

信义山证汇通天下

证券研究报告

基金点评

私募股权和创业投资份额转让试点开展点评： 多层次资本市场羽翼渐丰，FOF 投资或迎新机

2021 年 11 月 30 日

基金研究/点评报告

事件回顾：

- 据 11 月 29 日报道，中国证监会近日批复同意在上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点，为继北京之后的第二个私募股权和创业投资份额转让试点。

事件点评：

- 规范化交易平台和创新产品探索。**此前国内的私募基金二手份额交易平台，侧重信息披露而在交易流程保障上缺乏规范性，《指导意见》明确国资基金份额转让和退出路径、探索建立基金份额登记备案和出质服务体系、支持设立私募股权二级市场基金（Secondary Fund，简称 S 基金）、完善份额转让试点服务支持体系、建立与行业管理部门的基金份额变更信息对接机制和保障措施。试点工作的进一步推进有助于私募股权和创新投资份额转让规范化交易平台的形成，同时促进 S 基金成熟化发展。

- 开放华东闸口，江浙沪潜力巨大。**近三年创业投资基金行业整体的投资和退出情况均有所下滑，项目上市情况维持一般水平，主要上市板块为上海主板、深圳主板、深圳创业板，其中上海主板上市金额占比最大。从项目退出方式来看，主要的项目退出方式有四种，分别为 M&A、股权转让、清算、MBO，2011 年到 2018 年，项目退出方式主要以 M&A 为主，2018 年开始，以股权转让方式退出占据主要比例。分区域来看，除北京和广东外，以上海为首的江浙沪区域在投资金额和数量上面均占据一定优势，具有较大潜力。

上证指数和基金指数走势



分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

电话：+86-18883168583

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际
中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点：

- FOF 投资或迎新机遇。**主动投资相对于被动投资，往往较易获得超额收益，但其需要的专业能力和基础设施能力也相对较高。对于机构投资者来说，寻求更丰富且具有较大定价差异的投资标的，是获取超额主动收益的关键之一。私募股权和创业投资份额转让试点有助于规范化交易平台的形成，同时 S 基金的成熟发展增加了 FOF 投资选择，对 FOF 行业发展具有积极意义。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



目录

1. 事件回顾	4
2. 事件点评	4
3. 投资要点	7
4. 风险提示	7

图表目录

图 1：近十年创业投资基金投资情况比较（年度）	6
图 2：近十年创业投资基金退出情况比较（年度）	6
图 3：近十年创业投资基金上市情况比较（年度）	6
图 4：近十年创业投资基金退出方式比较（年度）	6
图 5：近五年各省份创业投资基金投资情况（年度）	6
表 1：相关政策梳理	4
表 2：北京市《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》摘要	5

1. 事件回顾

据 11 月 29 日报道，中国证监会近日批复同意在上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点，为继北京之后的第二个私募股权和创业投资份额转让试点。

份额转让试点将依托上海股权托管交易中心开展，逐步拓宽私募股权和创业投资退出渠道，促进私募基金与区域性股权市场融合发展，助力金融与产业资本循环畅通。同时，批复也要求各方严守私募监管底线，把好合格投资者准入关，严格落实日常监管和风险处置属地责任。

该项试点落地是贯彻落实 2021 年 7 月《中共中央国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区意见》的重要举措。《意见》提出，“在总结评估相关试点经验基础上，适时研究在浦东依法依规开设私募股权和创业投资股权转让平台，推动私募股权和创业投资股权转让二级交易市场发展”。

表 1：相关政策梳理

时间	政策/事件
2020 年 7 月 15 日	国务院常务会议明确在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点
2020 年 9 月 7 日	国务院发布《关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》(国函〔2020〕123 号)，明确支持北京市在现行私募基金法律法规框架下，设立私募股权转让平台，拓宽私募股权和创业投资退出渠道
2020 年 12 月 10 日	证监会正式批复同意北京开展股权投资和创业投资份额转让试点
2021 年 4 月	北京股权交易中心发布与股权投资和创业投资份额转让相关的 11 项业务规则
2021 年 6 月 21 日	《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》发布

资料来源：中国政府网，证监会，北京股权交易中心，北京市人民政府，山西证券研究所

2. 事件点评

规范化交易平台和创新产品探索。 区域性股权市场是主要服务于所在省级行政区域内中小微企业的私募股权市场，是多层次资本市场体系的重要组成部分，是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台。其各项活动应遵守法律法规和证监会制定的业务及监管规则，在区域性股权市场发行或转让证券的，限于股票、可转换为股票的公司债券以及国务院有关部门按程序认可的其他证券，不得违规发行或转让私募债券。此前国内的私募基金二手份额交易平台，侧重信息披露而在交易流程保障上缺乏规范性，《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》明确国资基金份额转让和退出路径、探索建立基金份额登记备案和出质服务体系、支持设立私募股权二级市场基金（Secondary Fund，简称 S 基金）、完善份额转让试点服务支持体系、建立与行业管理等部门的基金份额变更信息对接机制和保障措施。试点工作的进一步推进有助于私募股权和创新投资份额转让规范化交易平台的形成，同时促进 S 基金成熟化发展。

表 2：北京市《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》摘要

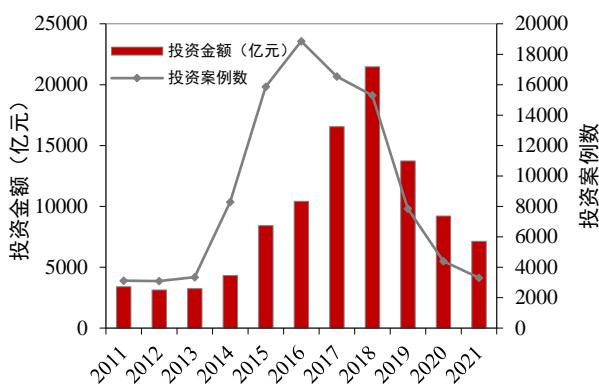
总体要求	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 工作目标：充分发挥国家服务业扩大开放综合示范区和中国（北京）自由贸易试验区政策优势，拓宽股权投资和创业投资份额退出渠道，推动份额转让试点扩大规模、取得实效，吸引耐心资本支持科技创新，并在全国发挥示范引领作用。 ➤ 基本原则：按照“规范转让流程、促进份额转让、吸引耐心资本、打造北京样板”的原则，创新转让机制，提高转让效率，积极稳妥开展份额转让试点。
明确国资基金份额转让和退出路径	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 支持各类国资相关基金份额通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。 ➤ 简化国资相关基金份额转让审批流程，采取市场化方式确定最终转让价格。首次转让报价应以评估或估值结果为基准。
探索建立基金份额登记备案和出质服务体系	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 支持北京股权交易中心份额转让试点建立健全各类合伙制基金份额的登记备案及转让服务体系。基金份额在份额转让试点完成转让后，由北京股权交易中心出具基金份额转让凭证。 ➤ 探索开展有限合伙企业财产份额出质登记试点。
支持设立私募股权二级市场基金	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 支持在我市发起设立专业化的私募股权二级市场基金（Secondary Fund，简称 S 基金）。 ➤ 对在京设立并在中国证券投资基金管理业协会登记备案的 S 基金给予政策支持。 ➤ 鼓励银行理财、券商、保险资管、信托公司及专业化第三方资管机构等市场主体在依法合规的前提下，不断创新产品和服务，参与受让北京股权交易中心份额转让试点转让的优质基金份额。 ➤ 鼓励现有母基金引入 S 策略，参与受让在北京股权交易中心份额转让试点转让的优质基金份额或已投项目股权。 ➤ 鼓励相关机构依法发起设立 S 基金专业委员会等行业组织，通过开展行业交流、举办高峰论坛、组织投资者教育活动等多种方式，为我市各类 S 基金提供行业信息、宣传培训、合作交流、自律管理等服务，推动 S 基金行业规范健康发展。
完善份额转让试点服务支撑体系	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 支持中介服务机构参与份额转让试点，鼓励各区为参与份额转让试点的基金管理人和中介服务机构提供优质服务。
建立与行业管理部门的基金份额变更信息对接机制	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 探索建立北京股权交易中心份额转让试点向中国证券投资基金管理业协会、市金融监管局等部门定期报送相关基金份额转让数据信息的工作机制，为行业管理部门加强私募投资基金行业统计监测和研究分析提供服务。 ➤ 逐步探索依托我市大数据平台金融数据专区建立各方信息共享机制，在符合国家和我市相关法律法规政策的前提下，持续创新信息共享方式。
保障措施	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 市金融监管局会同相关部门做好份额转让试点工作的指导、监管和协调工作。 ➤ 国家和我市对基金份额转让另有规定的，从其规定。

资料来源：北京市人民政府，山西证券研究所

开放华东闸口，江浙沪潜力巨大。近三年创业投资基金行业整体的投资和退出情况均有所下滑，项目上市情况维持一般水平，主要上市板块为上海主板、深圳主板、深圳创业板，其中上海主板上市金额占比最大。从项目退出方式来看，主要的项目退出方式有四种，分别为 M&A、股权转让、清算、MBO，2011 年到 2018 年，项目退出方式主要以 M&A 为主，2018 年开始，以股权转让方式退出占据主要比例。分区域来看，除北京和广东外，以上海为首的江浙沪区域在投资金额和数量上面均占据一定优势，具有较大潜力。

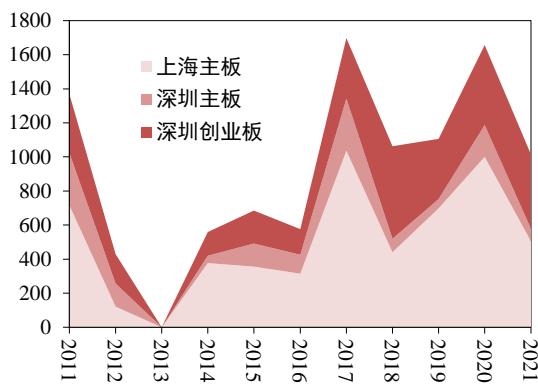


图 1：近十年创业投资基金投资情况比较（年度）



资料来源：Wind, 山西证券研究所

图 3：近十年创业投资基金上市情况比较（年度）



资料来源：Wind, 山西证券研究所

图 5：近五年各省份创业投资基金投资情况（年度）

省份	2021		2020		2019		2018		2017	
	投资金额（亿元）	投资案例数								
青海省	2.58	3	42.4	3	259.96	6	0	5	3.53	10
宁夏回族自治区	13.45	3	1.42	6	12.01	6	6.1	12	51.97	10
甘肃省	4.77	2	3.31	5	10.62	12	6.82	16	0.2	15
陕西省	22.14	27	47.04	55	43.48	70	209.07	88	43.23	129
新疆维吾尔自治区	2.69	6	14.98	10	45.15	17	171.63	25	27.1	43
安徽省	239.51	35	502.53	60	80.74	101	198.66	155	89.45	141
福建省	62.13	40	93.18	75	213.29	100	75.1	190	84.31	216
江苏省	563.02	294	693.55	431	648.64	543	1532.82	722	549.49	703
浙江省	833.81	276	463.07	362	1006.66	587	1061.43	974	611.49	885
上海市	893.86	521	1029.04	670	1560.48	964	2882.14	1591	2101.85	1635
江西省	25.83	13	29.35	30	37.13	27	82.28	49	25.96	50
山东省	210.7	51	1156.23	104	423.65	109	318.06	190	123.42	209
吉林省	0.69	3	52.37	10	59.61	10	8.47	33	31.45	32
黑龙江省	24.32	11	43.92	11	19.56	12	117.77	19	28.54	23
辽宁省	31.5	13	75.21	24	136.89	50	453.26	68	195.82	84
贵州省	5.19	10	42.15	9	30.4	16	39.98	39	17.79	38
云南省	0.8769	5	4.31	11	36.28	19	80.69	22	24.69	47
四川省	147.4	50	110.24	104	141.76	149	294.35	253	163.88	276
西藏自治区	5.46	2	0	0	0	3	5.62	11	0.1158	15
重庆市	35.43	18	65.55	33	56.39	42	87.03	76	21.29	84
香港特别行政区	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
广西壮族自治区	14.34	6	3.62	14	31.6	18	15.6	16	1.7	19
湖南省	242.27	35	224.99	44	172.32	87	157.81	115	65.56	121
台湾地区	0	0	0	0	0	0	0	0	0.2651	1
河南省	28.18	13	46.59	35	26.35	48	28.28	64	62.65	95
广东省	1023.91	436	952.82	683	1175.45	891	1742.07	1634	3531.29	1676
湖北省	217.01	75	202.08	92	196.6	129	261.3	240	143.8	255
海南省	383.85	9	5.5	11	12.56	39	28.38	50	15.19	54
内蒙古自治区	61.71	8	25.49	13	37	10	11.08	16	66.31	23
河北省	4.74	15	119.05	31	127.61	35	385.57	48	40.3	49
天津市	50.76	26	18.02	35	40.21	66	201.22	118	249.03	134
山西省	6.48	7	7.8	9	65.69	13	32.81	14	17.83	18
北京市	1169.61	567	2032.46	880	2889.72	1410	6165.12	2722	6504.14	2694

资料来源：Wind, 山西证券研究所



3. 投资要点

FOF 投资或迎新机遇。主动投资相对于被动投资，往往较易获得超额收益，但其需要的专业能力和基础设施能力也相对较高。对于机构投资者来说，寻求更丰富且具有较大定价差异的投资标的，是获取超额主动收益的关键之一。私募股权和创业投资份额转让试点有助于规范化交易平台的形成，同时 S 基金的成熟发展增加了 FOF 投资选择，对 FOF 行业发展具有积极意义。

4. 风险提示

政策变化，试点进展不如预期，市场数据不完善等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

