	2012-02-15	3540	221.25%	82.87%	创业板
国信弘盛	维尔利	183	1890	2012-12-29	9502	502.75%	167.58%	创业板
海通-中比基金	长信科技	1500	1800	2011-05-26	66840	3713.33%	840.12%	创业板
海通-中比基金	中元华电	730	2363	2012-02-06	10646	450.63%	150.21%	创业板
海通开元	银江股份	150	750	2010-10-30	2666	355.40%	137.75%	创业板
海通开元	东方财富	500	5500	2012-07-22	15545	282.64%	94.21%	创业板
平安财智	锐奇股份	315	1392	2013-10-13	8496	610.33%	146.71%	创业板
平安财智	瑞凌股份	288	1548	2012-12-23	9584	619.13%	206.38%	创业板
广发信德	华仁药业	1000	3200	2011-09-22	13050	407.81%	194.20%	创业板
广发信德	安居宝	100	800	2012-12-07	4212	526.50%	175.50%	创业板
合计	21 家		46087		299678			

资料来源：WIND，招商证券研究发展中心

二、券商直投的发展模式

1. 国际投行直投的概况

拥有 200 多年历史的美国投资银行是当今全球投资银行的风向标。历经混业经营、分业经营、佣金自由化、放松管制、金融自由化等阶段，美国投资银行在历次变革中不断创新，从最初以传统业务为主的盈利模式转变到传统业务与创新业务并重的多元化盈利模式。直投业务是美国投资银行的主要创新业务之一，盛行于 20 世纪 80 年代，现已发展为投资银行主要的买方业务和重要的利润来源。

表 4：国际投行业务的演变

时间	20 世纪 60 年代前	现在
资金来源	发行证券	发行证券为主
主要业务	证券发行、承销、自营业务	证券发行承销、证券交易、金融衍生品开发与交易、资产管理、收购兼并及创业投资等
主要功能	直接投资	间接投资
利润来源	佣金	佣金、费用收入、投融资收益等
监管机构	证券监管部门	证券监管部门为主、投资银行自我管理机构、投资银行内部管理机构为辅。

资料来源：招商证券研究发展中心

依照国际经验，投资银行开展直投业务主要有 3 种组织模式：一是事业部型，即由投行设立专门直接投资业务部，负责开展直投业务。二是子公司型。由投资银行设立专门机构，以全资、控股或参股等形式，通过子公司开展直投业务。三是有限合伙型，即建立有限合伙投资公司，但该模式易导致投行丧失主导权，风险控制较难，很少选择该方式。

表 5：国际上直投业务的组织形式对比

项目	事业部型	子公司型
优点	有利于共享资源，发挥协同效应，产生规模经济、范围经济效应。确保事业部的独立性和经营自主权。有效依托公司品牌和利用公司业务资源	母子公司间有高度的独立性，有效防止直投业务与券商其他业务间的利益冲突、利益输送风险、内幕交易、道德风险。
不足	须兼顾众多业务部门，资金有限，风险较大、易引发利益冲突。	成本都较高，协同效应、规模效应、范围经济效应下降。
资金来源	部分自有资金，主要是社会资金	全部是自有资金
案例	高盛-投部、美林-本金部	中信的金石、海通的开元

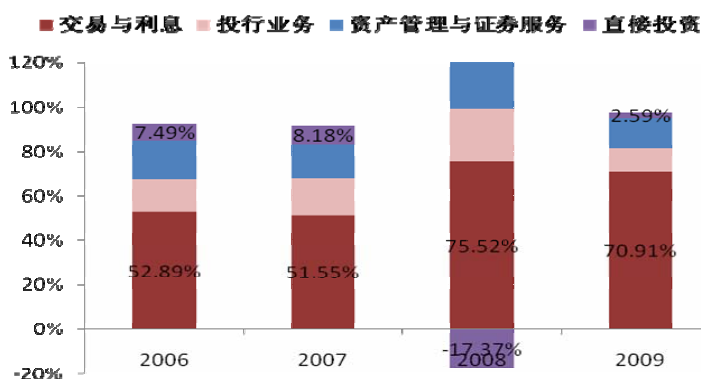
资料来源：招商证券研究发展中心

国际投行的直接投资基金。国际投资银行采取事业部模式开展直投业务，绝大多数是通过其下属专业投资管理机构发起设立数支直接投资基金的方式运作直投业务，通过基金契约由下属直接投资部或资产管理部对直接投资基金进行专业化管理。直接投资基金按照“集合出资、专家管理、收益共享、风险共担”的原则运作，在资金规模、投资方向、投资组合以及连续性、稳定性和制度保障等方面取得重大突破。直接投资基金推动了国际投资银行直投业务的快速发展。目前，国际市场上最活跃的直接投资基金大多是由大型投资银行下属的直接投资部门进行专业化管理，如高盛、美林、JP 摩根、巴林等。

2. 高盛-投行直投的典范

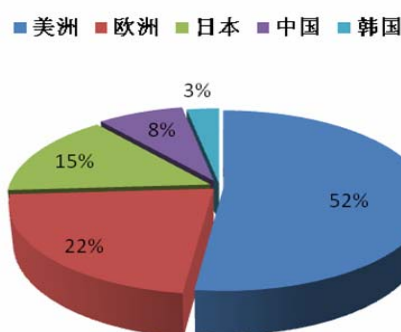
1986年高盛开始布局直投业务，1991年设立直接投资部。历经20多年发展，直投业务已成为高盛的五大业务线之一，已成为全球投资银行直投业务的模范。目前，高盛的直投业务是通过下属的商人银行部、证券部和投资管理部开展，三大板块下设5条直投业务线进行运作。高盛的直投业务已形成遍布全球的战略发展定位。

图 9: 2006-2009 年高盛的业务构成



资料来源：Goldman Sachs，招商证券研发中心

图 10: 高盛直投业务布局的全球化



资料来源：Goldman Sachs，招商证券研发中心

直投业务是高盛业务收入的主要来源之一，2006年直投业务净收入高达28.2亿美元，直投业务对公司净收益贡献为15.4%，在自营投资中占比77%。2008年因金融危机使公司直投业务陷入亏损；2009年公司直投业务迅速恢复，实现净收入11.7亿美元。

系列化的直接投资基金。高盛的直投业务由下属商人银行部、证券部和投资管理部发起设立数支直接投资基金，通过基金契约由商人银行部、证券部和投资管理部对直接投资基金进行管理，履行管理人职责，商业银行作为直接投资基金托管人。通过三大板块下设的不同业务线发起不同类型的直接投资基金，每种类型直接投资基金按期发行系列化的基金，保证直接股权投资资金的持续性，实现了直投业务的专业化和规模化发展。共组织发起基金36支，管理资金规模达1562亿美元。

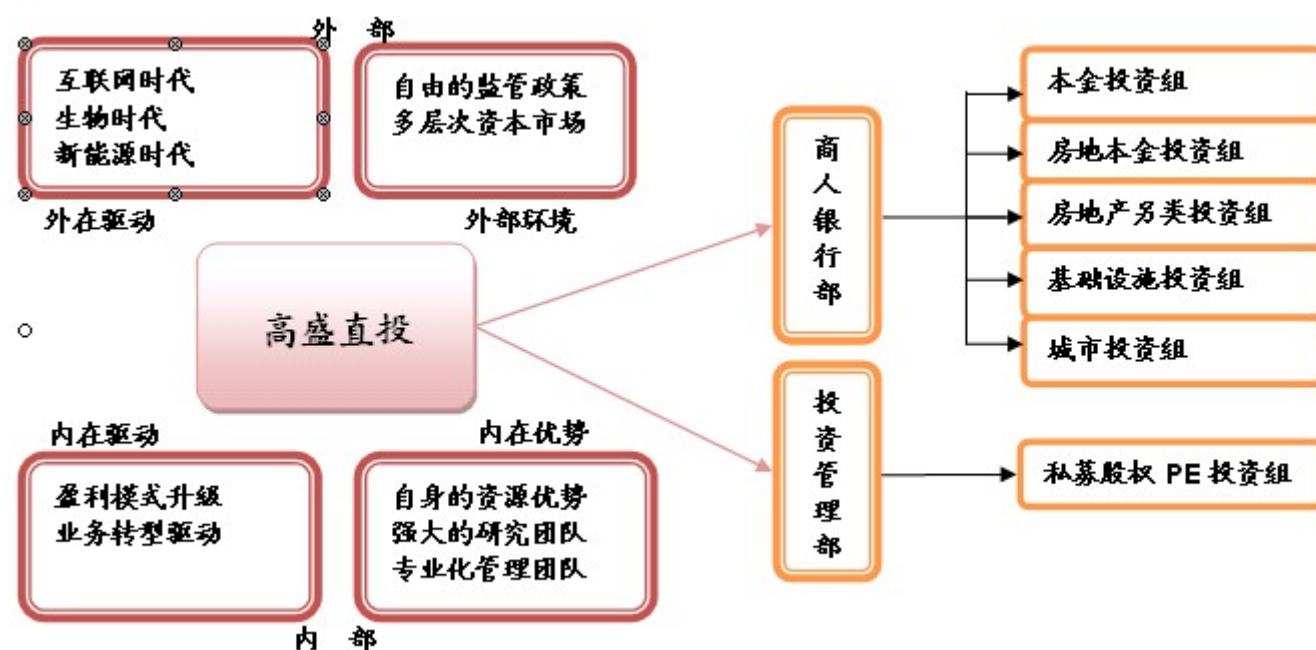
表 6: 高盛直接投资专业化分工（单位：亿美元）

类别	成立时间	募资金额	投资领域	组织基金(支)
高盛资本合伙人	1992	399	美国、欧洲和亚洲的多个行业，规模2-8亿美元的项目	7
高盛夹层合伙人	1996	354	主要为大中型杠杆收购项目、再融资、扩张融资、收购和重组提供资金；规模为1-10亿美元的项目。	5
科技直接投资组	2007	203	投资软件及服务、半导体及元件、通信设备及元件领域。规模200万-2.5亿美元的项目。	1
高盛城市投资组	2000	10	投资以城市社区为开发目标的房地产项目。	1
高盛私募股权投资组	2004	243	投资于私募股权基金，与基金联合投资直接项目。	
基础设施投资组	2006	65	投资于基础设施以及与基础设施相关资产和公司，包括运输基建及受监管的天然气、水、电等公用事业公司。	1
房地产直接投资组	1991	261	投资房地产公司、项目、贷款组合、债务资本重组和直接物业，遍布美洲、欧洲及亚洲。	19
房地产另类投资组	2006	27	主要与房地产运营商共同投资获得机会型回报、收购可转化为房地产投资信托基金的优质资产	2

高盛的直投业务都是遵循“项目选择-价值植入-退出方式”的运作流程进行开展。首先，研究团队对股权投资项目进行深度考察、分析、跟踪、调研等严格的程序筛选，确定项目投资标的。其次，通过资金投入、战略指导、业务布局、财务顾问等服务改善企业治理结构并实现价值植入。通常高盛对投资的企业进行资金注入后，一般会向被投资企业派驻股权董事，参与所投资企业的战略决策及运营理念的形，以提升和创造企业价值。最后，在合适的时机以最适合的方式退出项目，每个项目平均持股期 5-8 年。随着投资规模不断地扩大和复杂性的不断提高，高盛的直接股权投资更加注重风险的分摊和专业知识的共享，实现投资项目风险和收益平衡。

内外双环境铸就高盛直投国际领先地位。美国的科技革命催生众多创业型科技企业，为股权投资提供了丰富的投资项目资源。多层次资本市场的建立为股权投资创造良好的市场退出环境。同时，高盛通过打造强大的研究团队和管理团队，为直投股权提供软性支持。通过业务线旗下的直接投资基金，按照“项目选择-价值植入-退出方式”运作原则开展直投业务，实现直投业务的投资资金和投资项目的连续性和稳定性。直接投资基金的诞生推动高盛直投业务进入发展的新阶段。目前，高盛的直投业务已形成全球化的布局和专业化的管理，是全球投资银行的成功典范。

图 11：高盛直投的发展模式

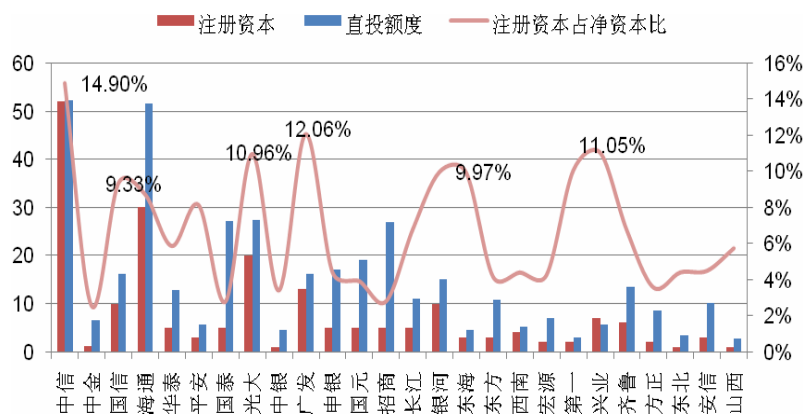


资料来源：Goldman Sachs，招商证券研究发展中心

3. 券商直投的发展方向

根据试点方案，券商通过设立直投子公司开展直投业务，目前已有30家券商获得直投业务的资格，按自有资金不超过证券公司净资本15%的标准计算，最大直投资金额度总值为406.42亿元，直投子公司的注册资本总计210.6亿元；最大投资规模均值为14.74亿元，直投子公司注册资本均值7.85亿元，其均值仅相当于市场的中小规模PE/VC的筹资额。

图 12：券商直投子公司的注册资本占净资本比例



资料来源：招商证券研发中心

直投业务处于发展初级阶段，部分券商对直投业务的开展处于相对审慎态度，已获批直投业务资格券商的直投子公司注册资本占可直投最大额度53.20%，直投业务规模还具有很大提升空间。中信、海通、光大、广发、兴业、银河、东海的直投力度很大，注册资本占净资本比在10%左右；中信对直投业务的投入力度最大，注册资本占净资本比达14.9%，临近15%的政策规定。中信、海通、国信、光大、广发和银河6家券商直投子公司的注册资本均超过10亿元，中信金石投资的注册资本52亿元，位居行业首位。随着券商直投业务的推进，预期具有资本优势和资源优势的券商将迎来直投业务的高速增长期。

“直投+保荐”模式：收益颇丰，监管趋严。目前，已有 41 家直投项目上市，其中 28 家采用“直投+保荐”模式，占比达 68.29%。中信 8 家、国信 10 家、海通 3 家（其中海通参股的中比基金直投 2 家）、广发 3 家、平安 2 家、华泰和国元各 1 家。其中直投项目承销保荐收入总计 12.65 亿元，账面直投收益总计 39.24 亿元，创造收益 51.89 亿元，直投业务已逐渐成为券商新的盈利增长点。在券商直投资金规模化发展和新股发行加速的背景下，“直投+保荐”模式已成为我国券商直投业务的主要模式。

为加强券商直投业务的监管和风险控制，监管部门规定：保荐机构及其控股股东、实际控制人、重要关联方持有发行人的股份合计超过 7%，或者发行人持有、控制保荐机构的股份超过 7%的，保荐机构在推荐发行人证券发行上市时，应联合 1 家无关联保荐机构共同履行保荐职责，且该无关联保荐机构为第一保荐机构；一定程度限制了“直投+保荐”模式。但券商通过相互间捆绑的方式规避这一限制，预计“直投+保荐”还将是券商直投的主要运作模式。随着监管有效性的体现和市场的完善，将更加规范化运作。

表 7：“直投+保荐”创高收益（单位：万元）

公司名称	投资对象	持股占比	持股数 (万)	投资金额	承销收入	直投收入	收益合计	隐含收益率	限售期 (年)
中信创投	理工检测	5.00%	250	600	3139	14988	18127	2497.92%	3.4
中信创投	威创股份	3.75%	1604	2900	5591	24176	29767	833.64%	3.3
中信金石	昊华能源	5.29%	2400	15100	9514	113732	123246	753.19%	2.9
中信金石	机器人	6.96%	704	2565	3000	41752	44752	1627.75%	2.5
中信金石	神州泰岳	2.22%	210	2772	12096	6733	18829	242.88%	1.5
中信金石	恒泰艾普	2.78%	186	2400	7599	8103	15702	337.64%	1.8

中信金石	天顺风能	1.95%	300	2001	5600	4881	10481	243.93%	1.0
中信金石	东软载波	4.00%	300	2000	5699	11500	17199	575.00%	3.0
合计	8 家			28338	52238	225865	278103		
国信弘盛	金龙机电	2.40%	343	1876	3391	7008	10399	373.54%	1.7
国信弘盛	阳普医疗	4.72%	349	1064	1330	9012	10342	846.96%	1.7
国信弘盛	钢研高纳	2.89%	340	1400	2600	8984	11584	641.69%	1.5
国信弘盛	长盈精密	3.61%	450	4950	6863	21074	27937	425.73%	2.3
国信弘盛	佳隆股份	6.41%	500	3075	4460	10625	15085	345.53%	1.5
国信弘盛	三川股份	5.46%	200	780	2000	9008	11008	1154.87%	1.4
国信弘盛	中海达	6.98%	180	1537	4220	7926	12146	515.70%	1.0
国信弘盛	张化机	7.53%	591	4620	7291	16083	23374	348.12%	3.0
国信弘盛	维尔利	6.80%	183	1890	4790	9502	14292	502.75%	3.0
国信弘盛	腾邦国际	3.35%	205	1600	5027	3540	8567	221.25%	1.0
合计	10 家			22792	41972	102762	144734		
中比基金	中元华电	5.62%	730	2363	2930	10646	13576	450.51%	1.8
中比基金	金风科技	5.99%	16128	4000	4800	70340	75140	1758.50%	3
海通开元	银江股份	2.50%	150	750	3000	2666	5666	355.40%	1.7
合计	3 家			7113	10730	83652	94382		
广发信德	青龙管业	0.72%	100	400	1825	3333	5158	833.25%	1.7
广发信德	华仁药业	4.68%	1000	3200	2699	13050	15749	407.81%	1.2
广发信德	天广消防	6.67%	500	1500	2319	11450	13769	763.33%	1.6
合计	3 家			5100	6843	27833	34676	581.92%	
华泰紫金	通鼎光电	2.49%	500	2000	7215	6955	14170	347.75%	1.1
平安财智	瑞凌股份	3.44%	288	1548	6274	7492	13766	484.00%	2.0
平安财智	锐奇股份	3.74%	315	1392	3584	10780	14364	774.40%	1.2
国元股权	顺荣股份	11.00%	345	2036	3298	9729	13027	485.08%	3.0
总计	28 家			70319	126455	392417	606807		

资料来源：WIND，招商证券研究发展中心

股权投资基金成新方向。为鼓励产业的发展，监管部门允许优质证券公司在有效控制风险的前提下，参与产业基金运作的试点。证券公司需具备：“最近一次分类评价为A类，净资本不低于20亿元，最近两年至少有一年股票主承销家数或者金额在行业排名中等水平以上”等规定才能参股产业基金运作。参股产业基金管理公司发起产业股权投资基金开展股权投资业务的形式主要2种：证券公司直接合资和证券公司的直投子公司合资成立产业基金管理公司。目前，证券公司合资成立的产业投资基金管理公司有9家，其中证券公司直接参股3家，证券公司的直投子公司参股6家，计划募集资金共603亿元，极大地补充了证券公司直接投资业务的资金规模。通过参股产业基金管理公司开展直投业务，不仅能带来高额的股权投资回报，同时还可获得高成长的管理费收益，开辟了券商直投业务新的运作模式，有助于打造券商直投业务的多元化平台。

表 8：国内券商合资成立基金管理公司进展（单位：亿元）

成立时间	合资方	占比	基金管理公司	基金名称	开始时间	募资	投资领域
2004.1	海通证券	67%	海富产业投资基金管理公司	中国-比利时直接股权投资基金	2004.1	10	信息技术、生物工程、特种金属、新能源、新材料领域。
2008.6	中信证券	35%	中信产业投资基金管理公司	绵阳科技城产业投资基金	2009.5	90	原材料、军工科技、电子、机械领域。

2009.8	中金佳成	50%	金浦产业投资基金管理公司	上海金融发展投资基金	2009.2	200	金融产业
2009.9	金石投资	50%	北京金石农业投资基金管理公司	北京农业产业投资基金	2009.9	10	高科技农业、生态农业、循环农业、精细化农业等领域
2009.1	光大资本	40%	上海诚朴产业基金管理公司	上海新能源产业基金	2009.1	30	新能源、低碳、环保节能等新兴产业
2010.1	招商证券		招商湘江产业投资基金管理公司	湘江产业投资基金	2010.2	200	有色冶金、高新技术、现代农业领域。
2010.5	海通开元	51%	海通吉禾股权投资基金管理任公司	吉林省现代农业和新兴产业投资基金	2009.8	10	现代农业新兴产业项目
2011.3	广发信德	51%	广发沿海产业基金管理公司	广发沿海产业基金	2011.3	50	沿海地区的高新技术产业
2011.3	国元股权		国元股权基金管理公司	安徽省战略性新兴产业投资基金	2011.3	3	新能源、新能源汽车、新材料和节能环保及生物领域
合计			9 家		603		

资料来源：招商证券研究发展中心

截止目前，股权基金管理公司投资项目中有12家已成功上市，其中绵阳产业基金投资的贝因美项目处于询价阶段，预计将带来丰厚收益。股权基金直投项目的账面收益45.29亿元，其中海通参股的中比基金直投项目：辰州矿业、云海金属和海利得已成功实现退出。根据国际投资银行直接投资基金收益的计算标准，证券公司参股基金公司的直投收益由基金管理费、投资收益业绩提成和直接投资收益构成：管理费按2%管理费率收取，业绩提成是按基金达到最低预期收益率前提下，提取基金投资收益的20%，直接投资收益按其出资占基金比例计算投资收益。初步测算，产业基金管理公司的直投项目给证券公司带来账面直投收益达11.78亿元。券商通过合资设立股权投资基金管理公司、发起产业股权投资基金的方式进行直接投资成券商直投业务新的收入模式，还规避了“直投+保荐”业务模式面临的政策限制风险，推进直投业务的持续发展。

表 9：参股基金直投项目收益情况（单位：万元）

基金名称	参股公司	入股时间	占比（上市前）	投资金额	直投收益	隐含收益率	年回报率	上市时间
海通—中比基金	辰州矿业	2005.01	12.37%	4700	128375	2731.39%	682.85%	2007.08.16
海通—中比基金	云海金属	2005.12	12.99%	4500	25103	557.85%	185.95%	2007.11.13
海通—中比基金	金风科技	2005.09	5.99%	4000	70340	1758.50%	334.95%	2007.12.26
海通—中比基金	海利得	2006.10	9.09%	4312	11744	272.36%	108.94%	2008.01.23
海通—中比基金	中元华电	2009.02	7.50%	3590	10646	450.51%	150.17%	2009.10.30
海通—中比基金	长信科技	2006.12	11.95%	1800	66840	3713.33%	840.12%	2010.05.26
海通—中比基金	双箭股份	2007.10	10.26%	2880	20904	725.83%	207.38%	2010.04.02
海通—中比基金	百川股份	2007.05	10.63%	3590	17550	488.86%	117.51%	2010.08.03
海通—中比基金	赣锋锂业	2007.04	10.46%	2000	32388	1619.38%	373.99%	2010.08.10
海通—中比基金	东光微电	2005.12	10.26%	4000	44490	1112.24%	185.37%	2010.11.18
绵阳产业基金	盛运股份	2009.06	10.46%	3900	24480	627.69%	156.92%	2010.06.25
合计	12 家			39272	452860			

资料来源：WIND，招商证券研究发展中心

从我国券商直投业务发展的内在环境和国际投资银行直投的成功经验看，未来我国券商直投业务有望采取“直投子公司+股权基金管理公司”共同发展的运行模式，“直投子公司+基金管理公司”模式可实现优势互补，弥补直投子公司资金规模的局限性，发挥直投子公司的专业优势、人才优势和管理优势，吸收民间资本的投向，创造财富价值。

三、券商直投步入获利期

1. 直投项目的利润分析

目前，已披露券商直投子公司或参股投资基金公司直投项目有 41 个已上市，还有 1 个项目在询价阶段，2 个项目已过会。完全退出的项目有中比基金投资的云海金属、海利得和辰州矿业 3 个项目和中信联合创投投资的辰州矿业，中信旗下的金石公司投资项目机器人和中信联合创投直投项目威创股份实现部分退出。直投项目投资金额 9.96 亿元。我们以 2011 年 4 月 1 日的收盘价为基准，直投项目的账面投资收益达 67.24 亿元，平均年回报水平在 1.5-3 倍以上。长信科技的投资回报水平最高，投资 29 个月实现上市，账面回报水平 37.13 倍，平均年回报率 840.12%；而回报水平最低的神州泰岳，投资 5 个月后上市，账面回报水平 2.43 倍，年回报率达 71.02%。

凭借其“投资-辅导-保荐”的天然便利条件，券商直投业务参股的企业从融资到上市的时间周期普遍偏短，已上市项目的从投资到上市平均周期 17 个月。神州泰岳的周期最短，投资后仅 5 个月就实现 IPO；周期最长的直投项目是海源机械，周期为 48 个月。国信宏盛已上市的 8 个投资项目中，5 个项目周期为 7-9 个月。海通开元投资的 2 个项目周期分别为 7 个月、8 个月。

表 10：直投项目的账面投资收益（单位：万元）

	参股公司	入股时间	占比（上市前）	投资金额	直投收益	隐含收益率	锁定期	周期（月）
中信金石	昊华能源	2007.12	5.29%	15100	113732	753.19%	2011.03.31	27
	机器人	2008.05	6.96%	1797	11469	638.23%	2010.10.30	17
	神州泰岳	2009.05	2.22%	2772	6733	242.88%	2012.10.31	5
	恒泰艾普	2009.11	2.78%	2400	8103	337.61%	2012.11.09	13
	天顺风能	2009.12	1.95%	2001	4881	243.93%	2011.12.31	12
	东软截波	2009.12	4.00%	2000	11500	575.00%	2014.02.22	14
中信联合创业	理工检测	2007.06	5.00%	600	14988	2497.92%	2010.12.18	30
	威创股份	2007.08	3.75%	1504	5358	356.23%	2010.11.27	27
绵阳产业	盛运股份	2009.06	10.46%	3900	24480	627.69%	2013.06.25	12
国信弘盛	金龙机电	2009.03	2.40%	1876	7008	373.54%	2012.04.26	9
	阳普医疗	2009.03	4.72%	1064	9023	848.04%	2012.05.11	9
	钢研高纳	2009.05	2.89%	1400	8990	642.12%	2012.06.17	7
	佳隆股份	2009.05	6.41%	3075	10625	345.53%	2012.06.05	17
	三川股份	2009.06	5.46%	780	9008	1154.87%	2012.06.30	9
	长盈精密	2009.12	3.61%	4950	21074	425.73%	2012.12.23	8
	中海达	2009.04	6.98%	1537	7926	515.70%	2012.02.15	21
	腾邦国际	2009.06	3.35%	1600	3540	221.25%	2012.02.15	19
	张化机	2009.04	7.53%	4620	16083	348.11%	2012.03.10	15
	维尔利	2009.12	6.80%	1890	9529	504.15%	2012.12.29	23
海通-中比基金	长信科技	2006.12	15.96%	1800	66840	3713.33%	2011.05.26	29
	双箭股份	2007.01	10.26%	2880	20904	725.83%	2011.04.02	30
	中元华电	2009.02	7.50%	2363	10646	450.51%	2012.02.06	8
	百川股份	2007.05	10.63%	3590	17550	488.86%	2011.08.03	38
	金风科技	2005.09	8.00%	4000	70340	1758.50%	2010.12.26	27
	海源机械	2006.12	4.03%	5000	20213	404.26%	2011.12.24	48

	赣锋锂业	2007.04	10.46%	2000	32388	1619.38%	2011.08.10	12
	东光微电	2005.12	10.26%	4000	44490	1112.24%	2011.11.18	12
海通开元	银江股份	2009.03	2.50%	750	2666	355.40%	2011.10.30	7
	东方财富	2009.07	4.76%	5500	15545	282.64%	2012.07.22	8
广发信德	青龙管业	2009.03	0.72%	400	3333	833.25%	2011.08.03	17
	华仁药业	2009.08	4.68%	3200	13050	407.81%	2011.09.22	12
	安居宝	2009.12	1.85%	800	4212	526.50%	2012.12.07	12
	天广消防	2009.06	6.67%	1500	11450	763.33%	2012.07.24	17
华泰紫金	通鼎光电	2009.09	2.49%	2000	6955	347.75%	2011.10.21	13
平安财智	锐奇股份	2009.08	3.74%	1392	8496	610.33%	2013.10.13	14
	瑞凌股份	2009.12	3.44%	1548	9584	619.13%	2012.12.23	12
国元股权	顺荣股份	2009.6	11.00%	2036	9729	477.97%	2014.03.02	21
合计	37 家			99625	672441			

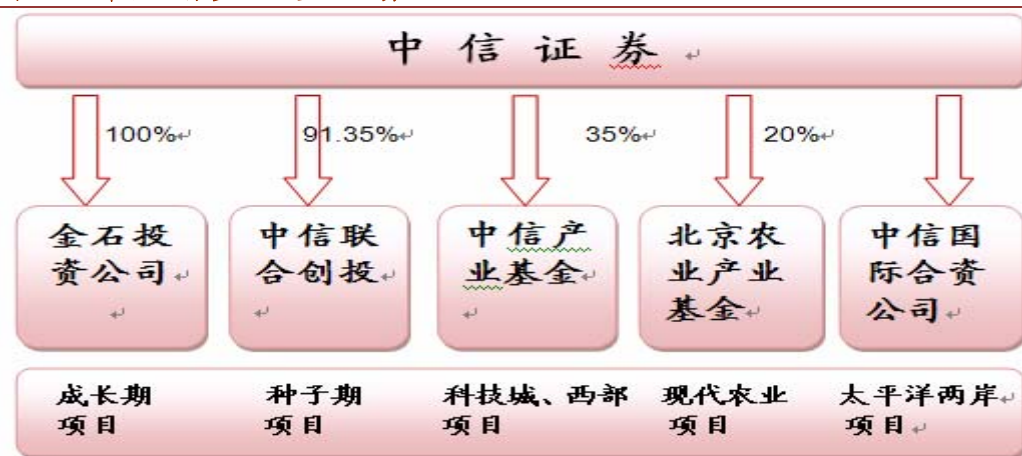
资料来源：招商证券研究发展中心

2. 中信、海通创佳绩

利润预测假设前提：基于监管部门对券商直投 1 年限售期、2 年解禁期（若在 IPO 前 6 个月增股，自上市之日起 2 年内转让股份不超过其所持有的 50%）的规定。目前，已上市的直投项目解禁期主要集中在 2011-2013 年。我们预计 2011 年直投项目业绩贡献将逐步释放。考虑解禁时的流通压力，我们以当前市价 8 折后的价格为基准，测算直投项目的隐含收益，并假设项目投资收益在解禁期后 2 个年度分批释放。券商参股的股权基金管理公司旗下的直投项目：直投业务收益 = 管理费率（2%）× 基金管理公司管理的基金规模 + 基金达到最低收益率下的总收益 × 提成比例（20%）+ 基金投资项目解禁时退出的收益 × 券商对基金的出资比例。

考虑到未退出直投项目未来 1-3 年将陆续实现退出。对直投收益进行修正，以已投上市项目回报水平折算后的复合收益率为基准，将已投未上市项目和未来继续投入的项目，按 35% 的直投复合收益率进行业绩预测：修正的总收益 = 总收益 + 其他项目的预期收益。

图 13：中信证券多元化直投业务链



资料来源：招商证券研发中心

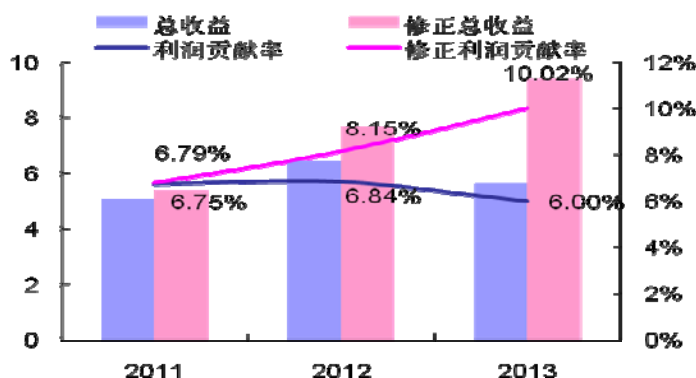
中信证券：多元化直投平台已形成。中信证券是我国首批获直投业务牌照的公司之一，具有先发优势。目前，已形成金石投资、中信联合创投、中信产业、北京农业产业和中信证券国际合资公司等 5 大直投业务线。各直投业务线实现专业化分工，相互衔接进行

投资，贯通直投业务的整个上下游产业链，具有很强的竞争力。

金石投资的注册资本52亿元，已投资项目20个，投资额超过17亿元，6家已成功上市，1家过会。中信产业基金管理公司投资了会稽山、大连银行等10多个项目，投资额达20亿元，其投资的辰州矿业和盛运股份已成功上市，辰州矿业已完全退出，盛运股份将于2013年6月25日解禁。北京农业产业基金已投资中地种畜和银丰棉花2个项目，投资额1亿元。

中信系的直投项目已上市9家，其中绵阳产业基金投资的贝因美项目处于询价阶段。金石公司投资的浙江开山项目已过会。其中2010年11月金石投资的机器人退出209万股，实现收益6911万元。2010年12月中信联合创投直投项目退出1197万股，实现投资收益17093万元。预计2010年到期未解禁的理工检测项目将于今年实现退出，昊华能源、神州泰岳、盛运股份将分别在2011年、2012年、2013年解禁到期。依据假设预计2011、2012、2013年直投业务利润贡献率为6.75%、6.84%、6.00%；公司还陆续投资北方重工、贵州开磷等大型项目，保证公司直投业务的持续性。考虑到直投业务自身滚动的投资机制及其他已投项目业绩的陆续实现，我们对2011-2013年业绩进行修正，预计未来中信的直投业务贡献率有望达到6%-10%。

图 14: 2011-2013 年中信直投业务利润贡献



资料来源：招商证券研发中心

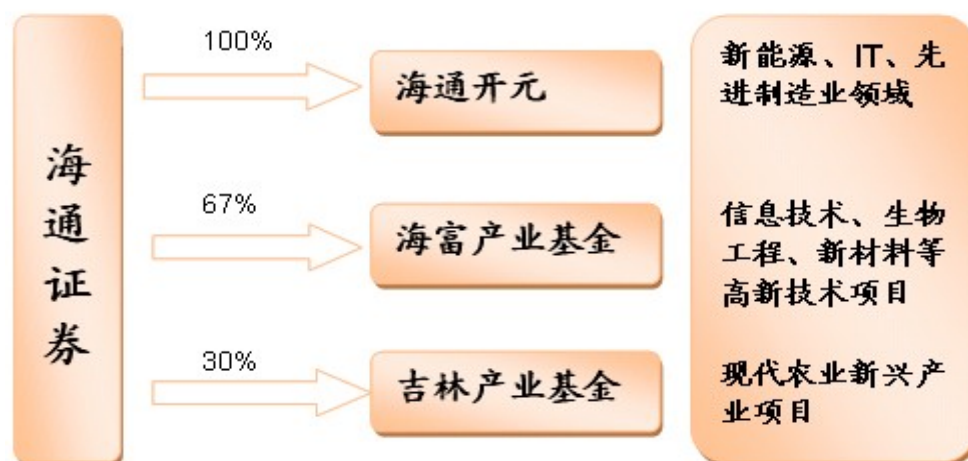
图 15: 2011-2013 年中信直投业务财务数据预测

单位（亿）	2011	2012	2013
金石投资收益	3.62	4.51	4.25
中信创投收益	1.45	1.89	0.86
绵阳基金收益	0.03	0.03	0.53
总收益	5.1	6.43	5.64
利润贡献率	6.75%	6.84%	6.00%
其他项目预期收益	0.03	1.23	3.77
修正总收益	5.13	7.66	9.41

资料来源：招商证券研发中心

海通证券：多元化、规模化发展态势。2008年7月海通获批直投资格，直投子公司海通开元注册资本30亿元，已10多个创业板项目。参股的海富产业基金管理公司是国内首家合资产业基金公司，处于行业领先地位，发起设立的中国-比利时直接股权投资基金规模1亿欧元，已投19个项目，目前正积极筹备第二只基金“海富金汇资本”。2010年5月，海通开元与吉林省投资集团共同成立海通吉禾股权投资基金管理有限责任公司，发起吉林省现代农业和新兴产业投资基金，投资现代农业和新兴产业项目；计划募资规模10亿元，海通开元占股比例为51%，成为海通吉禾基金的实际管理人。目前，海通拟出资3.5亿元发起设立“西安航天新能源产业基金”，主要投资于航天工业、新能源、清洁技术、新材料等项目。海通的直投业务呈多元化、规模化的发展态势。

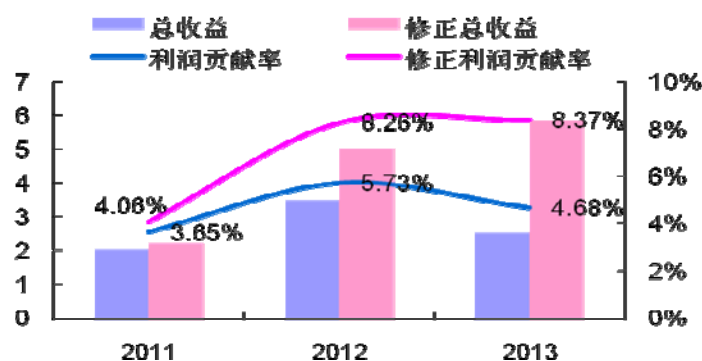
图 16: 海通证券三大直投业务平台



资料来源：招商证券研发中心

公司借助海通开元、海富产业投资基金管理公司和海通吉禾股权投资基金管理有限责任公司开展直投业务，投资的银江股份、东方财富、长信科技等 10 个项目已成功上市，海通开元投资的闽发铝业项目已过会，中比基金投资的海利得、辰州矿业、云海金属已成功退出。直投项目解禁期主要集中在 2011-2012 年，预计海通开元及中比基金对海通证券 2011-2013 年的业绩贡献分别为 2.01 亿、3.48 亿、3.27 亿元；利润贡献率分别为 3.65%、5.73%、4.68%。并对 2011-2013 年业绩进行修正，预期海通直投业务利润贡献率可达 6%-8%。

图 17: 2011-2013 年海通直投业务利润贡献



资料来源：招商证券研发中心

图 18: 2011-2013 年海通直投业务财务数据预测

单位 (亿)	2011	2012	2013
海通开元收益	0.29	1.1	0.73
中比基金收益	1.72	2.38	2.54
总收益	2.01	3.48	3.27
利润贡献率	3.65%	5.73%	4.68%
其他项目预期收益	0.23	1.54	2.58
修正总收益	2.24	5.02	5.85
修正利润贡献率	4.06%	8.26%	8.37%

资料来源：招商证券研发中心

广发证券直投子公司广发信德直投项目已上市 4 家，将分别在 2011 年、2012 年解禁，预计 2011 年、2012 年和 2013 年业绩贡献分别为 1.08 亿元、1.69、0.81 亿元。公司积极扩大直投业务渠道，2011 年 3 月由广发信德与辽宁成大、大连一方集团共同成立广发沿海产业基金管理公司，广发信德占比 51%。发起设立广发沿海产业基金，拟募资 50 亿元，对辽宁沿海经济带和东北老工业基地区域的产业领域进行股权投资，进一步丰富了公司直投业务的盈利模式。预计 2012 年将陆续进行项目投资。

华泰证券投资的通鼎光电在 2010 年 10 月 21 日上市，将于 2011 年 10 月 21 日解禁，预期投资收益为 0.76 亿元。平安财智投资项目瑞凌股份和锐奇股份于 2012 年和 2013

年解禁,预计投资收益分别为 0.98 亿元、0.88 亿元。国元股权投资的顺荣股份将于 2014 年解禁,预期投资收益 0.99 亿元。国信证券的直投子公司国信宏盛有 10 家直投项目已上市,投资金额 2.28 亿元,平均账面回报水平 4.75 倍,将在 2012 年到期解禁。考虑国有股转持的因素,预期 2012 年、2013 年可实现投资收益 5.95 亿元、3.89 亿元。另外,公司在投尚未上市项目 9 家,投资额达 4.4 亿元,预计未来利润可观。

表 11: 其他券商直投项目业绩贡献预测

	解禁项目 (个数)			直投项目业绩贡献 (亿元)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
广发证券	2	2	-	1.08	1.69	0.81
华泰证券	1	-	-	0.76	-	-
国信证券	-	10	-	-	5.95	3.89
平安财智	-	1	1	-	0.98	0.88

资料来源: 招商证券研发中心

目前,大多数获得直投业务资格券商的直投业务还处于起步阶段,但中信证券、海通证券、国信证券的直投业务已初具竞争力并取得丰厚业绩。随着券商直投项目的陆续退出,通过退出收益的再投入,实现投入→退出→再投入的良性循环,将逐步形成直投业务自我积累的滚动投资机制,未来券商直投业务的发展具有可持续性,将进一步助推证券行业盈利模式的升级,直投业务是券商创新业务中最具潜力的买方业务之一。

表 12: 主要券商 2011 年一季度业绩预测

	2011Q1	EPS	2010Q1	EPS	增速
中信证券	9.69	0.10	14.99	0.15	-35%
海通证券	8.63	0.10	10.11	0.12	-15%
广发证券	6.22	0.25	8.70	0.35	-28%
华泰证券	5.50	0.10	8.26	0.15	-33%
光大证券	4.48	0.13	3.42	0.10	31%
宏源证券	3.20	0.22	4.20	0.29	-24%
长江证券	3.69	0.16	4.13	0.17	-11%

资料来源: 招商证券研发中心

图 19: 证券信托行业历史 PEBand

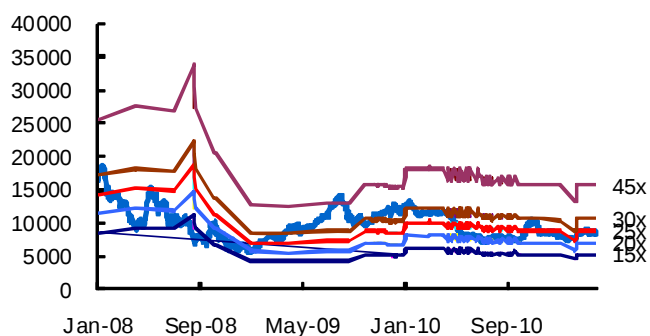
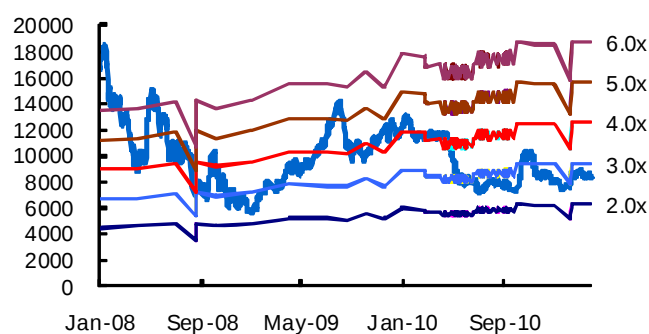


图 20: 证券信托行业历史 PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究，2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师2010 年度第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。