

## 2017 年度中国私募投资行业信用研究报告

金融机构部 刘伟 朱琳艺

**摘要：**我国私募股权投资行业起步较晚。国外特别是美国私募股权投资行业已经处于成熟期，成为除银行贷款和 IPO 之外，主要的融资方式之一。同美国相比，中国私募股权投资行业未来仍有较大的发展空间。目前，中国私募股权投资行业主要通过退出实现投资收益，多层次资本市场的建设推动着我国私募股权投资市场的发展。从 1985 年起步到 2013 年后新三板时期，私募股权投资行业爆发性增长主要由于退出渠道的增加。同其他金融机构相比，中国私募股权投资行业准入门槛较低，信息披露要求较少。此外，2014 年以来，国家对私募股权投资行业出台多个政策利好，行业面临较为宽松的外部环境，利于行业发展。

私募股权投资由于具有风险偏好较高、投资金额较大、投资周期长及流动性较差等特征，具体到投资机构，其业务波动性大，稳定性弱。整体行业信用质量弱于其他金融行业，如：银行、证券和保险等。目前我国发债私募股权投资机构主要来源于国资系和民营系公司。信用特征上，两类机构差异较大。国资系私募股权投资公司一般承担促进区域产业发展的职能，使得其在资本实力和基金管理规模上都优于民营系公司。民营系公司主要依赖自身的行业经验和专业能力开展项目竞争，在投资策略上各有特点。

展望 2018，我国私募股权投资行业在各级政府引导力度加大的情况下，在金融机构去杠杆大环境下，预计将保持持续的增长态势。伴随着减持新规及并购重组市场的监管趋严，私募股权投资的策略将回归企业自身成长性。在投资方向上，预计 2018 年，私募股权投资行业将更偏向代表科技创新的领域，热门方向如技术创新、金融科技、新零售、无人驾驶、区块链等。

## 行业定义与分类

由于私募股权投资基金<sup>1</sup>的私募性质和操作的不透明性，及引入中国的时间较短，我国理论界、新闻界和实务界对私募股权基金的概念并没有统一的界定。私募股权的行业定义和分类可以参考国家统计局国民经济行业分类标准（GB/T 4754-2017）中对创业投资基金的定义。

**表 1. 资本投资服务的分类**

行业代码	类别名称	行业分类
6731	创业投资基金	指向处于创业各阶段的成长性企业进行股权投资，以期所投资的企业成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得增值收益的基金

数据来源：国家统计局

本报告中私募股权投资主要指以非公开的方式向少数机构投资者或个人募集资金，针对具有融资意向的非上市企业进行的权益性投资，最后通过被投资企业上市、并购、管理层收购或股权置换等方式退出获利的投资行为。

### 一、私募股权投资行业信用环境

#### （一）我国私募股权投资行业发展空间较大

由于起步时间较晚，且中国经济环境、政策制度及资本市场活跃度等方面同欧美存在差异，我国私募股权投资行业发展明显落后于欧美。截至 2016 年末，我国私募股权投资金额占 GDP 比重为 1.00%。整体上，美国私募股权投资金额占 GDP 比重约为 4%-5%。近年来，伴随着国内监管主体的明确，监管政策的陆续推出、资本市场的建设、“大众创业、万众创业的推进”等，我国私募股权投资行业在募资、投资、管理与退出方面存在较大的发展空间。

#### 1. 美国私募股权投资行业处于发展的成熟期

私募股权投资起源于欧美。19 世纪末，欧美有不少富有的私人银行家通过律师、会计师的介绍和安排，将资金投资于风险较大的石油、钢铁、铁路等新兴产业，这类投资完全由投资者个人决策，这就是私募股权基金的雏形。

美国的私募股权投资行业发展主要经历了 4 个阶段：萌芽期、发展期、快速增长期和成熟期。

<sup>1</sup> 本研究报告中的私募股权投资概念为 Private Equity 和 Venture Capital，文中如无注明，不做区分

表 2 美国私募股权投资行业不同发展阶段

时间	阶段	阶段性特点	低谷
20 世纪 40-70 年代	萌芽	(1)美国研究与发展公司为中小企业提供长期资本与管理服务；(2)美国通过《小企业投资法》支持小企业投资公司（SBIC）发展	-
20 世纪 70-80 年代	发展	(1)有限合伙制的出现；(2)美国企业风险资本协会成立；(3)美国政府出台一系列促进民间资本进行风险投资的扶持政策(4)纳斯达克小型资本市场建立使得私募股权投资资本能够顺利的退出	20 世纪 70 年代中期，世界主要国家股票市场萎靡不振，私募股权投资的退出渠道受到严重影响，发展暂时进入低谷，投资由创业阶段公司向创业后期公司转移
20 世纪 80-90 年代	快速增长	(1)全球杠杆收购兴起；(2)有限合伙制成为私募股权投资的主要形式	-
20 世纪 90 年代中期	成熟	私募股权投资的高回报吸引了越来越多的机构和个人投资，成为仅次于银行贷款和 IPO 的主要融资手段之一	(1) 1997 年东南亚金融危机和 2000 年美国网络科技股泡沫破裂，美国部分私募股权投资基金出现营运危机，一度陷入低迷；(2) 2008 年金融危机爆发期间，私募股权投资发展变得缓慢

资料来源：新世纪根据公开资料整理

### (1) 萌芽阶段（20 世纪 40 年代-70 年代）

现代意义上的私募股权投资起源于 20 世纪 40 年代的美国，当时美国出现大量中小企业，很难获得传统金融机构的资金支持。在此背景下，美国研究与发展公司（American Research and Development Corporation）（以下简称“ADR”）成立，成立目的为：第一，为中小企业提供非公开的融资工具；第二，为提升中小企业管理水平。ADR 的成立标志着有组织、专业化管理的私募股权投资公司开始出现。

1958 年美国通过《小企业投资法》支持小企业投资公司（Small Business Investment Companies Program）（以下简称“SBIC”）发展。SBIC 直接受美国小企业管理局（United States Small Business Administration）（以下简称“SBA”）的管辖，并可获得税收优惠和低息贷款的支持。1963 年美国约有 692 家 SBIC，筹集到私人权益资本 4.64 亿美元，并形成了截止 60 年代末的美国第一次风险投资浪潮，极大的推动了美国风险投资事业的发展。

### (2) 发展阶段（20 世纪 70 年代-80 年代）

1969 年美国资本收益税从 29% 上升至 49.5%，及 70 年代初的经济危机的爆

发给私募股权投资的发展造成了一定的负面影响。

1973 年美国全国风险资本协会（The National Venture Association）成立。这是美国第一家全国性风险投资业的自律组织，为美国风险投资事业的发展奠定了基础。1978 年美国劳工部的《雇员退休保障法》允许养老基金有条件的介入风险投资事业。1978 年和 1981 年美国国会两次下调长期资本收益税，从 49.5% 下降至 28% 后又下降至 20%。同时美国劳工部和国会在法律上确认了有限合伙制的合法性地位，再加上纳斯达克小型资本市场的建立使得私募股权投资行业的发展进入了良性循环。从 1969 年到 1975 年，美国约有 29 家有限合伙制的私募股权基金得以建立，共募集了 3.76 亿美元的资金。

20 世纪 70 年代，英国开始允许金融机构投资私募股权基金，欧洲其他国家也相继放松对私募股权投资的管制。然而 20 世纪 70 年代中期世界主要国家股票市场萎靡不振，私募股权投资的退出渠道受到了影响，私募股权投资暂时进入了发展的低谷，投资阶段由创业阶段向创业后期转移。

### （3）快速增长阶段（20 世纪 80 年代-90 年代）

20 世纪 80 年代至 90 年代，随着杠杆收购的兴起，私募股权投资获得了快速发展。1976 年 KKR<sup>2</sup> 成立以后，开始出现了专业化运作的并购投资基金。特别是在 20 世纪 80 年代美国第四次并购浪潮中，黑石（1985 年）、凯雷（1987 年）和德泰投资（1992 年）等著名并购基金管理机构的成立，极大地促进了并购投资基金的发展。1979 年至 1989 年，全球个案金额超过 2.5 亿美元的杠杆收购案例超过 2000 宗。

20 世纪 80 年代杠杆收购成为获利最高的投资模式，吸引了大量的私募股权投资机构和投资者。典型案例是美国食品烟草公司雷诺兹纳贝斯克被 KKR 以 250 亿美元收购。这期间，另一个重要变化就是有限合伙制成为私募股权投资的主要组织形式。20 世纪 80 年代末，同时投资于并购资本和夹层资本的私募股权投资基金也开始兴起。随着投机机会的变化，私募股权投资对象也随之改变。从 20 世纪 90 年代起，私募股权投资倾向于投资中后期发展较为稳定的企业。

### （4）成熟阶段（20 世纪 90 年代中期-至今）

20 世纪 90 年代中后期是美国生物制药、信息通讯、计算机网络等行业迅猛发展的时期，科技水平有了较大的飞跃。纳斯达克市场成为世界新型科技企业主要融资平台。2001 年美国风险投资总额较 2000 年下降了约 60%，2002 年风险投资额进一步压缩，比上年下降了约 45%。随着 2003 年美国相关税收和担保政策

<sup>2</sup> Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.

的出台，风险投资行业开始复苏，2004 年开始回暖，逐步走向平稳发展的轨道。但是受 2008 年次贷危机的影响，2009 年美国风险投资金额比上年下降了约 35%。2009 年后美国的私募股权投资行业在波动中逐步回暖，2015 年私募股权投资金额为 590.66 亿美元，仅次于 2000 年的 1049.98 亿美元的投资金额(参考图表 3)。

从 20 世纪 80 年代起算，欧美私募股权投资基金经过 30 多年的发展，成为仅次于银行贷款和 IPO 的主要融资手段之一。欧美私募股权投资基金规模庞大，投资领域广泛，资金来源多样化，众多机构参与。迄今为止，全球已有数千家私募股权投资公司，黑石、KKR、凯雷等机构是其中的佼佼者。

表 3.1995 年-2015 年美国私募股权投资行业情况 (单位: 百万美元、个)

年份	基金个数	募集金额	投资金额	投资案例	并购案例	平均并购规模
1995	267	36315	8016.5	1897	92	65.5
1996	272	44339	11285.4	2635	109	107.1
1997	376	59907	15071.6	3232	146	77.4
1998	462	92278	21561.5	3744	189	70.8
1999	594	104968	54908.6	5605	228	249.7
2000	802	180592	104997.8	8041	379	326.5
2001	460	89487	40938.6	4596	385	143.5
2002	327	39061	22202.6	3217	364	71.8
2003	282	46491	19682.2	3037	324	61.1
2004	368	77477	22852.2	3236	403	117.2
2005	439	137519	23245.4	3302	447	98.1
2006	455	184007	27865.4	3896	482	117.0
2007	502	263863	32104.6	4233	488	153.0
2008	442	201112	30435.6	4206	417	111.4
2009	309	83666	20334.2	3170	350	113.4
2010	356	65755	23529.9	3677	525	116.7
2011	404	89458	29907.9	4050	492	142.3
2012	449	128744	27663.5	3991	477	171.9
2013	446	152748	30304.9	4295	386	178.0
2014	516	149572	50843.3	4442	472	343.9
2015	401	144516	59065.6	4380	360	194.8

数据来源: YearBook 2016, National Venture Capital Association、新世纪整理

## 2. 退出渠道的增加推动我国私募股权投资行业发展

从 1985 年的起步阶段到目前新三板时期,我国私募股权投资行业经历过七个发展阶段。由于私募股权投资主要通过退出获取投资收益,目前最主要的退出渠道是 IPO,因此中国资本市场的丰富及退出渠道的增加推动着私募股权投资行业的发展。

### (1) 起步阶段 (1985-1997 年)

中华人民共和国国家科学技术委员会(现为中华人民共和国科学技术部)和财政部联合几家机构于 1986 年共同投资设立了中国创业风险投资公司,成为我国第一家专营风险投资的股份制公司,创立之初的目的是扶植各地高科技企业的发展。

1992 年,美国国际数据集团(International Data Group)投资成立第一家外资风险投资公司:美国太平洋风险投资公司。当时多数外资机构因为当时中国的经济环境没有展开业务。

1995 年,互联网投资机会涌现。1995 年我国通过了《设立境外中国产业投资基金管理办法》,鼓励中国境内非银行金融机构、非金融机构以及中资控股的境外机构在境外设立基金,投资于中国境内产业项目。随着中国 IT 和互联网行业的快速发展,大批外资风险投资机构进入中国投资,并通过新浪、搜狐、网易、亚信等在美国的成功上市获取丰厚回报。

### (2) 第一次高速发展 (1998-2000 年)

美国新经济和纳斯达克空前繁荣,引起全球效仿,越来越多的人意识到发展风险投资对我国经济发展的作用。在 1998 年 3 月份的全国人大,政协“两会”上,民建中央提出的《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》被列为“一号提案”。1999 年中央颁布的《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》和《关于建立我国风险投资机制的若干意见》代表我国的风险投资事业作为新的融资制度被系统的提出和广泛的推进。在此期间我国风险投资机构数量从 53 家增加到 246 家,管理资金总量从 53 亿增加到 405 亿。

### (3) 第一次调整期 (2001-2003 年)

受美国科技网络股破灭和 9.11 恐怖袭击带来的世界经济调整及中国自身经济体制改革遗留问题的影响,中国经济在此期间处于较为低迷的状态。国内的投资规模也随之下滑,风险投资机构数量从 266 家下降到 233 家,被投资企业数量从 532 家下降到 501 家。

#### **(4) 第二次高速发展 (2004-2007 年)**

2004 年以来，随着深圳中小板的推出，私募股权投资机构退出渠道得以拓宽，私募股权投资的活跃再次上升。2006 年中国颁布了《新合伙企业法》。《新合伙企业法》的颁布实施使得国际私募股权投资基金普遍采用的有限合伙组织形式在我国得以实现，大力推动了该行业的发展。同年同洲电子上市，是本土私募股权投资机构投资成功的首个案例，标志着本土投资机构的崛起。

#### **(5) 创业板时期 (2009-2010 年)**

2009 年深圳创业板推出使得企业的上市门槛降低，为私募股权投资提供了较好的退出平台，一批投资机构通过被投资企业在创业板上市获取高额回报。且 4 万亿经济刺激政策使得私募股权投资机构可投资资金充足，大批私募股权投资机构成立，行业出现井喷式增长。

#### **(6) 第二次调整期 (2011-2013 年)**

2011 年下半年开始，通胀压力和持续紧缩的货币政策使得资金募集出现困难，私募股权机构退出渠道受阻，该行业进入调整期。2013 年 A 股 IPO 暂停一年，上市退出渠道严重受阻，并购成为退出首要方式。私募股权投资行业洗牌，投资机构开始重视专业化投资和投后管理工作，逐渐回归投资实业本质。

#### **(7) 新三板时期 (2013-至今)**

2013 年底，全国中小企业股份转让系统（新三板）扩大至全国，部分私募股权投资机构已经将其作为重要项目源平台和退出通道。2014 年，A 股 IPO 开放，企业上市退出通道打开，多家私募股权投资机构通过 IPO 退出。2015 年以来，国内多层次资本市场进一步丰富和完善，新三板市场分层制度正式落地，退出渠道更加多元。此外，国务院发文加快构建“双创”平台，鼓励支持“四众”的发展、股权众筹政策日益全面、国企改革引发并购热潮等增强了投资者的信心，国内私募股权投资市场整体实现较快发展。

表 4. 国内私募股权投资行业发展历程（单位：百万元、个）

年份	新募基金数	募集金额	投资金额	投资案例
2006	79	1418.76	1151.85	453
2007	122	2992.91	1173.48	617
2008	167	4676.09	943.65	762
2009	124	1285	775.38	594
2010	240	2567.90	1043.83	1180
2011	617	4231.49	2561.91	2200
2012	621	2177.85	1704.85	1751
2013	548	2514.50	1886.78	1808
2014	745	5117.97	4376.74	3626
2015	2556	7849.47	5254.96	8365

资料来源：清科研究中心、新世纪整理

### 3. 资金来源及多层次资本市场建设制约我国私募股权投资行业发展

私募股权投资属于另类投资，是投资者除证券市场以外非常重要的分散投资风险的工具，稳定的长期限的资金对于私募股权投资机构而言较为稀缺。目前国内私募股权投资机构主要有三方面融资渠道：1、有限合伙人资金；2、公开市场股权融资；3、公开市场债券融资。有限合伙人（Limited Partner）是私募股权投资资金的主要提供者。欧美的私募股权投资基金有限合伙人中绝大部分为机构投资者，其中养老金基金为主要的资金提供方，个人投资者占比约在 10% 左右。美国的私募股权基金投资者中，养老基金占比约为 40%；欧洲私募股权投资基金投资者中，养老金占比约为 20%；日本私募股权基金的投资者主要为银行和财团；国内的有限合伙人主要为富有的民营企业主及家族。多数被投资的企业往往需要较长时间的跟投、扶持、指导才能形成竞争力并发展壮大。个人投资者提供的资金体量和资金期限往往弱于机构投资者，此外机构投资者多数具有一定的行业判断力。因此国内私募股权投资机构以个人资金为主的特征成为行业发展的制约因素之一。

公开市场股权融资方面，国内私募股权投资机构面临较为严格的环境。2015 年底，私募股权投资机构可以通过在新三板挂牌进行股权融资，但由于存在通过高股价定增，做大市值及募集资金是否投向实体经济等问题，2015 年底证监会叫停私募股权投资机构挂牌新三板。2016 年 5 月 27 日，全国股转公司对私募挂牌机构新增了八个方面的条件，包括“管理费收入与业绩报酬之和须占收入来源的 80% 以上”，“私募机构持续运营 5 年以上”，“募集资金不得投向沪深交易所二级市场上市公司”等。新三板挂牌条件趋于严格，私募股权投资机构融资



渠道受阻。整体上，在公开市场融资方面，国内私募股权投资机构不仅弱于国内其他类金融机构，也弱于国外私募股权投资机构。

虽然国家近年来允许私募股权投资机构公开市场债务融资，但由于私募股权投资高风险的特性，债务融资仍旧面临较大压力。目前国内私募股权投资机构公开市场发债的基本具有：1、政府背景，带有政策职能；2、在新三板挂牌。其他的私募股权投资机构往往很难通过发行债券融资。

美国完善的多层次资本市场为私募股权投资机构的退出提供了极大的便利，选择 IPO 和并购方式退出在美国市场十分常见，且从历年退出的渠道来看，并购退出的比例始终超过 50%，股份回购的比例很小。另外，美国有非常发达的私募股权二级交易市场，除纳斯达克设立的 PORTAL 外，一些大型投资银行也纷纷对外公开设立自己的私募股权交易平台，这些可交易私募股权基金的场外交易市场为私募股权投资的退出提供了更多的途径和选择空间，极大地增加了私募股权基金的流动性。

近年来我国私募股权投资退出数量创历史新高，退出多元化趋势显现。但整体上，我国的私募股权投资基金的退出渠道较为狭窄：尽管沪深交易所现已形成了三个板块的市场体系，但三个板块呈现出一定的趋同性，并且进入门槛都非常高，大多数中小企业都较难满足。处于场外的全国中小企业股份转让系统，虽然在 2014 年迎来了全面扩容，但挂牌企业数量以及市场活跃度仍有待进一步提升。另外，从场内到场外、从创业板到主板市场的转板机制尚未形成，这也直接导致了新三板市场吸引力的下降。作为另一重要退出渠道的并购市场，目前在打破地方保护主义、提高并购审核效率、健全资本市场基础制度环境、丰富并购融资及支付工具等方面仍存在较大改善空间。

表 5. 美国多层次资本市场体系

层次	定位	场内	场外
一	全国市场：成熟稳定的大型企业	纽约证券交易所（NYSE）	纳斯达克全国市场（NASDAQ-Global Select Market, NASDAQ-Global Market）
二	全国市场：中小企业	美国证券交易所（AMEX）	纳斯达克小型股票市场（NASDAQ-Small Cap Market）
三	区域市场	芝加哥股票交易所、太平洋股票交易所、波士顿股票交易所、费城股票交易所等	-
四	广大中小企业	第三市场和第四市场	美国场外柜台交易系统（OTCBB）、粉单市场（Pink Sheet Exchange）

资料来源：新世纪经公开信息资料整理

总体而言，机构投资者能为私募股权投资机构提供较为长期稳定的资金，是私募股权投资行业发展的稳定器和基石。多层次的资本市场及活跃的并购市场使得私募股权投资机构推出较为便捷。目前由于缺乏规模较大的机构投资者和多层次的资本市场及活跃的并购市场，中国的私募股权投资行业发展面临着一定的束缚。

### （二）私募股权投资行业监管环境

依据全国人大常委会通过的《证券投资基金法》和中央编办发布的《关于私募股权基金管理职责分工的通知》，中国证券监督管理委员会及其下属的证券投资基金业协会为私募股权投资行业监管机构。同其他类型的金融机构相比，私募股权投资行业的监管较为宽松，准入壁垒较低，信息披露的透明度较弱。

#### 1. 监管政策梳理

我国私募股权投资行业监管政策可以划分为两个阶段：一、无明确监管主体前监管政策；二、证监会主持监管后政策。

##### （1）无明确监管主体前监管政策

1996 年，我国首次将创业投资概念纳入法律条款。全国人大通过的《中华人民共和国促进科技成果转化法》第三章第二十四条中规定：“国家鼓励设立科技成果转化基金和风险基金，其资金来源由国家、地方、企业、事业单位以及其他组织或者个人提供，用于支持高投入、高风险、高产出的科技成果的转化，加速重大科技成果的产业化。”

2005 年 11 月 15 日，《创业投资企业管理暂行办法》由国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务局、国家工商行政管理总局、中国银监会、中国证监会、国家外汇管理局发布，2006 年 3 月 1 日正式施行。该办法以法律形式规定了创业投资企业的设立与备案、投资运作、政策扶持、监管的相关细则。

2008 年 4 月，经国务院批准，全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化私募股权投资基金，总体投资比例不超过全国社保基金总资产的 10%。对于私募股权投资基金而言，在发改委备案是获得社保出资的前提。2008 年 6 月，发改委对私募股权投资基金试点备案。先后在天津滨海新区、北京中关村科技园区、武汉东湖新技术产业开发区和长江三角洲地区，开展了股权投资企业备案管理先行先试工作。2008 年 8 月，发改委对产业基金的管理由“审批制”改为“备案制”，并将产业投资基金扩展为股权投资基金，引导社会资金投资。

2010 年 6 月份开始，发改委暂停了私募股权投资机构备案，届时已有 22 家

市场化股权基金在发改委备案。

2011 年 2 月，发改委重启私募股权投资基金备案，并且不再为私募股权投资基金进行“空头背书”。《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》规定：资本规模未超过 5 亿元人民币的机构，可豁免备案；并允许外资机构备案。此次备案的最大特点，是发改委已经不再给私募股权投资基金管理者们进行“空头背书”，体现为管理公司与基金同时完成双重备案。此前，私募股权投资基金管理团队可以先在发改委备案，之后再融资，甚至融资可以“从零开始”。2011 年底，发改委强制所有私募股权投资机构备案，并对私募股权投资机构的备案要求扩大到全国。2864 号文件《关于促进股权投资企业规范发展的通知》规定：资本规模达到 5 亿元人民币的股权投资企业，在发改委备案；资本规模不足 5 亿元人民币的股权投资企业，在省级人民政府确定的备案管理部门备案。

2013 年 2 月，证监会允许私募股权投资机构开展公募基金业务。《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》明确：从 2013 年 6 月 1 日起，符合条件的股权投资管理机构、创业投资管理机构也可开展公募基金管理，并适当降低了资产管理机构获取公募基金管理业务牌照的门槛。但 2013 年 3 月，发改委禁止私募股权投资机构参与公募基金和私募证券投资基金。《关于进一步做好股权投资企业备案管理工作的通知》要求：各地最迟于 2013 年 6 月底出台地方私募股权投资机构备案管理规则，并指出发现股权投资企业和股权投资管理企业参与发起或管理公募或私募证券投资基金、投资金融衍生品、发放贷款等违规行为的，责令限期整改。这与上条证监会发布的规定冲突，私募股权投资行业监管主体尚待明确。

2013 年 6 月 27 日，中央编办发布《关于私募股权基金管理职责分工的通知》：证监会负责制订私募股权投资基金的政策、标准与规范，对设立私募股权基金实行事后备案管理，负责统计和风险监测，组织开展监督检查，依法查处违法违规行，承担保护投资者权益工作；国家发展改革委负责组织拟订促进私募股权基金发展的政策措施，会同有关部门根据国家发展规划和产业政策研究制订政府对私募股权基金出资标准和规范、出资比例和退出机制。从此，明确私募股权投资基金主归证监会监管，发改委负责制定行业宏观发展政策。私募股权机构的监管权归属证监会之后，发改委不再受理私募股权投资机构备案申请。从 2013 年 6 月份到 2014 年初，私募股权投资机构的备案暂停了大约半年。

## （2）证监会主持监管后政策

2014 年 2 月，中国证监会设立私募监管部，正式接替发改委对私募行业进

行监管。2014 年 8 月，涵盖私募证券投资基金、私募股权投资基金和创业投资基金的《私募投资基金监督管理暂行办法》正式公布实施。但是目前证券投资基金法主要适用于私募基金而非私募股权基金，从监管方式来看，应当将私募股权基金与私募证券投资基金区分开。虽然中国证券基金业协会已经在信息报送、任职资格等方面，对私募股权基金做了区别对待，但后期内控、信息披露、募集行为管理、各类文本指引、资格考试内容等方面，仍然存在过于以证券投资基金为中心的情形，考虑股权基金的特殊性较少。

**表 6. 2014 年至 2016 年 2 月，中国证券投资基金业协会发布部分政策一览表**

时间	名称	主要内容
2014.01.17	《证券投基基金管理人登记和基金备案办法（试行）》	规定了私募投基基金管理人登记、基金备案、从业人员管理、信息报送、自律管理等方面要求
2014.06.26	《基金管理公司风险管理指引》	详细规定公司构建风险管理体系
2014.08.20	《公开募集证券投资基金销售公平竞赛行为规范》	规范基金销售行为
2014.08.21	《私募投资基金监督管理暂行办法》	私募基金行业制度化监管指南
2014.09.05	《纪律处分实施办法（试行）》	四项自律规则，统一的行业自律管理标准和程序、搭建了基金业协会自律管理框架
2014.11.24	《基金业务外包服务指引》	对公、私募基金管理人开展业务外包的主要环节进行了原则性规定
2014.12.25	《基金从业人员执行行为自律准则》	12 各方面对从业人员的执业行为进行自律约束
2015.07.24	《基金从业资格考试管理办法（试行）》	加强基金从业资格考试工作的管理工作，完善基金从业资格考试的管理流程
2015.11.27	《关于在北京市开展私募投资基金管理人入会申请信息核查工作的通告》	基金业协会将对私募基金管理人开展信息大核查，先从北京开始，逐步推向全国
2015.12.07	《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》	规范会计师事务所对基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司的内控核查工作
2015.12.16	《关于就私募投资基金募集行为管理办法（试行）（征求意见稿）》	加强对基金募集行为的规范
2016.02.01	《私募投资基金管理人内部控制指引》	进一步明确了私募基金监管的范围和要求，明确了私募基金内部控制的原则和应采取的措施
2016.02.04	《私募投资基金信息披露管理办法》	对私募基金管理人、私募基金托管人等信息披露义务人提出较高标准的信息披露要求
2016.02.05	《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》	取消私募基金管理人登记证明、加强信息报送、法律意见书、高管人员资质

2016.04.15	《私募投资基金募集行为管理办法（试行）》	对私募基金的募集主体、募集程序、募集义务等进行明确规定
2016.04.18	《关于发布私募投资基金合同指引的通知》	制定契约型、公司型、合伙型基金各自必备的合同条款；设立专用账户、保障资金安全；强调提示私募风险；私募基金未到中国基金业协会备案不可投资运作
2017.08.30	《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》	进一步重申明确了证监会及基金业协会对私募股权投资行业的监管职能，而私募股权投资行业的发展职能更多由发改委承担和牵头

资料来源：新世纪根据公开信息整理

## 2. 私募股权投资监管环境较为宽松

在行业准入及信息披露上，同其他金融行业相比，监管机构对私募股权投资行业采取较为宽松的监管标准，准入门槛较低，且针对创业投资基金采取差异化的监管，为创业投资基金提供便利。

根据中国证监会 2014 年 8 月份发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》，私募基金管理机构发行私募基金不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定数量的投资者发行私募基金。各类私募基金管理人应向基金业协会申请登记，报送以下基本信息：1.工商登记和营业执照正副本复印件；2.公司章程或者合伙协议；3.主要股东或者合伙人名单；4.高级管理人员基本信息；5.基金业协会规定的其他信息。在私募基金募集完毕，私募基金管理人根据基金业协会规定，办理基金备案手续，报送以下基本信息：1.主要投资方向及根据主要投资方向注明的基金类别；2.基金合同、公司章程或者合伙协议；3.采取委托管理方式的，应当报送委托管理协议。该管理暂行办法中规定：1.针对创业投资基金，基金业协会在基金管理人登记、基金备案、投资情况报告要求和会员管理等环节，对创业投资基金采取区别于其他私募基金的差异化行业自律，并提供差异化会员服务；2.中国证监会及其派出机构对创业投资基金在投资方向检查等环节，采取区别于其他私募基金的差异化监督管理；在账户开立、发行交易和投资退出等方面，为创业投资基金提供便利服务。

## 3. 利好政策陆续出台促进私募股权投资行业发展

近年来，国家各部门及各地方政府都鼓励私募股权投资基金的发展，出台一系列优惠政策。

2014 年，国家对私募股权投资行业出台多个利好政策，促进行业发展。5 月 9 日，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称“新国九条”），首次将“培育私募市场”单独列出。8 月 21 日，证监会发布

《私募投资基金监督管理办法》，这是证监会颁布的第一部关于私募投资基金的专门性监管法规，制度化监管模式已经形成。

2015 年，李克强总理在政府工作报告中正式提出“大众创业，万众创新”的口号，配套政策紧随其后，全国“双创”局面初现。6 月 11 日，国务院颁布《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，从十一个方面详细论述了推进“大众创业，万众创新”的举措，是“大众创业，万众创新”的系统性、普惠性政策文件。为响应“双创”的号召，各地方政府纷纷设立政府引导基金，12 月 9 日，财政部公布《政府投资基金暂行管理办法》，其中对政府投资金的设立，运作和风险控制，终止和退出，预算管理，资产管理以及监督管理进行了规范，是政府引导基金的纲领性文件。

2016 年 9 月 16 日，国务院发布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，对国内创业投资行业的监管和发展提出了指导性意见，其中明确天使投资的概念，并提出八大举措促进创投发展。12 月 30 日，国家发改委发布《政府出资产业投资基金管理暂行办法》，从政府出资产业投资基金的募集和登记管理，投资运作及终止，绩效评价和信用建设等方面，完善了监管措施。

2017 年，双创政策不断出台，体现了国家层面鼓励创新创业，扩大直接融资，疏通金融进入实体经济的国策。在税收优惠方面，4 月底，财政部和税务总局下发《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》；5 月下旬，国税总局下发《国家税务总局关于创业投资企业和天使投资个人税收试点政策有关问题的公告》，一系列税收优惠政策都在鼓励创业投资基金参与初创科技型企业的投资。6 月 2 日，证监会根据国家双创精神，以监管问答形式出台减持新规，针对创业投资基金实际情况在市场化退出方面给予特殊安排。

## 二、私募股权投资行业信用特征

### （一）私募股权投资机构业务稳定性偏弱

#### 1. 私募股权投资机构风险偏好较高

私募股权投资是权益投资，其投资对象是处于创业期的未上市的具有高成长性的新兴企业，要求相当高的回报来补偿其承担的高风险。根据标普统计的数据，私募股权投资基金在 1986-2005 期间平均年化收益率为 18.5%，均高于 MSCI 新兴市场指数、MSCI 欧洲指数和标普 500 指数回报率。基金投资人（LP）主要为高净值的私人及机构投资者，整体风险承受能力较强。

#### 2. 私募股权投资机构投资金额较大，频次较高

由于存在较高回报率的要求，私募股权投资机构主要投向的行业为未来 5-10

年内高速成长的行业，如互联网、信息科技、消费金融、生物技术等。在高速成长的行业里，再选择发展潜力较大的企业。这类企业由于处于初创期或者成长期，自身仍未形成较为稳定的业务竞争优势或者市场占有率，从传统的融资渠道很难获得满足自身快速扩张的资金。此类企业对于资金的需求往往具有量大，频率高的特性。私募股权投资基金由于 LP 其自身的风险偏好，可以满足此类企业的资金需求。

### 3. 私募股权投资周期较长，流动性较差

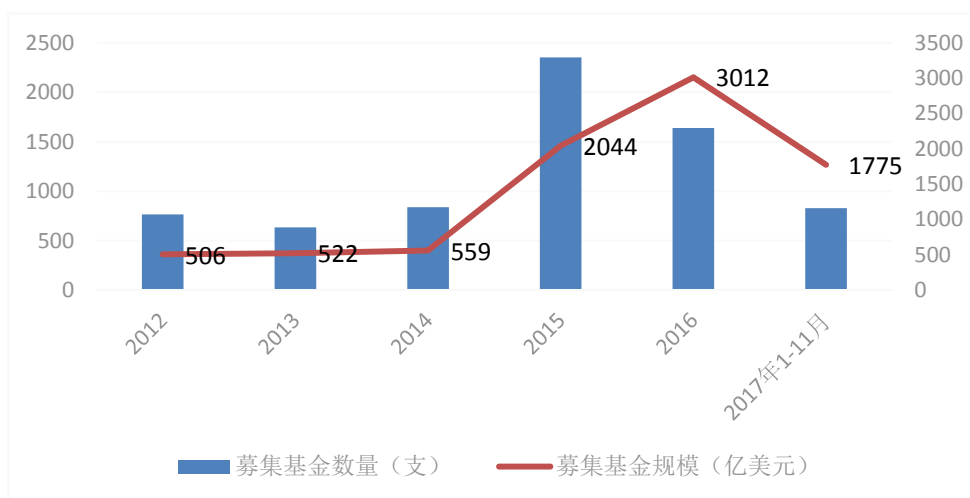
由于被投资的企业自身成长周期较长，伴随企业发展的私募股权投资基金从投资到退出要经历 5-7 年左右时间，所以多以封闭形式出现。而且目前中国并没有针对私募股权份额的固定的交易流动市场，相对于其他金融资产，自身流动性较差。

由于具有长周期、流动性较差、高回报、投资金额较大等特性，私募股权投资基金整体业务稳定性较弱，信用质量弱于其他类的类金融机构。

#### (二) 近年来私募股权投资行业募资环境相对趋紧

随着 2008 年金融危机的负面影响逐渐消退，中国私募股权投资市场整体呈现回暖态势。2014 年以来，随着国内多层次资本市场的丰富和完善、IPO 放开、支持政策出台等多重背景下，国内私募股权投资市场增速明显。但 2015 年以来，由于国内 A 股市场的回落，整体的募集资金规模下降较为明显。2016-2017，针对金融行业，国内开始加强监管，并采取中性货币政策。根据投中研究院发布数据，2017 年前 11 月中国私募股权投资行业完成募集基金 828 支，总规模接近 1.18 万亿，同去年相比分别下滑 97.95% 和 69.69%，显示 2017 年募资环境相对困难。

表 7. 2012-2017 年前 11 月，私募股权投资行业募资情况



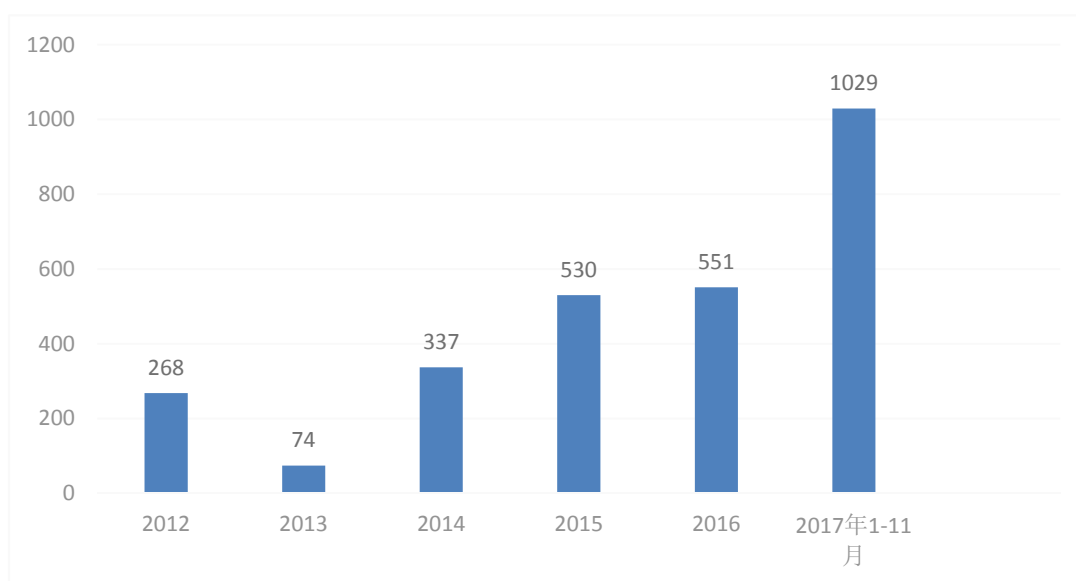
资料来源：投中研究院，新世纪整理

### （三）IPO 仍为主要退出渠道

虽然随着市场的发展，私募股权投资的退出方式越来越多样化，但由于 IPO 退出回报率较高，流通性较好，IPO 退出仍占主导地位。根据清科研究中心，私募股权市场（含创投）退出方式中，IPO 退出数量占比为 30.05%、新三板退出占比为 24.4%、并购退出占比为 11.1%。

此外，2017 年以来，A 股 IPO 加速去库存，发审委持续提高审核速度、港股和海外 IPO 市场平稳增长，且频现大规模上市案例。私募股权投资市场 2017 年 IPO 退出创出历史峰值。

表 8.2012-2017 年前 11 月，私募股权投资行业 IPO 退出数量情况（单位：个）



资料来源：清科研究中心，新世纪整理

### （四）私募股权投资资金来源拓宽

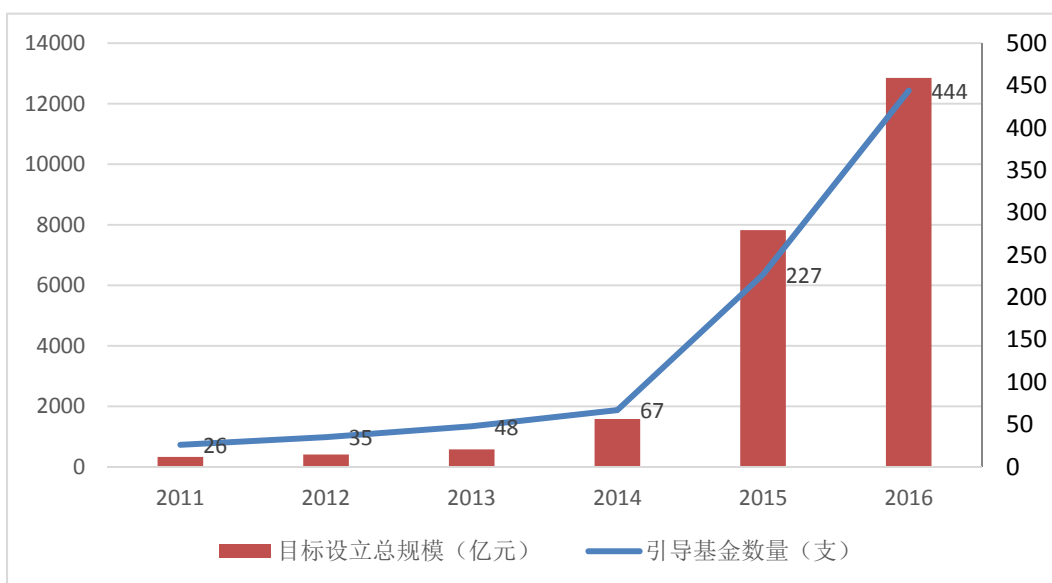
目前中国私募股权投资基金，主要资金来源为富有家族及个人和企业，占比约为 70%。2015 年底，随着财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》，政府引导基金的设立进入爆发期。从地方层面看，随着中央鼓励政府引导基金的发展态势明确，各地方政府设立各类政府引导基金涌现，遍及农业、服务业、文化、旅游、科技等各个领域。在政府引导基金的设立形式上，各地方政府根据投资方向和重点，设立股权投资基金、产业投资基金、天使投资基金等。

2016 年以来，全国政府引导基金延续了 2015 年的爆发增长态势，在设立数量和披露的目标规模上超过 2013-2015 全国引导基金总和。截止 2016 年底，国内共成立 901 支政府引导基金，总规模达 23960.6 亿元，平均单只基金规模 26.6 亿元。从时间上看，引导基金数量增加 821 支，年平均增长率为 382.7%；目标



总设立规模增加 23243 亿元，年平均增长率为 746.9%。

表 9. 2011-2016 年政府引导基金设立情况



资料来源：投中研究院，新世纪整理

除政府引导基金外，保险和银行资金进入私募股权领域壁垒也都放开。2015 年 9 月 11 日，保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），明确提出保险资金可以设立私募基金，险资运用因此再度松绑一环。《通知》明确，保险资金可以设立私募基金，范围包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金和以上述基金为主要投资对象的母基金。投资方向应当是国家重点支持的行业和领域，包括但不限于重大基础设施、棚户区改造、新型城镇化建设等民生工程和国家重大工程；科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等国家重点支持企业或产业；养老服务、健康医疗服务、保安服务、互联网金融服务等符合保险产业链延伸方向的产业或业态。

2016 年 4 月 21 日，银监会、科技部、央行联合发布《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》，明确在北京中关村国家自主创新示范区、武汉东湖国家自主创新示范区、上海张江国家自主创新示范区、天津滨海国家自主创新示范区、西安国家自主创新示范区开展试点，此次试点银行包括：国家开发银行、中国银行、恒丰银行、北京银行、天津银行、上海银行、汉口银行、西安银行、上海华瑞银行、浦发硅谷银行。

#### （五）私募股权投资行业和地域集中度较为明显

私募股权投资基金主要投资具有广阔前景、高成长性的企业，主要集中于互联网、IT、生物技术、医疗健康等。从 2017 年 11 月份数据来看，互联网、IT

和生物技术/医疗健康在投资案例数量上分别排名前三，案例数量分别为 91、90 和 60，占比分别为 17.1%、16.9% 和 11.3%。

从投资地域方面来看，2017 年 11 月份发生的 532 起投资案例，分布最多的三个省市分别为北京、上海和深圳，案例数分别为 162、91 和 68 起，占比分别为 30.5%、17.1% 和 12.8%。

表 10. 2017 年 11 月，国内私募股权投资行业情况统计

行业	案例数	案例数占比	金额（百万美元）	金额占比
互联网	91	17.12	1363.95	8.14
IT	90	16.93	728.95	4.35
生物技术/医疗健康	60	11.28	1204.93	7.19
机械制造	35	6.58	604.35	3.61
娱乐传媒	43	8.08	99.00	0.59

资料来源：清科研究中心，新世纪整理

表 11. 2017 年 11 月，国内私募股权投资地域情况统计

地域	案例数占比	金额数占比	平均金额（百万美元）
北京	30.45%	14.55%	18.46
深圳	12.78%	3.71%	9.13
广州	4.70%	29.84%	70.59
上海	17.11%	28.04%	64.92
浙江	8.27%	1.35%	10.59

资料来源：清科研究中心，新世纪整理

### 三、各类私募股权投资公司信用特点

#### （一）私募股权投资机构分类

根据基金业协会数据，截至 2017 年 11 月末，私募股权投资基金管理人 12764 家，管理基金 27560 只，管理基金规模 6.93 万亿元。根据投资阶段的不同，私募股权投资机构一般分为早期投资、VC 投资、PE 投资、并购投资等。早期投资一般投资于刚成立的企业、VC 主要投资处于发展早期的企业，PE 主要投资处于发展中后期的企业。由于前后期的划分使得 VC 与 PE 在投资理念、规模上都不尽相同。早期投资代表机构有真格基金、创新工场等，VC 投资代表机构有深创投、达晨投资等，PE 投资代表机构有弘毅投资、鼎晖投资、九鼎投资等。在激烈的市场竞争下，VC 与 PE 的业务渗透越来越大。很多传统上的 VC 机构现在

也介入 PE 业务，而许多传统上被认为专做 PE 业务的机构也参与 VC 项目，PE 与 VC 只是概念上的一个区分，在实际业务中两者界限越来越模糊。

我国私募股权投资机构以“小而精”为主，管理规模在 50 亿元以下的基金管理人占比 89%；管理规模在 50-500 亿元的基金管理人次之，占比 10%，管理规模在 500 亿元以上的基金管理人占比约 1%。根据公司资本类型的不同，私募股权投资机构可以分为本土机构、外资机构和合资机构。根据股东的背景不同，市场上比较有竞争力的私募股权投资机构分为以下几类：1. 民营系，代表机构如九鼎投资、中科招商、同创伟业、天图资本、东方富海、松禾资本等；2. 国资系，代表机构如深创投、达晨创投、君联资本、上海永宣、鲁信创投、无锡创投等；3. 金融系：代表机构如金石投资、海通开元、建银国际、招银国际等；4. 外资系，代表机构如 IDG 资本、淡马锡投资、红杉中国、赛富投资、启明创投、软银中国等；5. 互联网系，代表机构如阿里资本、云峰基金、腾讯基金等。

### 1. 民营系

市场上知名的民营系私募股权投资公司一般成立时间较早，在私募股权投资行业基本都超过十余年。基金管理人都来自我国民营资本活跃度最高的地区，如广东省、浙江省等。由于私募股权投资行业是一个资本和知识高度密集型行业，具有较高的技术壁垒和资本壁垒。因此市场化运作的私募股权投资公司的竞争力主要来自于两类：一类是基于自身的专业能力，其往往在某些行业或专业方面有着独到的眼光和能力，或者积累了深厚的行业和专业经验，且在不断投资过程中强化这种能力。第二类是基于自身的关系资源，往往利用自身在行业内广泛的资源，展开项目的竞争。在投资表现方面，由于这些民营私募股权投资公司进入行业时间较早，当 IPO 融资市场较好的年份退出项目增多（如 2010、2015、2016 年），进一步积累了资本及市场声誉。

表 12. 部分行业领先民营系私募股权投资公司情况

机构名称	成立时间	公司地点	注册资本 (亿元)	管理资本 (亿元)	投资风格	投资表现
达晨创投	2000.0	深圳	1.00	170.00	单笔投资金额主要分布在一千至五千万之间； 参与 A 轮投资比例最大； 广东和北京地区项目最多； 行业偏好：大数据与信息 安全、智能制造、节能环保、媒体体育娱乐、新消费服务、医疗健康、军工	截至 2017 年 5 月，投资有 55 个实现 IPO，75 个挂牌新三板。其中 2015 年和 2017 年上市高峰期分别上市 12 家和 13 家
九鼎投资	2007.	北京	-	441.60	单个企业投资金额集中于 (1000,5000) 和 (5000,10000)； 参与 A 轮投资比例最大； 广东地区项目最多； 行业偏好：材料、资本货物、制药生物科技与生命科学、技术硬件与设备、耐用消费品	截至 2016 年上半年，37 家实现 IPO、60 个挂牌新三板
同创伟业	2000.06	深圳	4.21	211.91	单笔项目主要集中在千万级别； 主要集中在偏早期项目，A 轮占比超过 50%； 广东地区投资项目较多； 行业分布以大信息、大消费、大健康、新能源、新材料、新工业为主，大信息类项目占比较高	截至 2017 年 6 月末，实现 IPO 项目 31 个，新三板挂牌 45 家
中科招商	2000.12	北京	108.28	330.43	行业分布在文化消费、先进制造、电子信息、节能环保、现代农业、新材料、健康医药等 7 大行业	截至 2016 年末，公司基金管理的累计有超过 40 家通过 IPO、并购等方式实现上市。公司直投项目中已实现退出 2 个
硅谷天堂	2000.11	杭州	44.32	266.63	行业分布在 TMT 领域、先进制造领域、新农业领域、医疗健康领域、节能环保领域等	截至 2017 年 9 月末，公司实现 A 股上市项目 38 个，香港上市 2 个，韩国上市 1 个，35 个挂牌新三板

资料来源：清科研究中心、新世纪根据公开资料整理

## 2. 国资系

在私募股权投资行业，具有政府背景的私募股权投资公司也是市场上重要的参与者之一，其中不少极具市场竞争力，如深创投、苏州国发、苏州元禾、亦庄国投等。国资背景的私募股权公司一般承担着当地政府对创投行业的政策引导、示范和放大作用，投资行业一般为国家及当地政府积极鼓励发展的新兴行业。投资一般会较集中在政府所在地，区域集中度较高。在资本实力和基金管理规模上，由于国资系私募股权投资公司吸收政府引导基金，自身的资本实力和基金管理规模都具有较强的竞争力。在公司业务上，国资背景的私募股权公司除了传统的直接投资、基金投资外，部分承担着政府投资项目股权的代持管理工作。在基金投资业务上，国资背景的私募股权投资公司除了担任基金管理人进行基金投资之后，部分会作为 LP 出资，再进一步筛选市场上专业的投资管理团队担任 GP 进行投资。

表 13. 地方国资系私募股权投资公司情况

机构全称	简称	成立时间	注册资本 (亿元)	管理资本 (亿元)	股东	备注
深圳创新投资集团	深创投	1999.08	-	1862.30	深圳国资委	十七年间接洽项目数万个，已投资项目 664 个，领域涉及 IT、通讯、新材料、生物医药、能源环保、化工、消费品、连锁、高端服务等，累计投资金额约 228 亿元人民币
江苏毅达股权投资基金管理有限公司	毅达资本	1992.01	1.00	750	江苏省人民政府（非控股）	累计组建了 73 支不同定位的股权投资基金，管理资本规模 750 多亿元，累计投资支持了 650 多家创业企业，助推其中 93 家企业成功登陆境内外资本市场
苏州国发创业投资控股有限公司	苏州国发	2008.05	38.00	336.68	苏州市人民政府	包括种子基金、成长基金、并购基金、产业基金、城市发展基金和债权基金在内的国发系股权投资基金规模超过 300 亿元人民币
北京亦庄国际投资发展有限公司	亦庄国投	2009.02	196.81	92.40（实缴出资）	北京经济技术开发区国资委	公司主要采用基金出资人的方式进行投资，部分投资项目亦参股基金管理人。公司基金投资体系已签约基金 36 支，拟签约基金 8 支，基金规模达 2,323.26 亿元，基金认缴额达 266.24 亿元，实缴出资 92.40 亿元
苏州元禾控股	苏州元禾	2001.11	38.87	377	苏州工业	截至 2016 年 3 月 31 日，共投

股份有限公司					园区管理委员会	资种子期项目 253 个,成长期项目 81 个,成熟期项目 48 个;完成并购投资 7 个,金融投资 3 个;共投资子基金 43 支;投资项目中有 43 家企业已上市或过会
鲁信创业投资集团股份有限公司	鲁信创投	1993.11	38.60	120	山东省国资委	截至 2016 年末,作为主发起人发起设立 31 支市场化基金,基金总规模 120 亿元(到位资金 68 亿元);截至 2016 年末,自有资金投资项目累计 128 个,累计投资金额 44.67 亿元;目前在投项目 98 个

资料来源:清科研究中心、新世纪根据公开资料整理

### 3. 金融系

金融系私募股权投资公司一般为大的金融控股集团、银行或者券商的直接投资部门发展而来。私募股权投资作为资产配置的一种方式具有投资回报高、风险高、投资周期较长的特点。大型金融机构,通过设立的私募股权投资子公司,一方面可以利用集团内部的资源投资产生协同效应;另一方面,多元化的业务模式可以增强集团综合竞争力。券商系或者银行系的私募股权投资机构,首先在募集资金来源方面,现有的客户资源可以成为其重要的 LP 来源。在投资管理层面,券商资源能够支撑直投业务进行更多增值服务。在退出层面,也可借助集团内的客户资源,实现被投企业的多元退出方式。金融系私募股权投资机构资本实力较为雄厚,由于其成立的时间普遍晚于民营系机构,而私募股权投资行业是需要时间培育的一个行业,金融系私募股权投资公司的市场竞争力在逐步提升。

表 14. 金融系私募股权投资公司情况

机构全称	简称	成立时间	注册资本(亿元)	管理资本(亿元)	股东	备注
鼎晖投资基金管理公司	鼎晖投资	2002.05.01	-	1144.00	中金证券	鼎晖投资前身是中国国际金融有限公司的直接投资部,由吴尚志、焦震等六位创始人,联合新加坡政府直接投资有限公司、中国投资担保有限公司和苏黎世保险资本集团创立
平安资本有限责任公司	平安资本	1992.11.24	40.00	348.49	平安集团	作为平安信托的全资子公司和平安集团主要的另类投资平台
金石投资有限公司	金石投资	2007.10.11	72.00	170.03	中信证券	中信证券专业直接投资机构
海通开元投	海通开元	2008.10.23	106.50	280.00	海通证	海通开元重点关注和跟踪有着良

资有限公司					券	好诚信记录、商业模式成熟清晰并有着独特的核心竞争力的成长中的中小型公司。专注于 TMT、新能源、新材料、消费品、生物医疗、信息技术、先进制造以及处于景气度上升阶段国家支持行业的投资机会
建银国际(控股)有限公司	建银国际	2004.01.01	-	1280	中国建设银行	建银国际通过以下三个主要的投资平台,开展私募股权投资业务:建银国际资产管理有限公司核心业务为基金投资及资产管理。建银国际(中国)有限公司设立于北京,是建银国际面向境内资本市场开展业务的重要平台以及为建设银行客户提供全面金融解决方案的重要平台。建银国际财富管理(天津)有限公司是建银国际在国内设立的全资子公司,是建银国际在国内从事人民币股权投资基金业务的战略平台

资料来源:清科研究中心、新世纪根据公开资料整理

#### 4. 外资系

随着 21 世纪初期以来中国互联网的飞速发展,外资系私募股权投资公司实现了丰厚的利润回报。与其他一些本土机构利用短期性投资行为享受资本价格的套利获取高额收益不同,外资系机构更注重早期投资并跟随企业家一同发展。从行业选择上,外资系机构更偏好 TMT、医疗健康、文化娱乐等领域。从投资表现可看出,外资系机构的退出项目在美国、香港等地实现上市的企业更多,其中不乏市值巨大的互联网巨头公司。

表 15. 外资系私募股权投资公司情况

机构全称	简称	成立时间	管理资本 (亿元)	投资风格	投资表现
红杉资本中国基金	红杉资本	2005.09	412.67	投资初创期和扩张期企业占比 70%，种子期占比 12%；投资区域偏好北京、上海和广东地区；行业分布：电商、医疗健康、企业服务、金融、文化娱乐、游戏、汽车交通和教育八大块	十余年来项目纽交所上市 12 个、纳斯达克 10 个、港交所 9 个、深交所 12 个，以及新三板挂牌 16 个。其中高市值项目包括阿里巴巴、京东、奇虎 360、中通快递等
IDG 资本投资顾问(北京)有限公司	IDG 资本	1992	800	第一家进入中国的美国风投公司；投资行业偏好 TMT、新型消费及服务、医疗健康、工业技术、文化旅游等；投资阶段	20 年来投资了 500 余家中小企业，其中 100 多家公司实现上市或并购。其中不乏互联网龙头企业如百度、腾讯、携程等
启明维创创业投资管理(上海)有限公司	启明创投	2006.02	217.64	专注于投资互联网消费、医疗健康、信息技术以及节能环保技术等行业早期和成长期的优秀企业	已投资超过 210 家企业，其中有超过 30 家分别在美国纽交所、纳斯达克、香港联交所、台湾柜买中心、上交所 A 股及深交所上市或通过并购

资料来源：清科研究中心、新世纪根据公开资料整理

## 5. 互联网系

在我国互联网领域，腾讯和阿里巴巴总体市值已逼近万亿美金。腾讯和阿里巴巴以及百度、京东等其他互联网公司主导的私募股权投资公司呈现出另一番不同的特征。规模较大的互联网公司构建基于自身的生态系统，吸引更多客户流量，往往投资和自身业务相关的上下游企业。例如，由腾讯投资的国内外企业在 500 家左右，领域涵盖文化娱乐、游戏、电子商务、企业服务、生活服务、医疗、社交、金融等近 20 个行业方向，投资阶段从种子期到 IPO 上市各个阶段。2017 年，互联网系巨头实现投资项目 IPO 数较多，正式资本化的成功案例包括腾讯系的阅文集团、搜狗、易鑫集团、乐信集团，和阿里及腾讯共同投资的众安在线。部分仍未正式登陆资本市场的新型投资巨头也只是时间问题，比如腾讯阿里均有投资的滴滴出行，已经成为全球未上市公司里估值最高的公司。

### (二) 国内私募股权投资公司发债主体对比

由于自身业务波动性大，没有较为稳定的现金流，目前在我国公开市场发债的私募股权投资公司数量较少，主要为国资系和民营系的公司，且以国资系私募股权投资公司占比居多。民营系私募股权投资公司主要为新三板挂牌公司，主要



有中科招商<sup>3</sup>、深圳天图、信中利、天堂硅谷、九鼎投资等。从公司竞争力来看，在投资策略选择上，民营系发债公司差异也较大，在行业选择和投资阶段上具有各自的特点。中科招商投资的行业分布集中在文化消费、先进制造、电子信息、节能环保、现代农业、新材料、健康医疗等行业，投资阶段以处于成长期、pre-IPO 阶段企业为主；深圳天图专注于消费行业，投资阶段以 C 轮及 C 轮后投资为主；天堂硅谷行业分布集中于新材料、高端制造、文化传媒、信息技术、金融、零售等；信中利集中在大文化、高科技和互联网。从投资成果来看，民营系私募股权投资公司的 IPO 项目主要集中在国内沪深主板、创业板和香港证券交易所。财务方面，民营系私募股权投资公司总规模在数百亿级别、股东权益也在数百亿级别、基金管理规模在数百亿级别的有九鼎投资和中科招商；其次为总资产规模在一百亿左右、股东权益在五十亿左右、基金管理规模一百亿上下的有天图投资和信中利；天堂硅谷总资产在二十亿左右，基金管理规模超过一百亿。但是同时也需注意到，部分民营系私募股权投资公司的资产规模为合并口径规模，机构自身的资产规模可能进一步弱化。盈利能力方面，由于自身业务性质决定私募股权投资公司的盈利波动性较大，利润较高的年份一般为被投公司的股份在二级市场卖出实现较高投资收益。杠杆率方面，一般情况下，发债民营系私募股权投资公司杠杆率水平较低，目前仅九鼎资本和中科招商杠杆率较高。

国资系私募股权投资公司在业务模式上与民营系差异较大。国资系机构在业务职能上有促进区域产业发展的职能，决定了其的投资区域主要集中在当地。业务模式上，国资系机构除了自身担任基金管理人投资外，还有部分资金通过成立母基金的方式投资其他市场化运作、竞争能力较强 GP 管理的基金。比如苏州元禾、亦庄国投等都采用这种模式。在吸收地方政府引导基金方面，国资系私募股权投资公司优势较为明显。在财务方面，国资系私募股权投资公司的自身资产、资本规模和募集资金规模均优于民营系。在已发债国资系公司中，在数百亿级别的有深创投、苏州元禾、广州产业基金，在五十亿级别的有湖南高新投、湘江产投、鲁信创投等。杠杆率方面，国资系机构普遍高于民营系机构。盈利能力方面，除去较为市场化的国资系机构，其他国资系机构盈利能力整体弱于民营系机构。

<sup>3</sup> 中科招商已于 2017 年 12 月 26 日被股转系统强制终止挂牌

表 16. 国内私募股权投资公司部分发债主体信用等级及主要经营财务数据

机构名称	级别/评级机构/ 最新评级时间	股东背景	注册日期	总资产	股东权益	基金管理规模(亿元)	杠杆率(%)	总资产收益率	净资产报酬率
广州产业基金	AAA/上海新世纪 /2017.07	广州市政府	2013.02	271.23	189.15	355.43	30.26	3.54	2.55
深创投	AAA/中诚信证评 /2017.11	深圳市国资委	1999.08	215.02	121.20	110.42 (政府引导基金); 19.21 (商业化基金); 1100 (政府引导母基金)	43.63	-	11.07
北京亦庄国投	AA+/中诚信证评 /2017.05	北京经济开发区 国资办	2009.02	328.09	241.62	92.40 (基金投资); 2323 (母基金平台)	26.36	-	2.40
苏州元禾	AA+/中诚信国际 /2017.06	苏州工业园管 委会	2007.09	206.91	109.80	17.88 (LP 规模); 600 (母基金)	46.93	4.71	5.52
中科招商	-	单双祥直接持 有 40.24% 股权	2000.12	241.95	148.74	330.43	38.52	1.64	0.08
鲁信创投	AA/上海新世纪 /2017.06	鲁信集团持股 68.53%	1993.11	56.33	38.60	68.00 (基金投资); 5.53 (政 府基金)	31.48	10.79	10.11
无锡创投	AA/上海新世纪 /2017.06	无锡产业发展 集团	2000.10	22.99	11.08	50.74	51.81	3.68	5.46
湖南高新投	AA/鹏元资信 /2017.06	湖南省人民政 府	2007.06	102.94	31.71	-	69.20	-	4.39
湘江产投	AA/鹏元资信 /2017.06	湖南省国资委	2009.06	41.27	32.36	-	21.59	7.51	-
深圳天图	AA/上海新世纪 /2017.09	实际控制人王 永华	2010.01	75.24	55.99	约 70 亿元	25.58	10.77	13.90
天堂硅谷	-	控股股东硅谷 天堂	2000.11	24.37	20.94	112.56	14.07	17.35	15.08
信中利	A+/上海新世纪 /2017.06	实际控制人汪 潮涌	1999.05	70.87	47.37	98.40	33.16	18.12	17.36

资料来源：新世纪根据公开资料整理（经营及财务数据截止 2016 年末）

注：同公开信息保持一致，部分企业评级情况未披露

#### 四、我国私募股权投资行业信用展望

##### （一）各地政府对私募股权投资的引导力度加大

优化私募股权投资环境，是促进投资市场持续健康发展的必要保障。因此，在多个行业的产业规划中，都提到对私募股权投资的鼓励和认可。截至 2017 年 11 月，全国共设立 994 支引导基金，规模达 3.2 万亿人民币，通过投资子基金形式，带领各类社会资本进入股权投资市场。此外，包括国家发改委在内的各部门大力推进私募股权投资的制度建设，相应地，各级地方政府陆续出台了众多的针对私募股权基金的优惠政策，以促进股权投资类企业的发展。这些优惠扶持政策如政府建立产业引导股权投资基金、完善公平税收政策、放宽机构投资者准入、政府出资引导机制、支持长期投资等方面，将有利于私募股权投资行业的发展。

##### （二）预计宽松的监管政策将持续，私募股权投资行业将保持增长态势

2017 年央行货币政策始终贯彻了稳健中性的货币政策基调，前三季度基础货币投放分别为-7000 亿元、2000 亿元和 2000 亿元，整体依然负增长。受金融机构去杠杆影响，金融机构同业业务大幅收缩，并带动 M2 增速大幅下行至 9% 左右。展望未来，在金融机构去杠杆及稳健中性的货币政策背景下，债权融资环境将继续趋紧。私募股权投资可以降低企业的杠杆率，预计宽松的监管政策将持续。随着金融去杠杆的持续推进，私募股权投资行业发展将保持增长态势。

预计 2018 年，我国私募股权投资将在新募集基金个数、募集基金规模和投资案例上保持增长状态。在募集资金来源方面，包括金融机构、政府和产业基金、国有企业基金和民企基金等 LP 机构将涌入私募股权投资行业。银行系资金随着银行投贷联动逐渐成为主流，银行资金将逐步成为私募股权投资行业的重要力量。2016 年，保险系资金在股权配置的金额达 695 亿元人民币，随着保险资金规模的不断增加，可以预见未来保险资金在股权领域的配置也将增加。万亿级引导基金的加入，将带动各类社会资本进入私募股权投资行业。

##### （三）金融监管趋严、制度套利空间被压缩、回归企业成长性

2017 年 5 月 27 日，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》。对首次公开发行前发行的股份和上市公司非公开发行股份的股东的减持行为进行规范，拉长股权基金通过 IPO、借壳上市、并购退出的减持周期。

2017 年以来，证监会对 IPO 企业的质量把控趋严，过会率较上年下降 12 个百分点。企业持续盈利能力、信息披露的透明度、内控的合规度、关联交易等均为监管关注的重点。金融市场监管政策趋严、源自制度间的套利空间被压缩，市场环境将倒逼股权投资机构的投资策略回归企业成长性。

目前中后端项目估值高企，倒逼投资机构早期化。2016 年互联网、IT、医疗行业等领域的后期项目估值已高于 A 股同行业水平，此类标的面临估值高的问题，投资机构需往前走才能更易获得高收益，而行业中因技术升级和创新确实存有新的机会。此外，国家在出台减持新规约束赚取不同市场估值差的同时，也发布创投基金锁定期安排，对于符合条件的创业投资基金股东可以不受上市之后控股股东 3 年的锁定期约束，1 年就可减持。虽然股权比例的限制使得该政策对多数创投基金影响并不明显，但具有明显的政策导向。

#### （四）科技创新成为未来私募股权投资领域新主题

2017 年私募股权投资领域的热点行业有人工智能行业、现金贷、共享经济及新零售。我国 2017 年前三季度人工智能私募股权投资总金额 345.03 亿元，投资金额数较 2016 年增长 75%；现金贷随着趣店和乐信集团的上市以及互联网巨头腾讯微粒贷和蚂蚁借呗业务的强劲盈利能力进入股权投资行业的收获期；共享经济领域，共享单车寡头竞争格局显现，共享领域行业分化凸显；新零售受资本关注度持续提升。当前中国经济正面临结构型的调整，高科技产业的发展将对中国经济整体质量的提高及经济的增长形成一定动能。预计 2018 年，私募股权投资行业的投资方向也将更偏向代表科技创新的领域，热门方向有技术创新、金融科技、新零售、无人驾驶、区块链等。