

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

政府引导基金的抉与择

——土地财政向股权财政转型之路

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

张亚婕 投资咨询资格编号：S1060517110001

研究助理

靳旭媛 一般从业资格编号：S1060124070018

2024年12月27日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



核心观点

- **研究背景：**政府投资肩负财政转型与科技创新的双重使命。财政视角下，近年来地产下行致使土地财政难以为继，财政收支缺口扩大，而股权财政发挥杠杆效应撬动社会资本招商引资、重塑税基、优化产业结构，或为解决当前地方财政困难的途径之一。产业视角下，科技创新活动研发投入大、周期长、风险高，需要“有为政府”作为耐心资本引导和干预，克服市场失灵。
- **发展现状：**政府引导基金是政府投资的主要工具，其定位为**政策性基金**，近年来在引导社会资本进入目标领域方面发挥了重要作用。从规模特征看，多数引导基金体量在10-100亿元，千亿级以上的基金数量较少，但影响力强。从资金效率看，引导基金通过母、子基金两层杠杆大约可实现**4倍**的财政资金放大作用；而相比市场化母基金，引导基金的**投资收益通常更低**，这符合其政策型基金的定位。从区域特征看，**华东地区**的引导基金分布相对密集，并呈现**向区县级下沉**的趋势；从行业特征看，基金重点投资领域跟随行业发展而变化，也与区域资源禀赋密切相关，近年来主要投向**半导体及电子设备、生物医药、IT、机械制造、化工原料及加工、清洁技术**等高新技术产业。
- **典型案例：****1) 合肥模式：**合肥政府在过去二十余年的投资当中，把握产业发展规律、精准挖掘重点项目，成功打造多个“链主”企业，带动了产业集群发展，被誉为精准狙击的“政府投行”。合肥经验体现在三方面：一是实现国资良性循环。通过“国资引领→项目落地→股权退出→循环发展”的滚动投资既实现国资的保值增值，也完成产业链循环布局。二是打造专业招投队伍。建立政府高校常态化互派挂职机制、设立县干招商模式、稳步推进外资招商。三是强大科研创新实力。合肥近年来研发投入不断提升，依托中科大智库资源打造“科大硅谷”，促进科技成果高效转化。**2) 苏州模式：**苏州政府通过元禾控股、苏创投等平台搭建了成熟的多层次业务体系，大力扶持并成功孵化了多个战略新兴产业集群的发展。苏州经验体现在三方面：一是多层次的基金体系。从初创期的天使投资，到成长期的PE、VC、债权融资、科技贷款等，再到成熟期的上市辅导、产业集聚等增值服务，苏州政府通过“基金组合”覆盖了企业全生命周期的融资需求。二是市场化运作并构建GP方阵。探索引导基金创新开放，如取消返投比例；织精织密GP网络，围绕重点发展产业针对性构建GP方阵。三是市区县联动协同。如苏创投（市级）、昆山创控（县级）及其他社会资本共同设立“科创股权投资基金”。
- **投资建议：**从投资角度，政府引导基金重点布局的**半导体/生物医药/高端制造/新能源等高新技术产业**具备长期发展空间，国家大基金持续加码支持的**半导体等硬科技产业**也映射了二级市场的投资机遇。从政府角度，不同地区可遵循区位、要素比较优势、产业痛点等相机抉择模式取向；结合产业布局形成国资良性循环，直投项目重点聚焦补链强链延链，构建多层次全周期基金投资体系，强化科研投入等配套扶持措施。从政策角度，目前政府引导基金存在区县下沉、同质化竞争、返投痛点、退出不畅四类困境，可从因地制宜，统一布局，正向激励，畅通退出四方面破局。
- **风险提示：**政策落地不及预期；国内金融监管超预期收紧；流动性超预期收紧；海外资本市场波动加大。



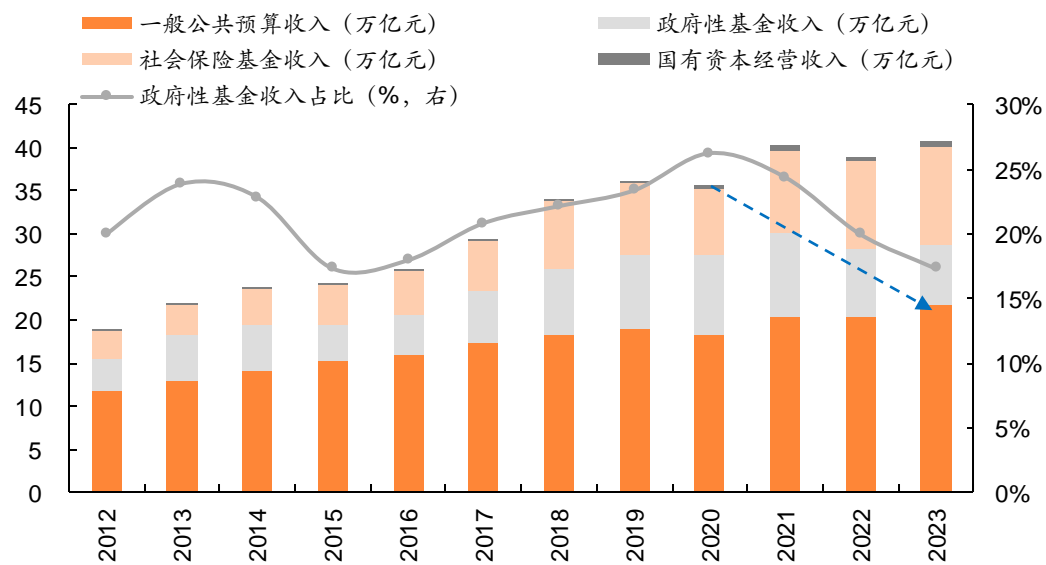
CONTENT 目录

- ◎ 研究背景：财政与科技创新的双重使命
- ◎ 发展现状：引导基金的区域与行业偏好
- ◎ 典型案例：合肥与苏州模式的可循经验
- ◎ 投资建议：投资方、政府与政策进取道

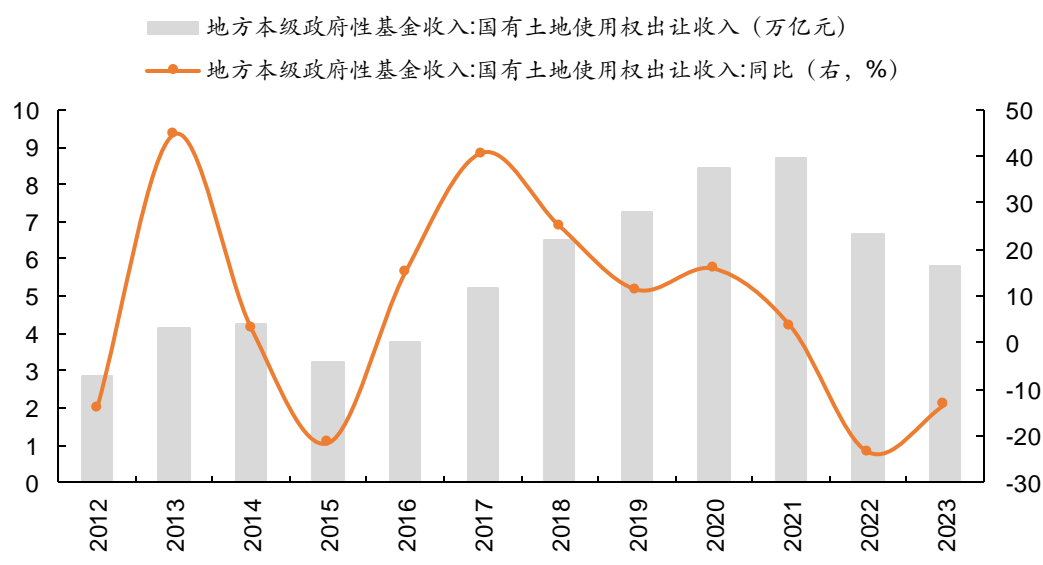
1.1 研究背景|财政视角：土地财政式微，股权财政大有可为

- 土地财政在地产下行之下日渐式微，股权财政的转型有助于缓解地方政府的财政压力。
- 土地财政日渐式微，财政收支缺口扩大。2023年我国财政收支缺口进一步扩大至5.8万亿元，地方财政压力与日俱增。收入端，一般公共预算收入在“四本账”中占比53.2%；政府性基金收入占比17.4%，自2022年起连续2年下滑，主要系地产降温影响。2023年地方政府土地出让金收入占政府性基金收入比重达82%，近年来伴随城镇化步伐放缓以及房地产市场景气下行，土地出让金收入由2021年的8.7万亿元降至2023年的5.8万亿元，土地财政对政府收入的支撑能力下降。
- 财政转型势在必行，股权财政大有可为。房地产下行致使土地财政难以为继，也是导致地方政府当前面临收支缺口的重要因素。在这样的背景下，政府通过基金投资提升国有资产回报率以提升财政收入，同时发挥杠杆效应撬动社会资本招商引资、重塑税基、优化产业结构，可能是解决当前地方财政困难的途径之一。

2023年我国财政收支缺口5.8万亿元



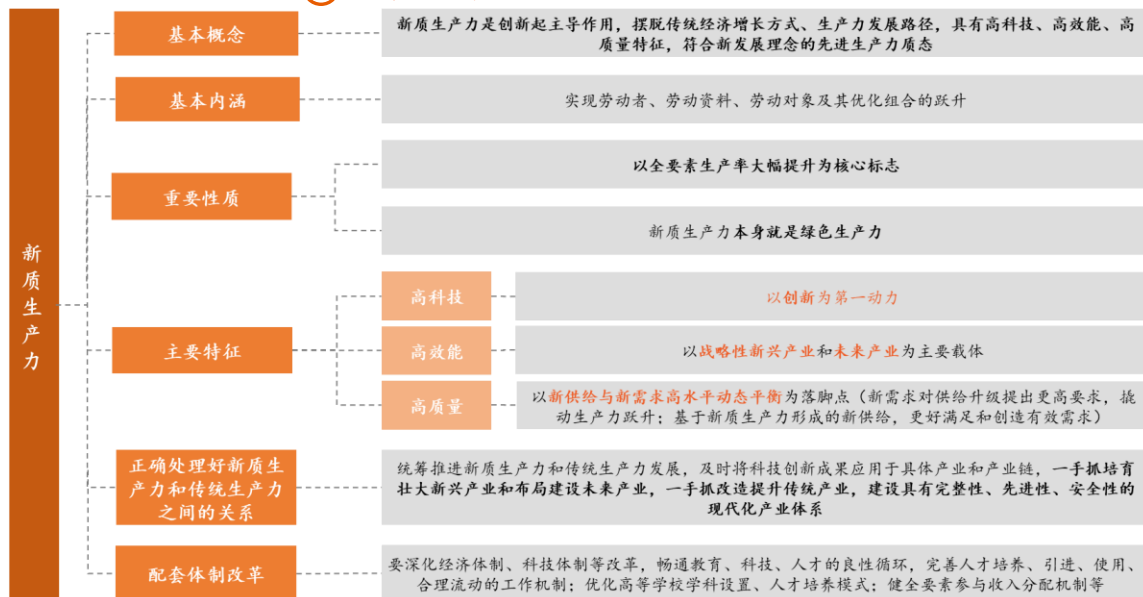
近年来地方政府土地出让收入下滑



研究背景|产业视角：发展新质生产力需要“有为政府”

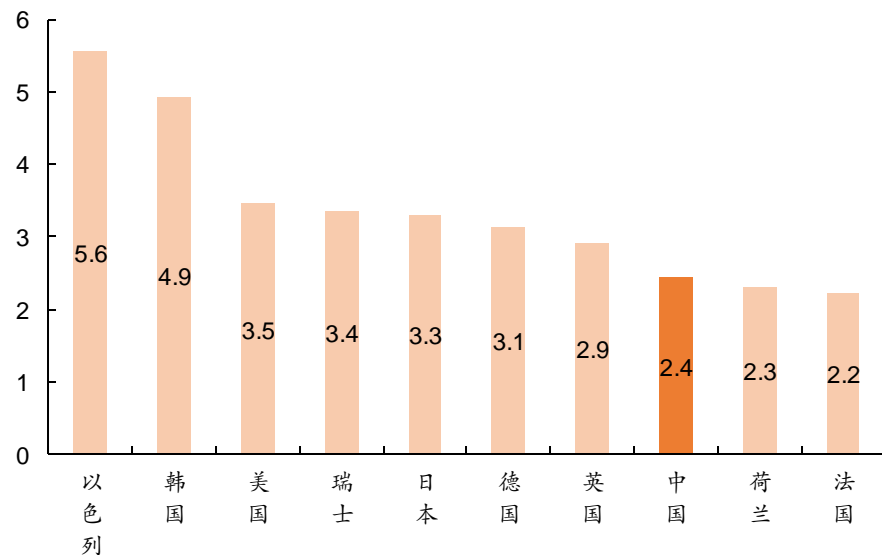
- 站在经济转型与产业发展角度，政府投资基金的发展也同时有望成为支持新质生产力发展的重要力量。
- **2024年政府工作明确将“加快发展新质生产力”列为首要任务。**与传统生产力相比，新质生产力更加强调科技创新的主导作用，以战略性新兴产业和未来产业为主要载体，包括巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
- **发展新质生产力需要“有为政府”。**科技创新活动研发投入大、周期长、风险高，需要“有为政府”引导和干预，克服市场失灵。4/30政治局会议首提“壮大耐心资本”；二十届三中全会再次强调“更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”。2022/07中山市高质量发展母基金存续期由10年延长至15年，到期后根据实际情况可以延期；2024/06浦东科创投资基金的存续期限由10年延长至12年，投资期限由5年延长至7年，都是引导基金对耐心资本的积极探索。

新质生产力的基本概念和重要特征



我国研发投入强度仍有待提升

2021年各国研发支出占GDP比重（%）





CONTENT 目录

- ◎ 研究背景：财政与科技创新的双重使命
- ◎ 发展现状：引导基金的区域与行业偏好
- ◎ 典型案例：合肥与苏州模式的可循经验
- ◎ 投资建议：投资方、政府与政策进取道

基金概况|基金定位：政府引导基金是政府投资的重要工具

- 中央和地方政府通常通过政府引导基金进行股权投资。政府引导基金的定位是政策性基金，目标在于缓解市场失灵及引导产业发展，这区别于商业性基金；其模式是市场化运作，这区别于传统的拨款补贴、贴息贷款等方式。在诞生初期，其主要通过引导社会资金进入创新创业、产业发展、公共服务等特定政策目标领域，而非直接从事创业投资。
- 我国政府引导基金在发展中演变出多种类型。与政府引导基金性质相同的概念包括创业投资引导基金、政府投资基金、政府出资产业投资基金等，各类基金在投资方式与投向上有所差异。创业投资引导基金主要投向各类创业投资企业；政府投资基金主要投向创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务领域；政府出资产业投资基金除此之外还可投向非基本公共服务、住房保障、生态环境、区域发展等领域。

我国政府引导基金概念演变历程

	创业投资引导基金	政府投资基金	政府出资产业投资基金
首次提出	2005.11 《创业投资企业管理暂行办法》	2015.11 《政府投资基金暂行管理办法》	2016.12 《政府出资产业投资基金管理暂行办法》
概念更新	2008.10 《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》	/	/
基金定义	由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域	由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金	由政府出资，主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金
投资方式	参股、融资担保、跟进投资或其他方式	股权投资等市场化方式	参股基金、联合投资、融资担保、政府出资适当让利等方式
投资方向	按照《创业投资企业管理暂行办法》规定程序备案的在中国境内设立的各类创业投资企业	创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务领域	非基本公共服务、基础设施、住房保障、生态环境、区域发展、战略性新兴产业和先进制造业、创新创业领域

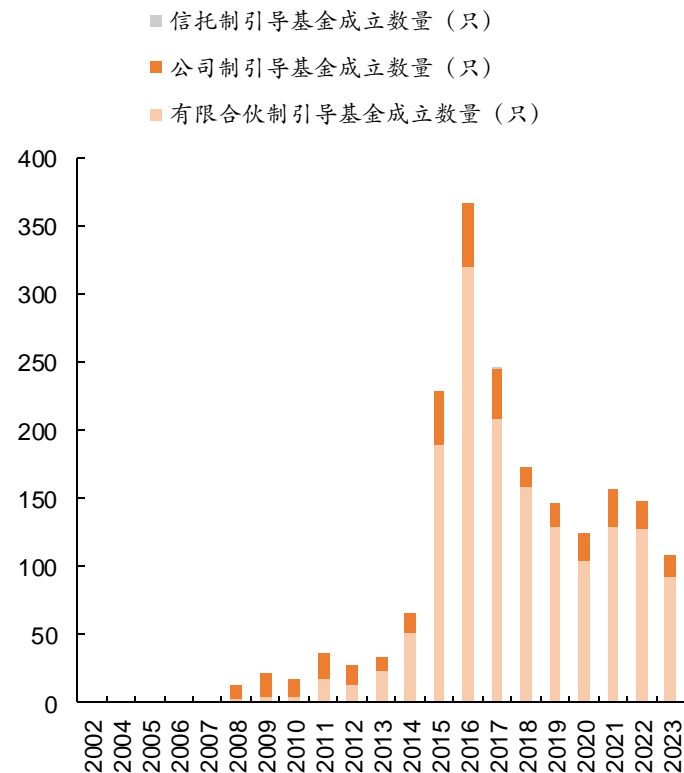
基金概况|组织形式：多数引导基金以有限合伙制形式为主

- 根据组织形式的差异，可将政府引导基金划分为有限合伙制基金、公司制基金、信托制（契约制）基金三类。有限合伙制基金由政府出资并引入其他社会资本作为LP，由专业化基金管理公司作为GP；公司制基金由政府与社会资本作为股东出资设立，依据公司章程经营；信托制基金则主要由信托公司凭借委托契约代理投资管理。
- 多数引导基金以有限合伙制形式为主。2013年以来新成立的政府引导基金中7成以上是有限合伙制基金，2023年成立有限合伙制基金93只，占比85.3%，公司制引导基金16只，占比14.7%；信托制基金仅2017年成立1只。

我国政府引导基金的分类与代表基金



2023年成立有限合伙制引导基金93只

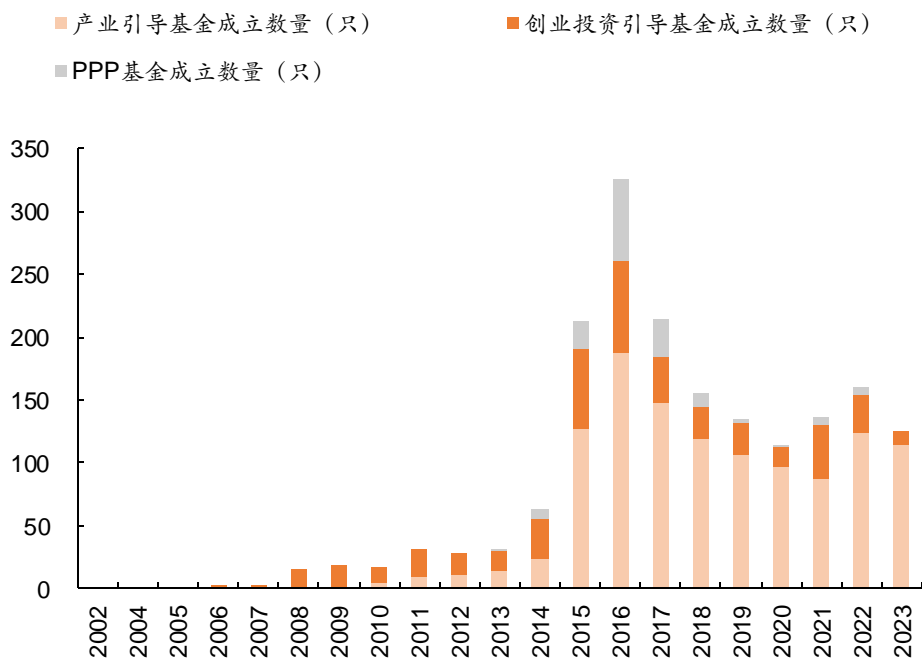


2.1 基金概况|投资方向：2023年新成立产业引导基金占比超9成

- 根据投资方向的差异，可将政府引导基金划分为产业引导基金、创业投资引导基金、PPP基金三类。2015/12财政部发布《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》，提出针对产业重点领域和薄弱环节，相机采取创业投资引导基金（针对战略性新兴产业等新兴产业及中小企业）、产业投资基金（针对集成电路等战略主导产业及行业龙头企业）等形式予以支持。PPP基金则由政府与社会资本合作投向基础设施与公共服务领域的投资与运营。
- 2023年新成立产业引导基金占比超9成。**1998-2014年新成立政府引导基金中创业投资引导基金占比过半；2015年后产业引导基金占主导，2023年新成立产业引导基金114只，占比91.2%；PPP模式在2016年最高发行64只，2023年暂停。

2023年成立产业引导基金114只，占比超9成

三类政府引导基金的投向差异与案例

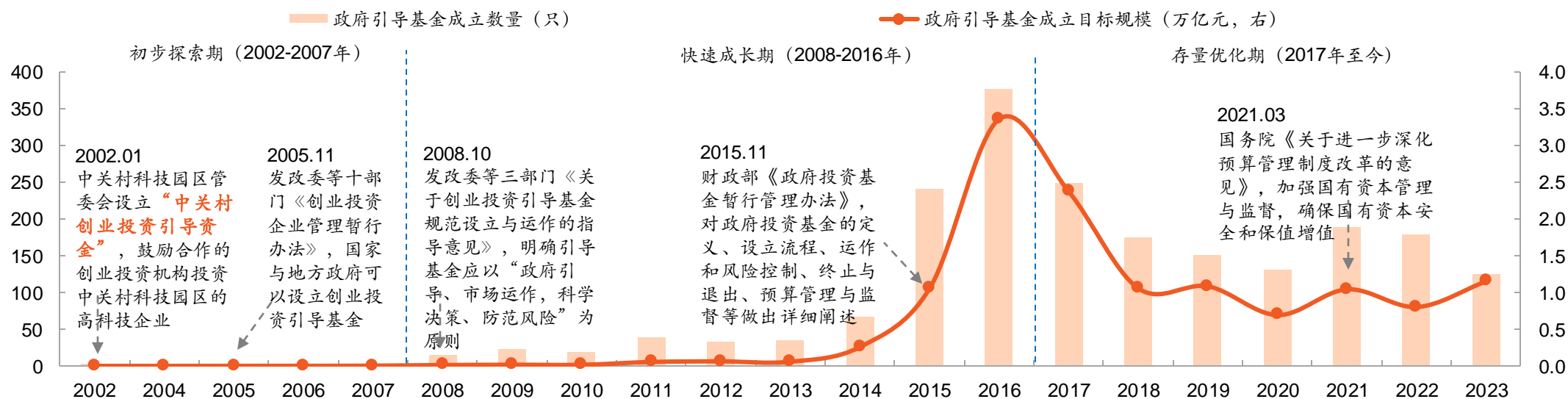


	产业引导基金	创业投资引导基金	PPP基金
投资方向	集成电路等战略主导产业及行业龙头企业	战略性新兴产业等新兴产业及中小企业	基础设施与公共服务领域的投资与运营
国家级基金案例	国家集成电路产业投资基金、国家制造业转型升级基金	国投创合国家新兴产业引导基金、国家中小企业发展基金	中国政企合作投资基金中国铁路发展基金、中国铁路发展基金
省级基金案例	陕西省集成电路基金、浙江省科技成果转化引导基金	甘肃省生物医药创业投资基金、重庆科创(天使)引导基金	新疆PPP政府引导基金、北京首创新城镇建设投资基金
地市级基金案例	深圳市重大产业发展基金、南京智元引导基金	前海母基金股权投资、佛山市创新创业产业引导基金	新乡市新型城镇化发展基金、青岛市PPP基金
区县级基金案例	普陀区科创引导金、烟台开发区引导基金	合肥开发区创投基金、南通市通州区新兴产业引导基金	常山县PPP引导基金、宿州市经开区徽银城镇化一号基金(有限合伙)

发展历程|2002-2007年：初步探索期，引导基金初具雏形

- 政府引导基金从2002年诞生以来，经历了初步探索、快速增长、存量优化三个阶段的发展。
- 2002-2007年是初步探索期，政府引导基金初具雏形。我国第一支政府引导基金缘起于“中关村创业投资引导资金”。2002年1月中关村科技园区管委会设立“中关村创业投资引导资金”，初次进化出引导基金概念，但此时投资方式仍为跟进投资，投资方向为中关村科技园区高科技企业。
- 政府引导基金概念在政策文件层面首次出现于2005年11月《创业投资企业管理暂行办法》。其中首次提出国家与地方政府可以设立创业投资引导基金。2006/02《国家中长期科学和技术发展规划纲要》提出探索以政府财政资金为引导，政策性金融、商业性金融资金投入为主的方式，促进更多资本进入创业风险投资市场。2007/07首只国家级引导基金——“科技型中小企业创业投资引导基金”成立。2002-2007年共成立政府引导基金9只，平均规模不到10亿元。

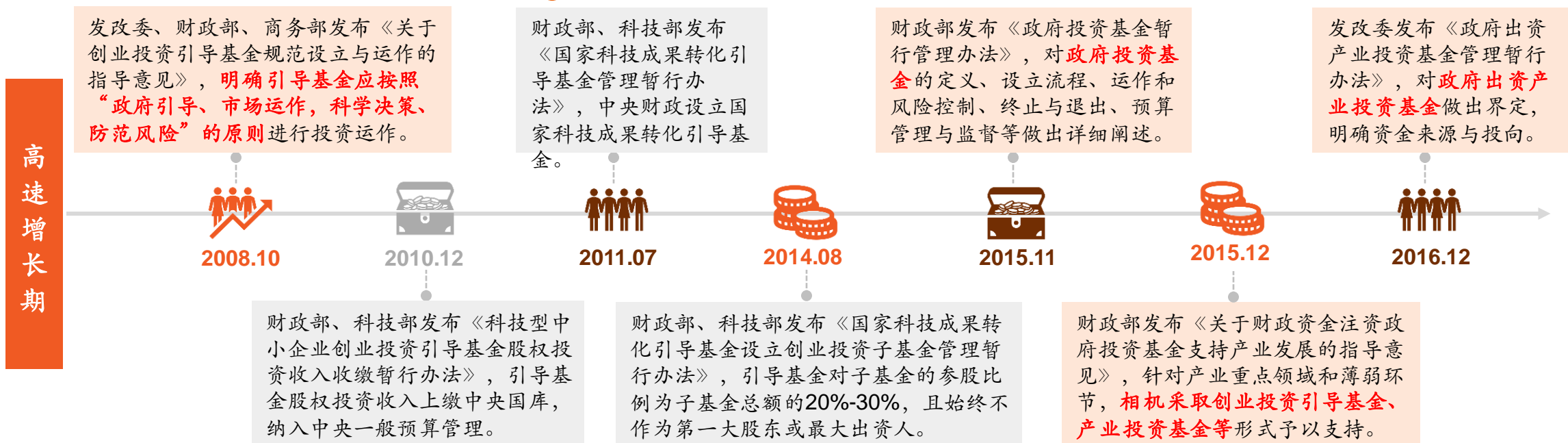
我国政府引导基金发展经历三个阶段



发展历程|2008-2016年：快速增长期，引导基金井喷发展

- 2008-2016年是快速增长期，政府引导基金在“十一五”以科学发展观为引领的政策框架下呈现井喷式发展。2008年10月，《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》对引导基金做出详细框定，明确引导基金应以“政府引导、市场运作，科学决策、防范风险”为原则。
- 2015年伴随《政府投资基金暂行管理办法》出台，我国政府引导基金制度体系逐渐成熟。一方面，《办法》明确定义政府投资基金应采用市场化方式引导社会各类资本支持相关产业和领域发展，与传统财政补贴划开界限；另一方面，《办法》将投资范围由创投领域扩大至创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务等多重领域。2015年成立政府引导基金240只，超过2002-2014年累计成立数量；2016年成立政府引导基金376只，创历史最高。

2008-2016年我国政府引导基金相关政策



发展历程|2017年至今：存量优化期，引导基金精耕细作

- 2017年至今是政府引导基金的存量优化期，呈现精耕细作的发展特征。一方面，2017年起国有资产监管加强，政府投资制度体系优化完善。2017/04《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》强调以管资本为主推进职能转变，加强国有资产监督，防止国有资产流失。2021/03《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》再次提出加强对政府投资基金设立和出资的预算约束，提高资金使用效益。
- 另一方面，资管新规加强监管协调，推动引导基金精细化发展。2018/04《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》打破刚性兑付，规范非标投资，抑制通道业务，控制杠杆水平，加强风险管理，推动引导基金做大做强，整合优化，提升投资效率。2017-2023年政府引导基金年平均成立171只，平均规模68.5亿元，高于2008-2016年的57.9亿元。

2017年以来我国政府引导基金相关政策

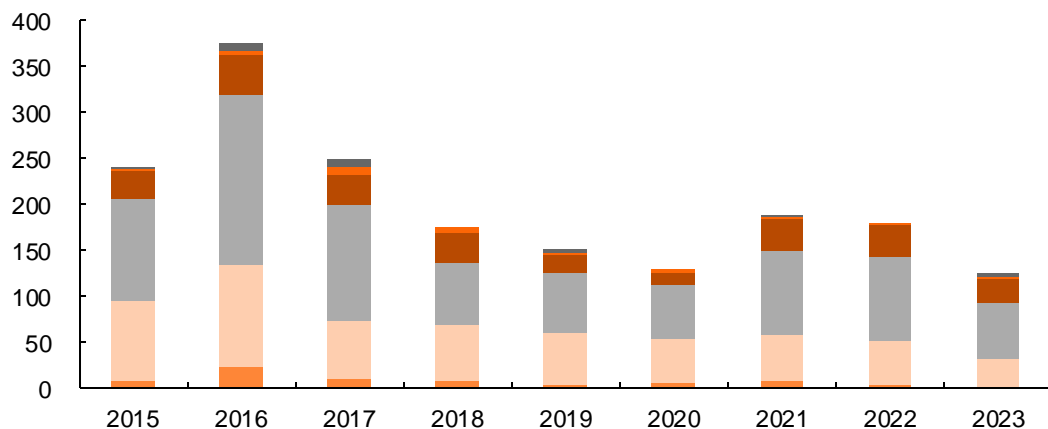


2.3 发展现状|规模特征：多数引导基金规模在10-100亿

- 从规模上看，多数政府引导基金单只体量相对较小，在10-100亿元左右；千亿级以上的政府引导基金数量相对较少。
- 一是政府引导基金单只体量以10-100亿为主。2023年成立政府引导基金125只，其中10-100亿规模的基金59只，占比47.2%；1-10亿规模的基金31只，占比24.8%；100-500亿规模的基金27只，占比21.6%；1亿元以下、500-1000亿元、1000亿元以上的基金数量分别为2、2、4只，数量相对较少。
- 二是千亿级以上引导基金数量虽少但体量较大，影响力强。2023年成立政府引导基金目标规模合计1.2万亿元，其中1000亿元以上体量的基金规模合计4500.0亿元，占比39.0%；100-500亿体量的基金规模合计4015.0亿元，占比34.8%；10-100亿体量的基金规模合计1591.9亿元，占比13.8%；500-1000亿体量的基金规模合计1300.0亿元，占比11.3%；1-10亿体量的基金规模合计125.0亿元，占比1.1%；1亿以下体量的基金规模合计0.9亿元，占比不到1%。

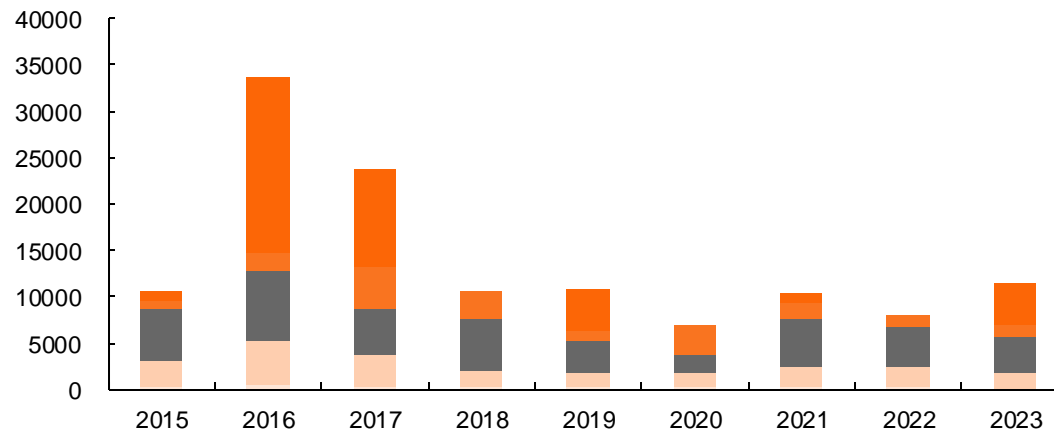
2015-2023年不同体量的政府引导基金成立数量分布 (只)

1亿元以下 1-10亿元 10-100亿元 100-500亿元 500-1000亿元 1000亿元及以上



2015-2023年不同体量的政府引导基金成立规模分布 (亿元)

1亿元以下 1-10亿元 10-100亿元 100-500亿元 500-1000亿元 1000亿元及以上



资料来源：Wind，清科私募通，平安证券研究所

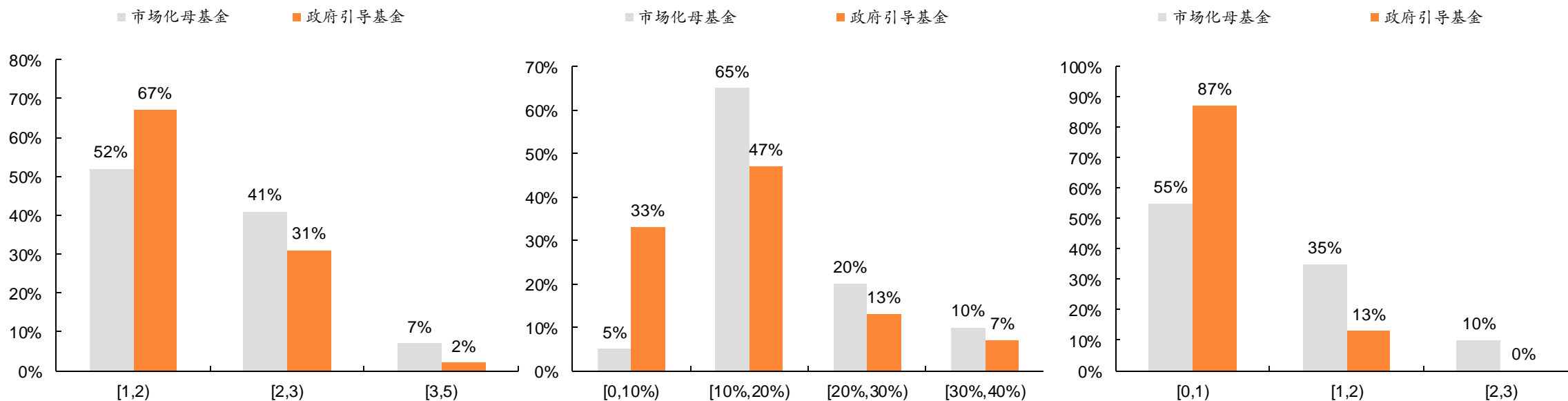
发展现状|收益特征：引导基金的经济效益相对市场化母基金更低

- ▶ 从收益上看，相比市场化母基金，政府引导基金的经济效益相对更低。
 - 如前文所述，政府引导基金是不以盈利为目的的政策性基金，其评价体系除了经济效益外，还关注产业引导、资本撬动、税收就业等政策效益，其经济效益则相对低于以盈利为目的的市场化母基金。
 - 根据母基金研究中心《中国母基金行业收益报告》对2022年的数据统计，资本回报倍数（MOC）方面，政府引导基金在2倍以上偏高回报区间的分布比例仅为33%，低于市场化母基金的48%；内部收益率（IRR）方面，政府基金引导基金在10%以上的三个偏高区间的分布比例，都低于市场化母基金。投入资本分红率（DPI）方面，政府引导基金在1以上的比例仅有13%，低于市场化母基金的45%。

◎ 2022年两类母基金资本回报倍数（MOC）分布

◎ 2022年两类母基金内部收益率（IRR）分布

◎ 2022年两类母基金投入资本分红率（DPI）分布

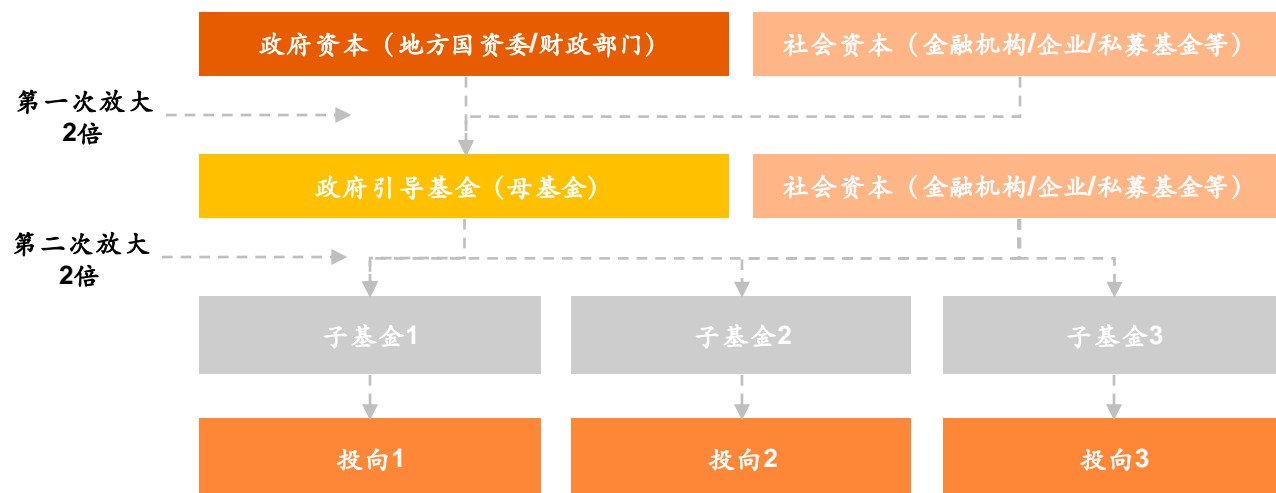


资料来源：Wind，母基金研究中心，平安证券研究所

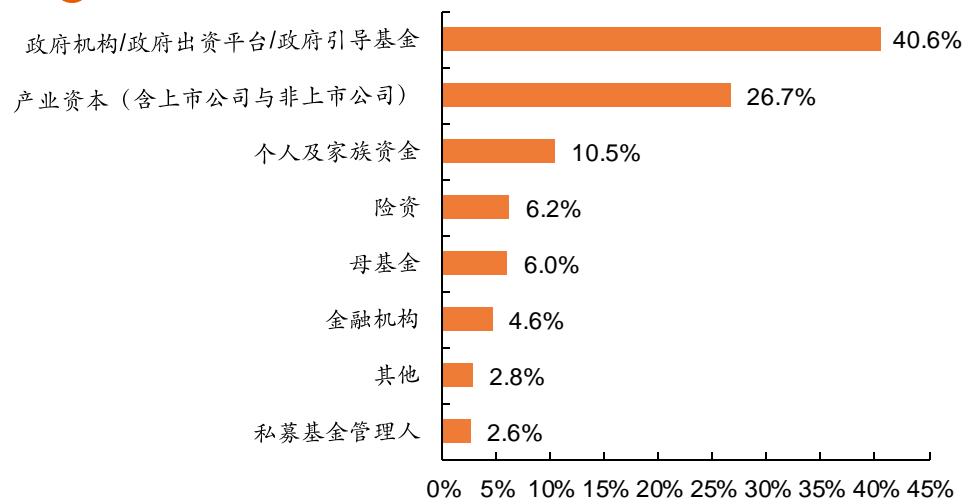
2.3 发展现状|杠杆特征：通过两层杠杆可实现放大倍数约4倍

- 从杠杆上看，政府引导基金通过母、子基金两层杠杆大约可实现4倍的财政资金放大作用。
- 第一次放大是母基金层面引入社会资本，放大倍数约2倍。据证券时报，政府引导基金中的国资占比超50%；根据清科数据，2023年我国股权投资市场新募人民币基金的LP披露认缴出资总规模超1.5万亿元，其中政府引导基金和政府机构/出资平台合计披露认缴出资金额近6200亿元，占比40.6%。实际操作中各地比例不一，如四川省政府产业投资引导基金由省内各级财政及国资国企出资比例最高可达80%，为全国较高水平；苏州基金则由国资平台与社会资本各出资50%。
- 第二次放大是母基金对子基金层面的出资，放大倍数约2倍。国家级引导基金层面，如国家科技成果转化引导基金要求母基金不作为子基金的第一大股东或出资人，对子基金的参股比例在20%-30%。但在地区引导基金层面，各地为吸引GP取得差异化优势，财政出资比例有提升趋势，如青岛市新旧动能转换引导基金对部分行业投向的子基金出资比例上限为50%；深圳市龙华区政府投资引导基金中财政资金和国有成分资金比例上限达70%。

◎ 政府引导基金通过两层撬动的总体放大倍数约4倍



◎ 2023年国资LP认缴出资金额占全部新募人民币基金的40.6%

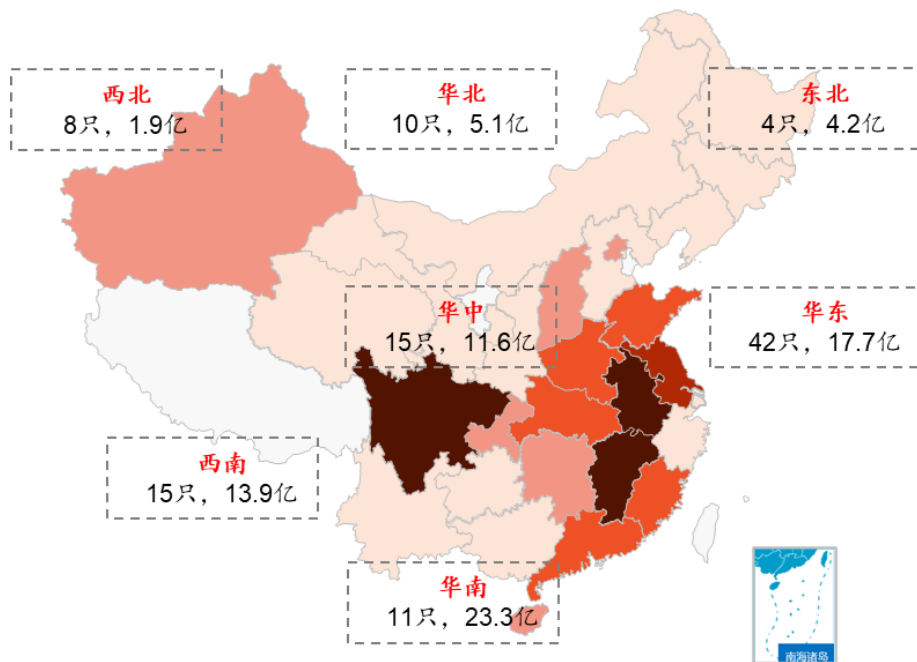


资料来源：Wind，清科研究，平安证券研究所

发展现状|区域特征：华东地区政府引导基金相对密集

- 从区域上看，我国政府引导基金在华东相对密集，且近年来逐步向区县下沉。
- 第一，华东地区政府引导基金成立数量与规模相对领先。2023年华东地区成立政府引导基金42只，占比40%，其中安徽、江西、江苏、福建等地注册的政府引导基金数量较多；华东以外地区当中，四川、广东、河南当地注册的政府引导基金数量居前。截至2023年，华东地区累计成立政府引导基金843只，占比44.5%；累计规模3.3万亿元，占比27.3%，领先其他地区。
- 第二，重庆/黑龙江/广东/辽宁政府引导基金杠杆效应更为明显。截至2023年，累计全部成立的政府引导基金中平均规模在10亿元以上的省市为重庆/黑龙江/广东/辽宁，上述地区更好地实现对社会资本的撬动，资金集聚效应更为明显。

2023年华东地区成立政府引导基金42只，占比40%



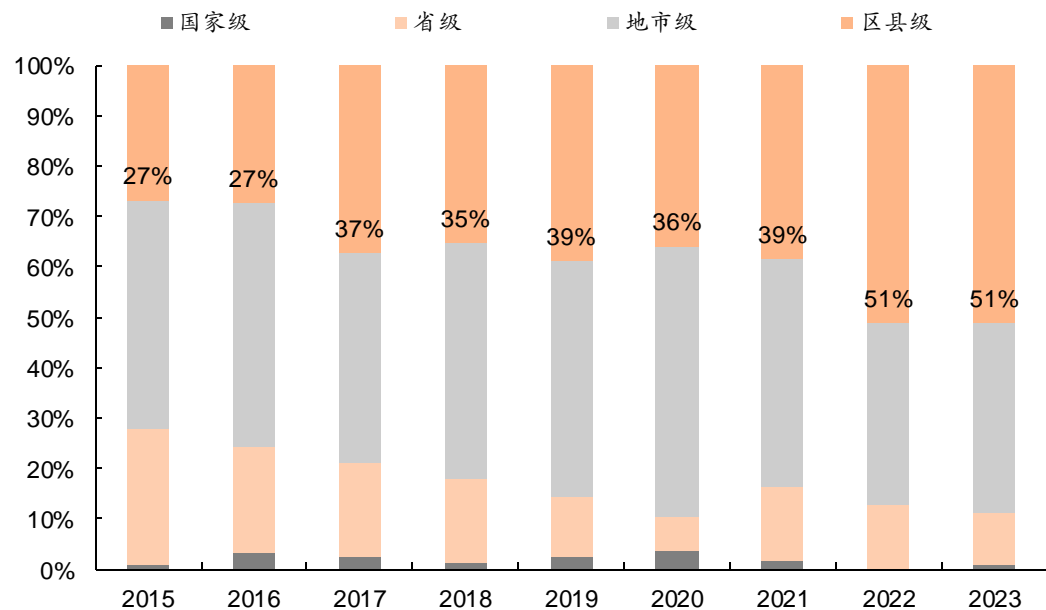
2015-2023年我国各地方政府引导基金成立数量 (只)

地区	省市	2015年以来变动	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
华东	安徽		16	26	16	6	8	5	19	14	10
	江西		3	23	17	5	2	13	8	18	10
	江苏		19	38	21	24	21	19	25	25	8
	福建		7	18	3	2	5	5	8	5	6
	山东		16	10	11	20	9	5	12	8	5
	浙江		39	24	22	12	12	14	6	9	2
	上海		6	2	0	3	5	7	3	1	1
华中	河南		11	17	9	7	10	7	7	10	6
	湖北		9	7	12	5	5	4	6	6	5
	湖南		5	10	6	10	8	4	8	2	4
西南	四川		12	27	10	7	7	6	6	6	9
	重庆		3	7	1	1	2	1	2	1	4
	贵州		6	19	4	5	3	1	8	2	1
	云南		2	5	8	1	2	1	3	3	1
	西藏		0	1	0	0	0	0	0	0	0
华南	广东		20	31	36	23	7	7	8	5	6
	海南		0	2	1	2	1	3	1	2	4
	广西		2	6	3	4	5	5	0	3	1
华北	北京		8	18	13	7	6	3	1	2	4
	山西		9	7	10	3	7	1	2	5	3
	内蒙古		4	18	3	2	4	1	2	3	2
	河北		6	12	3	2	7	2	7	4	1
西北	天津		0	1	4	2	1	1	1	1	0
	新疆		2	4	3	2	2	0	4	4	4
	陕西		4	12	6	7	4	4	3	6	2
	甘肃		3	5	4	2	0	3	1	0	1
	青海		2	4	3	1	0	0	1	0	1
	宁夏		1	0	3	0	0	0	1	0	0
	吉林		0	1	0	0	1	0	1	0	1
东北	辽宁		4	4	0	3	0	2	1	0	2
	黑龙江		0	5	2	3	0	0	0	0	1
	吉林		4	0	2	0	1	0	1	0	1

发展现状|区域特征：近年来向区县级基金下沉扩展

- 第三，政府引导基金向区县级下沉。2023年成立国家级政府引导基金1只，为国调二期协同发展基金；省级政府引导基金13只，占比10.4%；地市级政府引导基金47只，占比37.6%；区县级政府引导基金64只，占比51.2%。2015-2021年成立的政府引导基金中以地市级为主，2022年以来整体向区县级下沉。
- 第四，地市级政府引导基金规模靠前，国家级基金单只体量更大。2023年成立的国家级/省级/地市级/区县级政府引导基金规模分别为315.0/1239.0/8038.2/1940.6亿元，占比分别为2.7%/10.7%/69.7%/16.8%。整体上区县级政府引导基金数量居前，但2023年平均单只规模在30亿元左右；地市级基金规模居前，2023年超8000亿元，占比近7成，2015-2023年累计超4万亿元，占比近4成；国家级基金单只体量更大，除2022年未成立外，其余年份都在300亿元以上。

2023年新成立区县级政府引导基金数量占比过半



资料来源：Wind，清科私募通，平安证券研究所

地市级政府引导基金规模靠前，国家级基金单只体量更大

	年份	国家级	省级	地市级	区县级
	政府引导基金成立数量（只）	2015	2	57	96
	2016	10	69	157	89
	2017	5	40	89	80
	2018	2	26	73	55
	2019	3	16	63	52
	2020	4	8	61	41
	2021	2	20	61	52
	2022	0	20	57	81
	2023	1	13	47	64
	年份	国家级	省级	地市级	区县级
	政府引导基金成立目标规模（亿元）	2015	700	3574	4854
	2016	11082	10925	7176	2257
	2017	3801	8212	6305	2148
	2018	1160	4065	3000	1360
	2019	4072	2171	2868	1081
	2020	2692	162	1569	1541
	2021	838	1913	3472	1074
	2022	0	2165	3043	2296
	2023	315	1239	8038	1941

2.3 发展现状|行业特征：投资方向以高新技术产业为主

- ▶ 行业上来看，引导基金依托当地资源禀赋，主投高新技术产业，发挥了发展新质生产力与推动当地产业转型的作用。
- 第一，引导基金投向以高新技术产业为主。2023年引导基金投向靠前的行业为：半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、IT、机械制造、化工原料及加工、清洁技术，投资次数均在100次以上，合计占比达到87.8%，合计投资规模达913.5亿元，占比82.6%。其中半导体及电子设备行业投资达750次，占比超3成，投资规模487.3亿元，占比44.1%。相比之下，教育与培训、房地产、娱乐传媒行业投资各在10次以下，规模合计约3亿元相对居后。
- 第二，引导基金投向跟随行业变迁与时俱进。2015-2021年伴随互联网技术不断突破，受到较多投资关注，期间政府引导基金投资次数历年在100次以上；2022年以来随着市场逐渐成熟，引导基金投向互联网行业次数下降至2023年的35次。

◎ 2023年半导体及电子设备行业投资达750次，占比超3成



◎ 2023年政府引导基金投向互联网行业次数降至35次 (次)

行业	2015年以来变动	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
半导体及电子设备	↑	60	82	149	218	320	738	1274	1168	750
生物技术/医疗健康	↑	71	108	263	325	336	709	1200	706	413
IT	↑	107	147	254	341	342	579	1147	700	376
机械制造	↑	38	72	84	122	172	264	425	326	261
化工原料及加工	↑	29	24	46	71	87	126	243	221	167
清洁技术	↑	32	45	56	61	106	74	191	206	149
汽车	↑	15	14	36	36	33	53	105	114	73
能源及矿产	↑	15	8	15	16	29	29	49	68	46
互联网	↓	157	110	139	215	130	180	188	81	35
电信及增值业务	↑	50	29	47	60	33	41	73	33	23
建筑工程	↑	9	27	40	46	26	43	58	34	21
农林牧渔	↑	20	21	34	22	36	39	57	61	17
其他	↑	5	22	43	29	38	31	64	38	16
连锁及零售	↑	12	16	30	41	38	46	93	38	15
食品饮料	↑	3	10	15	6	19	54	83	37	13
金融	↑	27	32	40	42	28	45	54	23	12
物流	↑	6	5	8	24	21	17	32	15	10
娱乐传媒	↑	51	48	68	75	36	25	37	11	8
房地产	↑	2	9	13	7	3	14	10	6	3
教育与培训	↑	5	10	19	28	15	7	8	1	2
纺织及服装	↑		4	5	6	7	10	16	8	0
广播电视及数字电视	↑		1	3	1	1	3	4	0	0

资料来源：Wind，清科私募通，平安证券研究所

发展现状|行业特征：行业投向与区域资源禀赋紧密关联

- 第三，高新技术产业投向集中分布在北京市、广东省及长三角地区。从2023年政府引导基金投向次数来看，半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、IT、清洁技术、互联网等行业主要投向地区集中于江苏、浙江、上海、安徽、北京、广东。江苏省为半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、汽车等行业投向第一名，分别投资191、92、18次，规模为136.5、21.9、2.3亿元；北京市为IT、互联网行业投向第一名，分别投资89、9次，规模为29.8、0.6亿元。
- 第四，行业投向与区域资源禀赋紧密关联。2023年甘肃、辽宁、黑龙江投向化工原料及加工行业次数占比超30%；山西、内蒙古、云南投向能源及矿产行业次数占比超40%；宁夏、河南投向农林牧渔行业次数占比在10%-40%。

2023年各地区行业投向次数分布（次）

行业	华东							华中			西南				华南			华北					西北				东北			
	安徽	江西	江苏	福建	山东	浙江	上海	河南	湖北	湖南	四川	重庆	贵州	云南	广东	海南	广西	北京	山西	内蒙古	河北	天津	新疆	陕西	甘肃	宁夏	辽宁	黑龙江	吉林	
半导体及电子设备	51	5	191	7	17	81	93	8	15	9	30	6	6	2	136	0	2	53	0	0	15	3	0	14	0	0	1	2	2	
生物技术/医疗健康	13	2	92	1	6	41	70	9	4	1	14	0	2	0	63	2	0	77	0	0	4	6	0	3	0	0	0	0	1	
IT	22	2	28	9	10	41	47	3	3	4	9	3	3	0	88	1	0	89	0	0	1	4	3	2	0	0	1	0	3	
机械制造	16	3	45	3	3	27	14	0	4	7	7	10	1	0	57	0	1	36	0	1	4	5	0	11	0	1	2	1	2	
化工原料及加工	4	2	31	6	12	22	7	4	3	7	2	2	8	0	23	0	1	3	0	0	3	6	1	6	2	0	7	2	3	
清洁技术	6	4	21	0	2	21	4	1	0	5	4	0	8	0	42	0	2	22	0	0	1	0	0	6	0	0	0	0	0	
汽车	4	0	18	2	0	12	12	0	1	0	2	2	0	2	8	0	0	5	0	0	0	1	0	4	0	0	0	0	0	
能源及矿产	1	1	11	1	1	1	3	1	0	1	0	0	1	6	2	3	0	3	1	1	0	0	1	5	0	1	0	1	0	
互联网	0	0	7	1	1	4	2	1	0	0	1	0	1	0	6	1	0	9	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	
电信及增值业务	0	0	0	0	0	0	8	0	0	1	3	0	0	0	4	0	0	6	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	
建筑工程	0	0	1	0	0	2	2	0	0	1	1	0	2	0	5	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
农林牧渔	1	0	1	0	2	0	0	4	0	1	0	1	2	0	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	
其他	0	0	4	0	3	1	1	0	0	0	0	0	1	3	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
连锁及零售	2	0	0	1	0	2	4	1	0	0	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
食品饮料	3	0	3	1	0	2	0	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	
金融	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	2	0	3	1	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
物流	0	0	4	0	0	0	1	3	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
娱乐传媒	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
房地产	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
教育与培训	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

资料来源：Wind，清科私募通，平安证券研究所

注：蓝色框圈出的行业与地区资源禀赋紧密关联



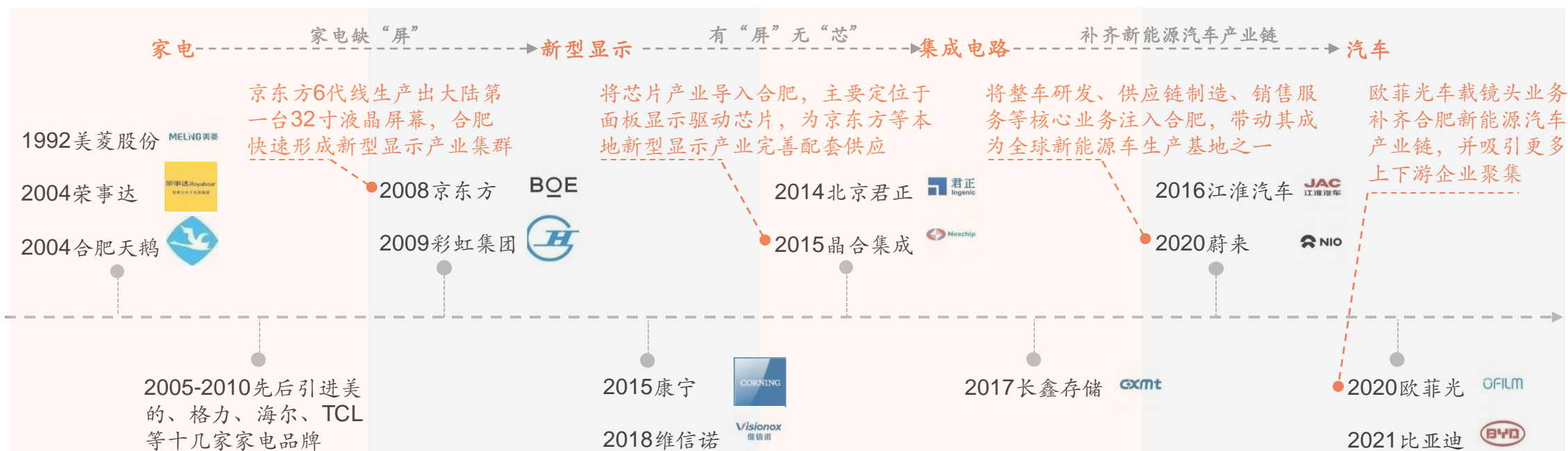
CONTENT 目录

- ◎ 研究背景：财政与科技创新的双重使命
- ◎ 发展现状：引导基金的区域与行业偏好
- ◎ 典型案例：合肥与苏州模式的可循经验
- ◎ 投资建议：投资方、政府与政策进取道

3.1 典型案例|合肥模式：精准狙击的“政府投行”

- 合肥模式的主要看点在于顺应产业发展规律精准挖掘重点项目打造“链主”企业，以投促引，进而带动产业集群。
- 90年代以来，合肥依托中部区位优势承接上海等地转移的家电产业，2005-2010年密集引进美的、格力、海尔、TCL等品牌并形成家电产业集聚。顺应家电产业链发展逻辑，电视机面板供应高度依赖进口，缺“屏”困境成为产业链主要短板，由此合肥在2008年引入京东方并投建6代产线，同时快速吸引住友化学、康宁玻璃等基板玻璃、偏光片、模组等显示产业上下游企业集聚。同理，顺应新型显示产业发展逻辑，有“屏”无“芯”成为产业主要痛点之下，合肥在2015年引进晶合集成，将芯片产业导入合肥，并从上游半导体材料与设备、中游芯片设计与制造、下游消费电子、计算机、物联网等完成全产业链布局。又如，合肥引进蔚来、欧菲光等代表企业，进一步完备新能源汽车产业链。

合肥市产业变迁与投资布局

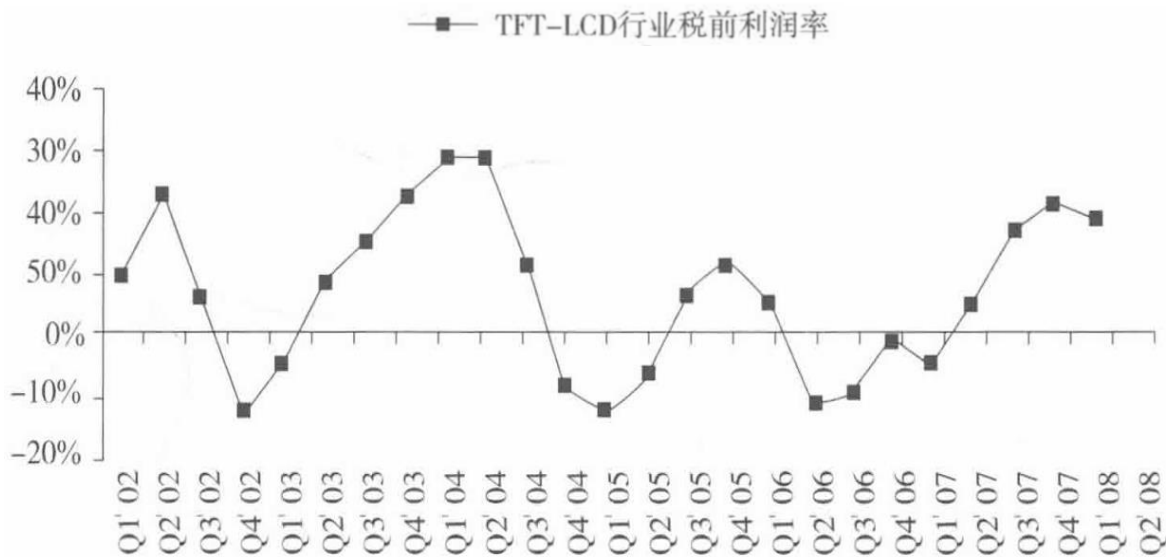


资料来源：Wind，企查查，投中网，平安证券研究所

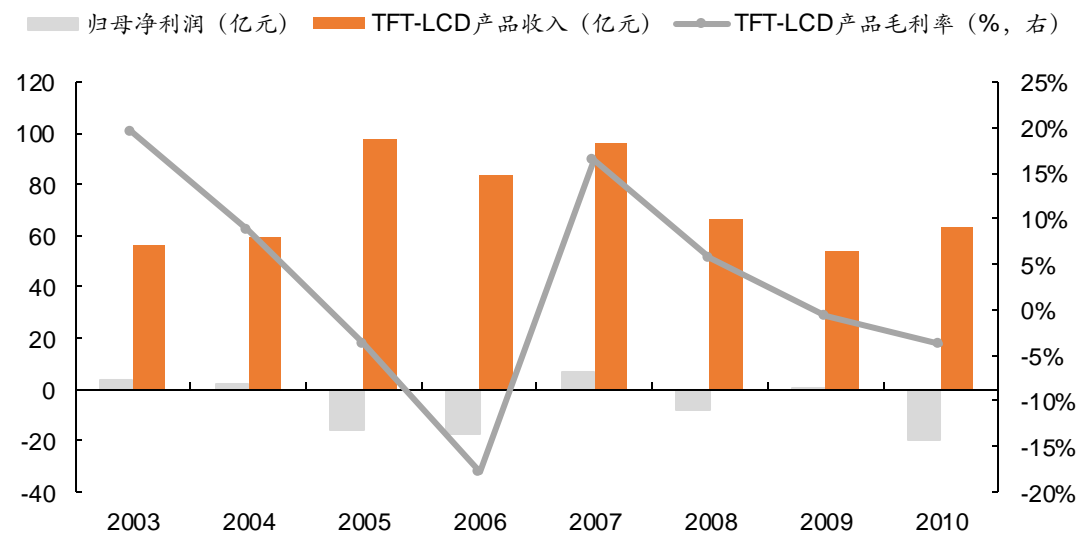
典型案例|合肥模式：精准狙击的“政府投行”——引进京东方

- **产业背景：全球液晶工业在2006-2007年加速扩张。**日韩液晶产业激烈竞争下，6代及以上高世代液晶产线加速扩张，液晶电视机也同步加速普及，在全球电视机出货量中的占比由2006Q1的不及20%升至2007Q4的47%，赶超CRT电视。
- **国内格局：面临行业周期起伏与海外技术“卡脖子”两座大山。**一方面，根据Mathews 2005年提出的“液晶周期”，液晶行业存在“技术变革-需求增长-新增投资-产能过剩-价格下降-需求增长-新增投资”的周期循环。2005/10京东方5代产线开始量产，但液晶周期正处下行区间，同时国外领先者通过建设更高世代产线选择性定价，2005/11-2006/02国内5代线主产的17英寸液晶屏价格下跌13.5%，设备开工率不足70%，2006年京东方归母净利润亏损17.7亿元。另一方面，大陆液晶工业受“卡脖子”问题严重。伴随对CRT的取代，中国彩电工业价值链的80%转移至国外，2006/04大陆生产的液晶电视数量占国内市场份额的70%，但由于液晶面板进口依赖，大陆彩电工业的附加值比CRT时代更低。

② 2006年起液晶显示器进入新一轮供需调整周期



② 2006年京东方归母净利润亏损17.7亿元



资料来源：Wind，《光变：一个企业及其工业史》，平安证券研究所

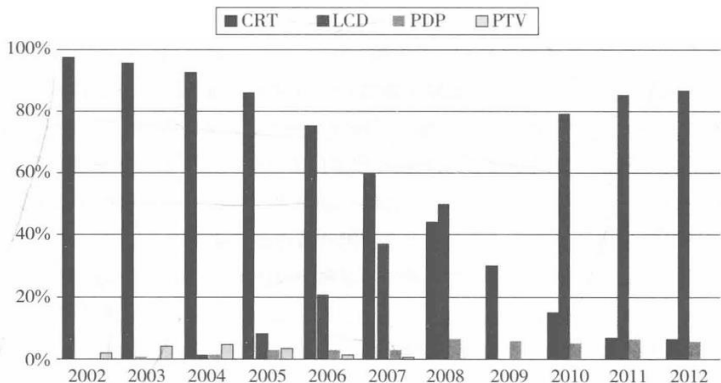
3.1 典型案例|合肥模式：精准狙击的“政府投行”——引进京东方

- 投资历程：**2008/09合肥市政府与京东方签署框架协议，投资175亿元建立6代TFT-LCD产线。其中60亿元由合肥市政府出资，30亿元由双方通过资本市场、引入战投等方式筹集，并由合肥市政府兜底，相比之下，2007年合肥市全年实现财政收入215.2亿元，其中税收收入91.6亿元。此外双方分别在2012/08、2015/04相继建立8.5代、10.5代产线。
- 投资成效：**成就大陆液晶工业自主化、京东方龙头化、合肥产业一体化的多赢。2008年起LCD反超CRT彩电成为我国彩电零售第一大品类，市场份额占比由2005年的不到10%提升至2012年的80%以上，我国液晶工业也随之替代日韩实现后来居上，2023年大陆系液晶电视面板在全球市占率近7成，较2022年提升1.8pct，其中京东方出货量排名世界第一。截至2024/09，合肥市战略新兴产业产值占固定资产投资比重达36.9%，较2018年底提升近20pct。

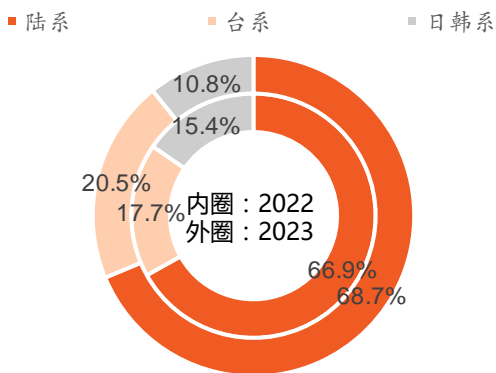
合肥市政府先后三轮投资京东方TFT-LCD产线落地



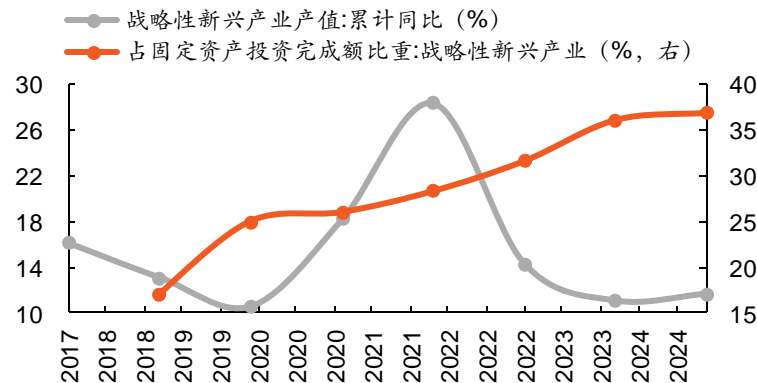
2002-2012年国内彩电分品类零售占比



2023年中国大陆系液晶电视面板市占率近7成



24/09合肥战略新兴产业占固定资产投资比重36.9%

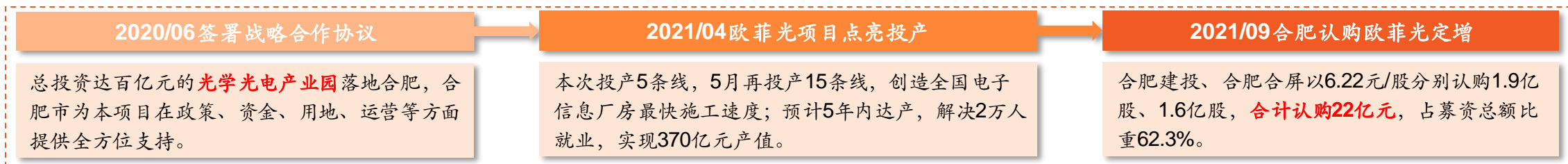


资料来源：Wind，合肥市人民政府，洛图科技，《光变：一个企业及其工业史》，平安证券研究所

典型案例|合肥模式：精准狙击的“政府投行”——牵手欧菲光

- 产业背景：**摄像头模组终端应用市场空间广阔。根据Yole Group数据，2023年全球摄像头模组出货量65.7亿颗，预计在智能手机、车载摄像头、医疗应用及AR/VR增长的推动下，2029年总出货量升至83亿颗，CAGR增速达4.0%，收入由360亿美元升至457亿美元。国内市场格局来看，截至2024/03，欧菲光当月手机摄像头出货量3160万颗，居第一梯队。
- 投资历程：**合肥市光学光电产业布局与欧菲光业绩增长互相赋能。2021/03苹果计划终止与欧菲光的采购关系，2021年欧菲光归母净利润亏损26.2亿元，2022年在全球芯片供应延续紧张之下亏损扩大至51.8亿元。在此之下，合肥市为打造高端光学影像产业集群，于2020/06投资欧菲光光学光电（合肥）产业基地项目，2021/09以6.22元/股认购定增22亿元。2023/09欧菲光进入华为手机Mate 60系列供应链，2023年扭亏为盈，截至2024/12/24，公司股价为12.5元/股。

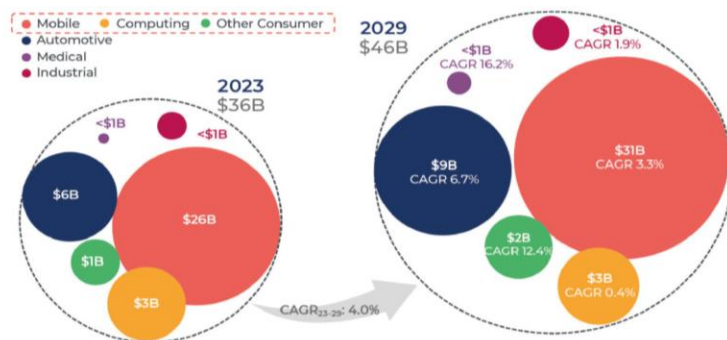
合肥市牵手欧菲光引入光学光电高端产业入驻合肥



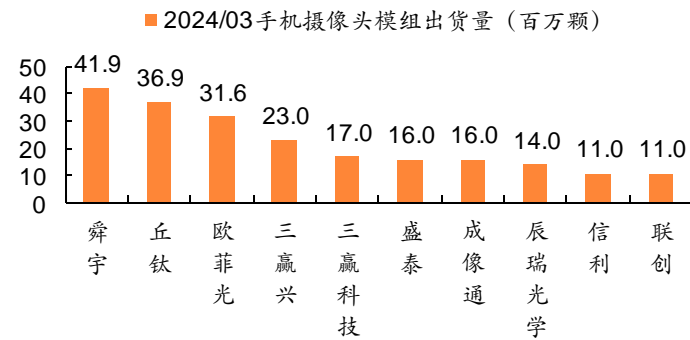
2021/09 合肥以6.22元/股认购欧菲光定增



预计2023-2029年摄像头模组出货量CAGR增速为4.0%



2024/03 欧菲光手机摄像头出货量3160万颗

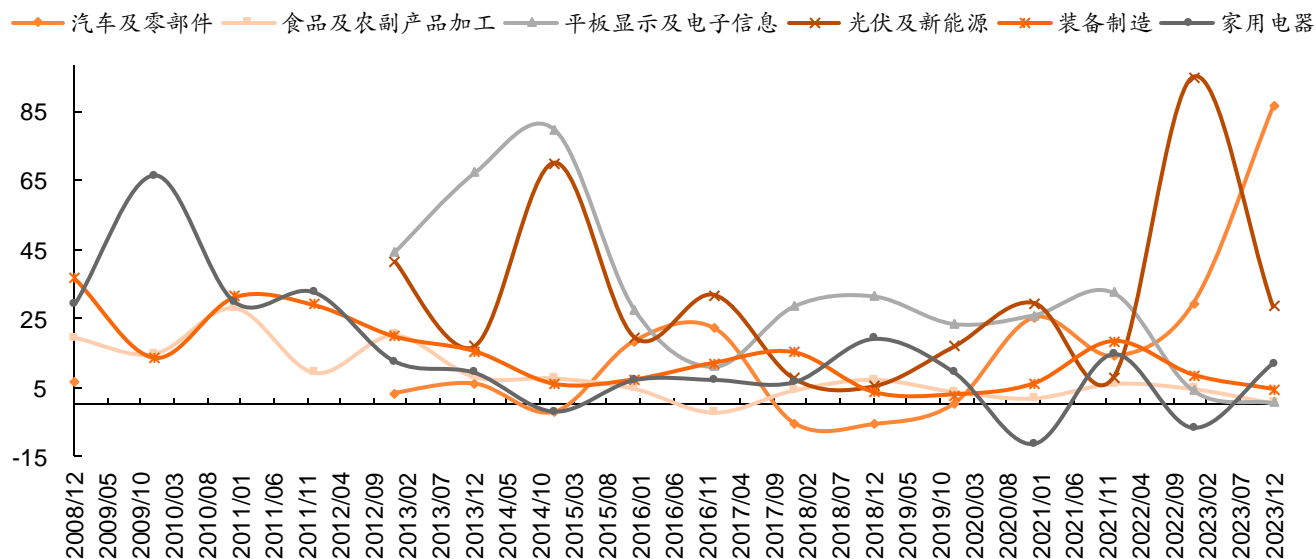


资料来源：Wind, Yole Group, 潮电智库, 平安证券研究所

3.1 典型案例|合肥模式：实现国资良性循环

- 合肥通过“募投管退”实现国资保值增值的同时，也顺应产业发展逻辑和趋势，完成了产业链循环布局。
- 一方面，合肥市国资通过“募投管退”良性循环，实现国资保值增值。在京东方投资案例中，2013/03合肥蓝科减持获利600万元，2013/04合肥鑫城减持获利555万元；2017/12、2018/01合肥建翔先后减持获利合计13.3亿元；2015/04合肥建投通过两只结构化产品退出获利合计41.8亿元。
- 另一方面，通过“国资引领→项目落地→股权退出→循环发展”滚动投资完成产业链循环布局。合肥国资在确保国有资本在投资完成既定产业目标后，通过二级市场减持等方式获益，并形成可持续发展的循环投资。据中国经济周刊统计，合肥建投先后主导京东方、晶合集成、康宁玻璃、蔚来总部、欧菲光等重大战新产业项目的投资建设，向各类产业项目完成现金出资约1000亿元，参与项目累计完成投资3193亿元，项目退出资金约667亿元，实现收益328亿元。

合肥市六大主导产业工业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，企查查，投中网，平安证券研究所

合肥市在京东方投资案例中有效完成国资保值增值 (亿元)

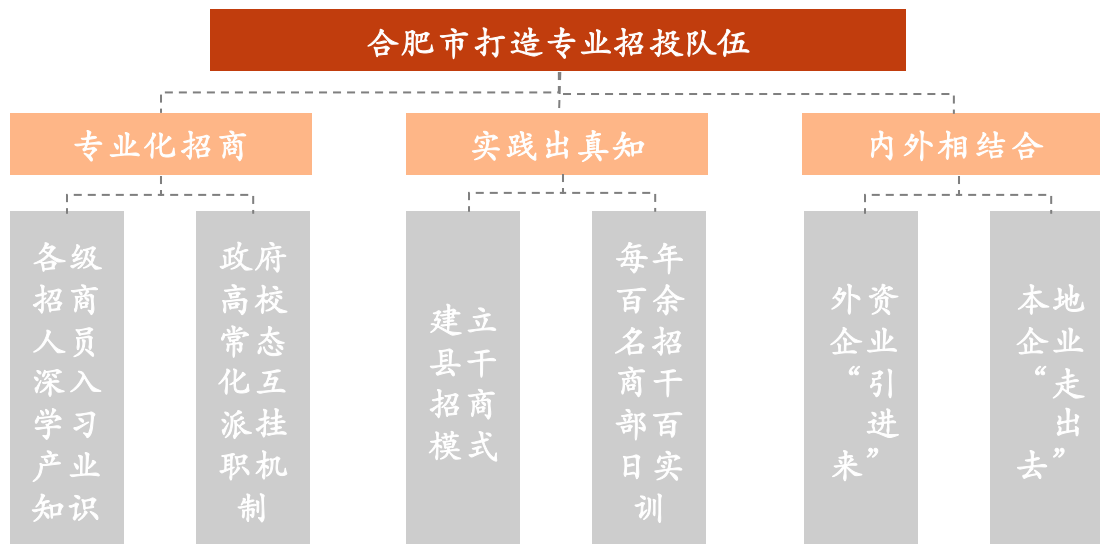
	2009	2010	2013	2014	2015	2017	2018
合肥蓝科	15		1.9 (0.06)				
合肥鑫城	15		1.9 (0.05)				
合肥融科		20	3.2 (0.40)				
合肥建翔				60		10.1 (6.4)	10.4 (6.9)
合肥建投				35	77.6 (41.8)		

注：右表中橙色表示认购，灰色表示减持，括号中为获利金额

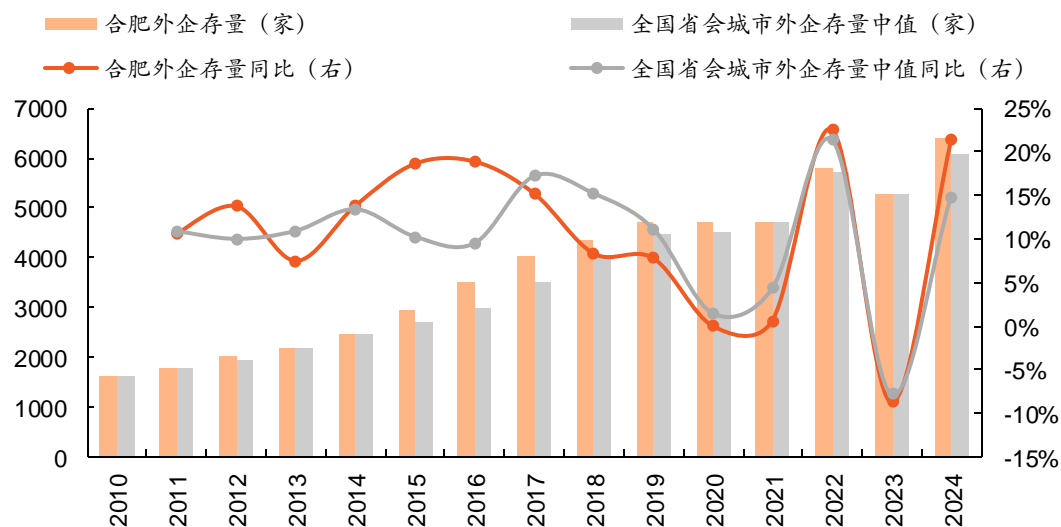
3.1 典型案例|合肥模式：打造专业招投队伍

- 合肥成为精准狙击的“政府投行”，离不开长期以来锻造的专业招投队伍。
- 一是专业化招商，打造政府投行队伍。合肥创设政府高校常态化互派挂职机制，培养一批产业招投专业人才，如市直机关干部在中科大先研院挂职项目挖掘经理7年，以此打造精通产业、政策、市场、谈判以及资本运作的政府投行队伍。
- 二是实践出真知，县干招商持续发力。合肥建立县干招商模式，自2012年起开展“百名县处级领导干部赴一线、抓招商、促发展”活动，截至2023/07共组建6批县干招商队伍，436个招商小组，1100余名成员。此外还依托沪苏浙皖干部人才“1+4”交流合作平台，每年安排不少于100名来自招商引资等一线干部到沪苏浙地区开展不少于100天的体悟实训。
- 三是内外相结合，外资招商稳步推进。2023上半年合肥先后组团外出日韩、欧洲、中国香港、新加坡等地招商10次并达成14个项目协议；组织外资专题对接活动10余场，大众全球第二研发中心、渣打银行等标志性外资项目成功落地。

合肥市招投队伍注重专业、实践、渠道相结合



2024/09合肥外资企业存量6408家，高于全国省会城市中值

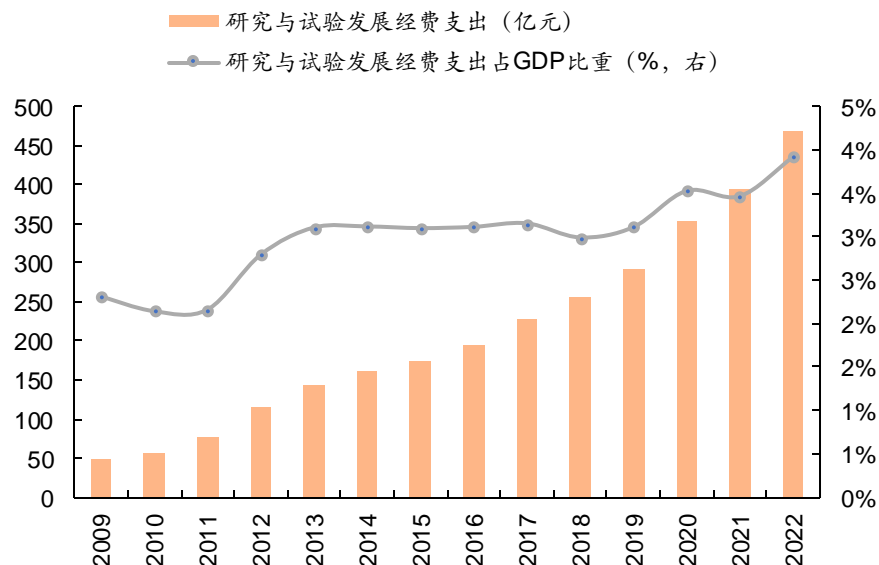


资料来源：Wind，合肥市投资促进局，安徽省徽商发展促进会，平安证券研究所

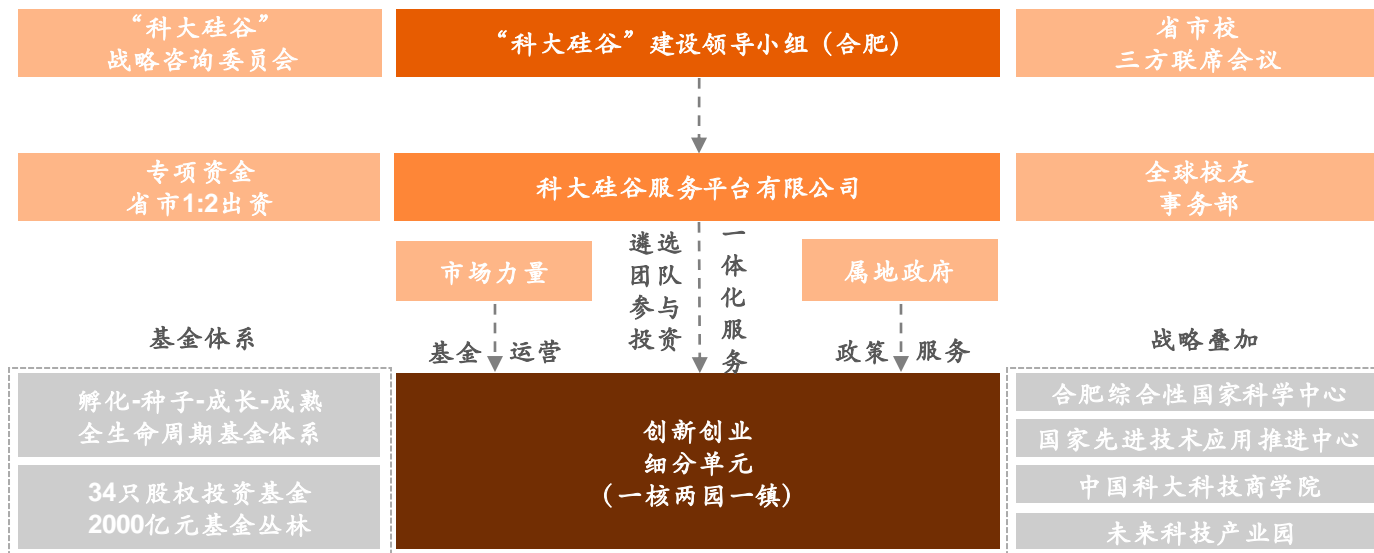
3.1 典型案例|合肥模式：强大科研创新实力

- 合肥科技投入不断增长，同时依托中科大打造“科大硅谷”，促进科技成果高效转化，不断壮大科创实力。
- 合肥科创投入不断加大。2022年合肥R&D经费支出469.5亿元，同比增19%，R&D经费支出占GDP比重进一步升至3.9%；2022年合肥科学技术分项财政支出245.7亿元，占比17.8%，同比升3.6pct。此外合肥成立科技成果转化专班，对接省内外重点高校院所开展项目挖掘、策划、转化等，2024/10在合肥综合性国家科学中心成果推介会上5个项目现场签约。
- 合肥科创产出量质齐升。2022年合肥科技专利申请授权5.9万件，同比增10.2%，2017-2022年CAGR增速达到22.5%。此外合肥市依托中科大高校智库资源打造“科大硅谷”，发挥丰富科教资源优势，建设新兴产业高地与成熟的创投机制。2023年科大硅谷片区内集聚雏鹰、瞪羚、潜在独角兽、独角兽等高成长企业329家，较2022年增长66.16%；截至2024年8月底，科大硅谷引导基金已完成投资56个科技型项目，提供6.1亿元股权融资支持。

2022年合肥市R&D经费支出469.5亿元，同比增19%



科大硅谷服务平台组织架构



资料来源：Wind，安徽省科技厅，合肥市投资促进局，科大硅谷服务平台，平安证券研究所

典型案例|苏州模式：织精织密的“基金网络”——以元禾控股为例

- 元禾控股已形成颇为成熟的多层次业务体系扶持战略新兴产业。元禾控股始于2001/11成立的中新创投，2006/09中新创投与国家开发银行共同发起设立元禾辰坤，为我国第一支市场化的专业母基金。目前元禾控股业务分为股权投资、债权融资、投融资服务三大板块，其中股权投资业务设有元禾直投、元禾原点等七大平台，债权融资业务设有禾裕集团等五大平台，投融资服务业务设有元禾沙湖金融等平台，已形成成熟的多层次业务体系，发挥各自差异化竞争优势。
- 元禾控股投资集成电路/生物医药/高端制造等战略新兴产业项目占比95%。截至2024年10月底，其直投项目超1500家，培育上市公司111家（其中科创板47家），通过元禾母基金投资子基金182只；通过科技贷款、融资租赁、科技担保、商业保理累计为超5000家企业解决流动资金难题；东沙湖基金小镇累计入驻基金超740只，规模超3900亿元。

元禾控股的多层次业务体系

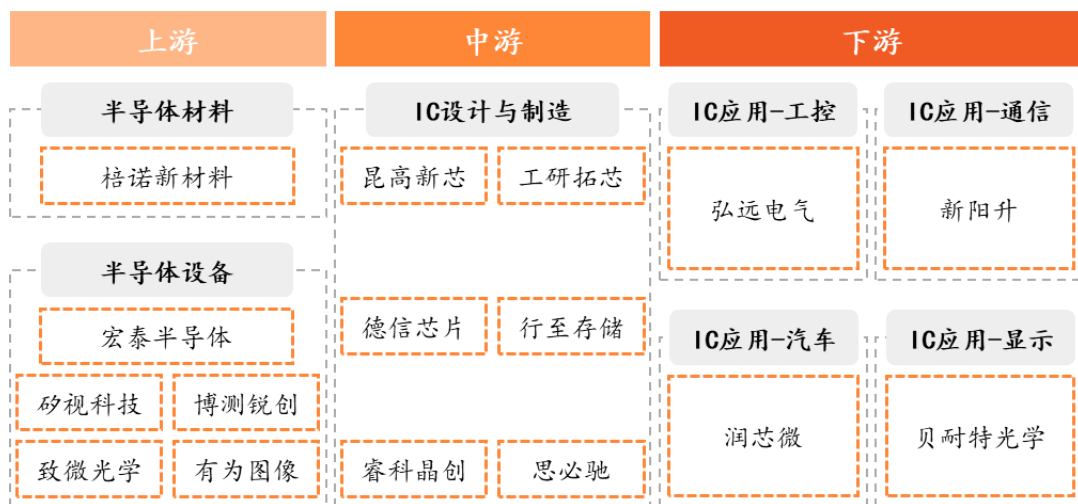
	股权投资							债券融资					投融资服务			
业务平台	元禾直投	元禾原点	元禾厚望	元禾璞华	元禾重元	元禾辰坤	元禾绿柳	禾裕集团	科技贷款	科技担保	融资租赁	商业保理	元禾沙湖金融	集成电路产业园	苏州科服	
专攻方向	生物医药、集成电路、人工智能、纳米技术应用、高端制造	TMT、医疗领域早期初创企业投资机会	硬科技领域成长阶段的企业	集成电路产业领域	PE投资管理市场化平台	母基金投资管理平台	东南亚市场消费品、科技型企业、医疗健康等领域	为科技型、创新类中小微企业提供“全周期、多样化、揽子”债权融资解决方案	重点向高技术、高成长性科技型企业，通过“债权+股权”模式提供科技贷款	聚焦生物医药、纳米技术应用、人工智能等新兴产业和优势产业提供科技担保	聚焦新兴产业，根据中小企业需求量身定制多样性的专业性的融资租赁解决方案	聚焦优势产业，探索科技金融模式，为高质科创企业提供供应链金融服务	搭建投后服务体系；运营管理东沙湖基金小镇，吸引基金投资人、基金管理人、硬科技早期企业和产业龙头集聚	设立目标总规模50亿元的天使基金与成长基金，招引培育一批具有国际竞争力的集成电路企业	以平台模式赋能科技企业	
投资案例	晶方科技、华太电子、东微半导体、京东数科、信达生物	寒武纪、图灵量子、知行科技、贝康医疗、君赛生物、启德医药	安路科技、京东物流、炬芯股份、商汤科技、字节跳动	澜起科技、纳芯微、荣芯半导体、思瑞浦、韦尔股份、中科蓝讯	阿特斯、普源精电、顺丰控股、优刻得、昀冢科技、中际旭创	辰德资本、黑蚁资本、君联资本、千骥资本、启明创投、钟鼎资本	Microtube、ProfilePrint、Respiree、Willowmore									

资料来源：Wind，苏州元禾控股股份有限公司官网，平安证券研究所

典型案例|苏州模式：织精织密的“基金网络”——以苏创投为例

- 苏创投是“耐心资本”护航“新质生产力”的另一面镜子。2022/06苏创投由苏州国发创投、苏州产投集团、苏州科创投等整合成立，注册资本180亿元，跻身国内创投第一方阵。2023年苏创投完成直投项目69个，2024上半年完成项目50个，直投金额超10亿元，投资节奏进一步加快。根据《苏创投发展愿景》，力争到2025年底，累计合作基金规模突破3000亿元，新增管理基金规模超500亿元，产业直投规模超80亿元，投资苏州金额超300亿元。
- 苏创投聚焦《苏州市制造业“1030”产业链体系》，发力“补链、强链”。以半导体与集成电路产业链为例，苏创投瞄准产业上中下游共投资16个项目，合计融资额超11亿元。在上游重点布局材料、设备两大领域6个项目；在中游布局6个项目专注于芯片设计及制造；在下游围绕工控、通信、显示、汽车等IC主要应用领域，完善对半导体与集成电路产业链的布局。另外，苏创投还布局新能源“万亿级”新赛道，聚焦产业链上中下游共投资9个行业重点项目，合计融资需求超过34亿元，覆盖材料、设备、电芯、系统、整车等多个领域。

苏创投布局半导体与集成电路产业链图谱



苏创投布局新能源产业链图谱



资料来源：Wind，苏州创新投资集团有限公司官网，平安证券研究所

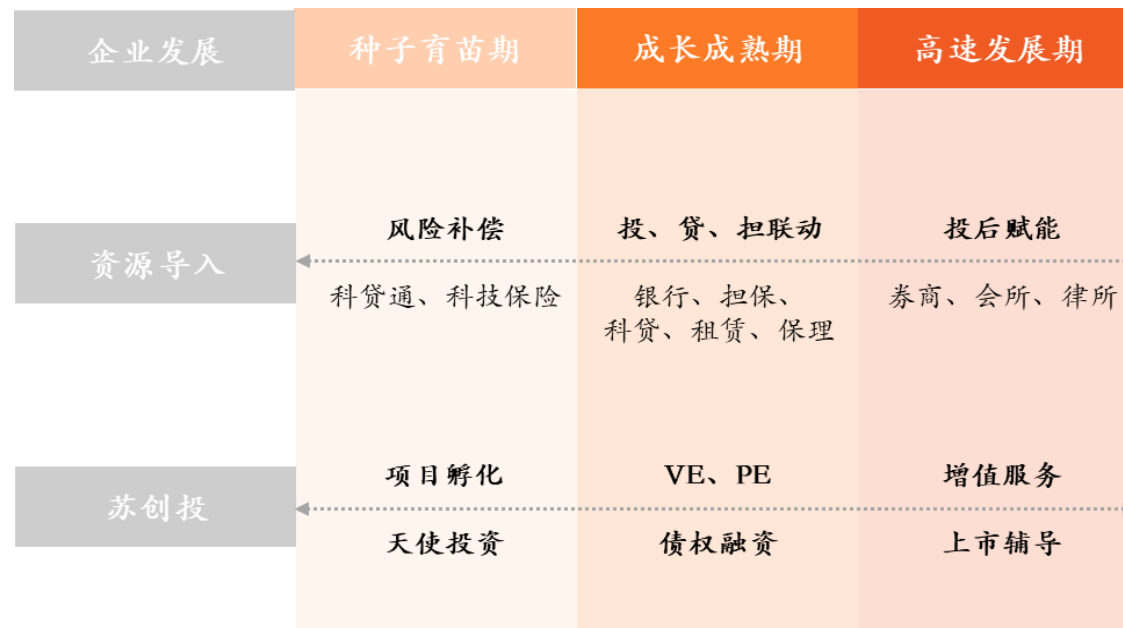
典型案例|苏州模式：多层次基金体系保障全生命周期覆盖

- 苏州模式的经验有三：多层次基金体系保障全生命周期覆盖、市场化运作并构建GP方阵、市区县联动发挥协同效应。
- 第一，多层次基金体系保障企业全生命周期的覆盖。苏州模式的核心在于多层次政府投资基金体系服务企业各个生命周期阶段，围绕不同发展阶段需求建立全周期的基金组合，实现从0到1的跨越。在企业初期，2021/01苏州市天使投资引导基金成立，解决初创企业面临的高融资约束问题；同年8月苏州市出台《苏州天使投资引导基金管理办法》，致力于为初创企业发展注入优质资本活水。在企业成长成熟期，包含PE、VC、债权融资、科技贷款、融资租赁、商业保理等各类扶优扶强的不同轮次投资。在企业高速发展期，则有上市辅导、产业集聚、产学研合作等一系列增值服务。截至2024/08，苏创投旗下有苏州基金、苏州天使母基金、战新生物医药母基金、战新高端装备母基金及11支各类政府引导基金，总规模344.6亿元，其管理的母基金共投资近220支子基金，规模近1800亿元，投资项目近4000个。

◎ 苏创投的多层次基金体系



◎ 苏创投贯穿企业全生命周期支持全景



3.2 典型案例|苏州模式：市场化运作并构建GP方阵

- 第二，市场化运作，构建GP方阵。**直投方式可撬动的资源有限，而参股模式运作母子基金更为市场化，为地方引入更多风投机构，进而增加对本地企业的投资。一方面，苏州探索引导基金创新开放，如“苏州工业园区创业投资引导基金”对于合作投资管理机构的子基金，仅要求其注册地为苏州，而对于投资地域并无限制，即没有明确的返投比例，此在全国较为罕见。此次探索使苏州对投资机构的吸引力快速彰显，截至2023年底，苏州共有基金管理人439家，为全省第一，全年共628家企业完成830起融资（不含IPO），创投氛围浓厚。另一方面，苏州织精织密GP网络，如“苏州市创新产业发展引导基金”成立苏州基金投资俱乐部，统筹企业、GP、政府需求，围绕重点发展产业针对性构建GP方阵，如在医疗健康领域引进启明创投、泰福资本、博远资本等医疗健康赛道头部GP；在半导体领域聚集元禾璞华、方广资本、恒信华业、湖杉资本等GP；在新材料领域引进川流投资、沃衍资本；在供应链领域引进古玉资本等。

苏州基金的GP方阵



元禾辰坤投资的部分子基金列示

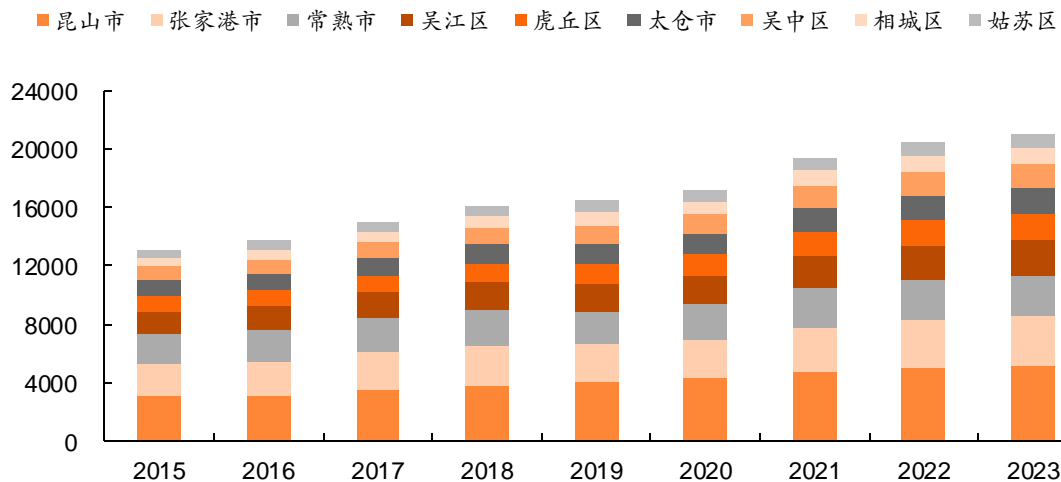


资料来源：Wind，投资界公众号，平安证券研究所

3.2 典型案例|苏州模式：市区县联动发挥协同效应

- 第三，市-区县两级基金协同矩阵为创投环境注入活力。根据中小城市研究院的《2024年度全国综合实力百强县（区）》榜单，昆山、张家港、常熟、太仓均居全国百强县前十，其中昆山连续20年居榜首；吴江区、吴中区、虎丘区、相城区也均位列全国百强县。苏州各区县经济实力强劲，具备良好的产业发展条件，市级和区县级投资基金通过共同构建密集合作网络发挥协同效应，一是提高资金使用效率，二是活跃产投环境，为企业提供多样化选择和机遇，三是为苏州全市经济发展注入活力。
- 以昆山市为例，2024年9月，苏创投（市级）、昆山创控（县级）、农银投资、农行苏州分行共同设立“科创股权投资基金”，重点投向电子信息/装备制造/先进材料等新兴产业领域的优质科技企业，为9/24金融资产投资公司股权投资试点政策发布后全省首支AIC科创股权投资基金。以吴江区为例，2024年12月，国发创投（市级）、吴江东方（区级）、工银投资、亨通光电、澳盛科技联合设立“苏创工融股权投资基金”，重点投向新一代信息技术/高端装备/新能源/新材料/高端纺织/生物医药及大健康等优势产业领域。

2015-2023年苏州各区县GDP（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：右图中橙色表示市级出资主体，灰色表示区县级出资主体，以出资比例排序

苏州天使母基金由市、区县级共同出资设立





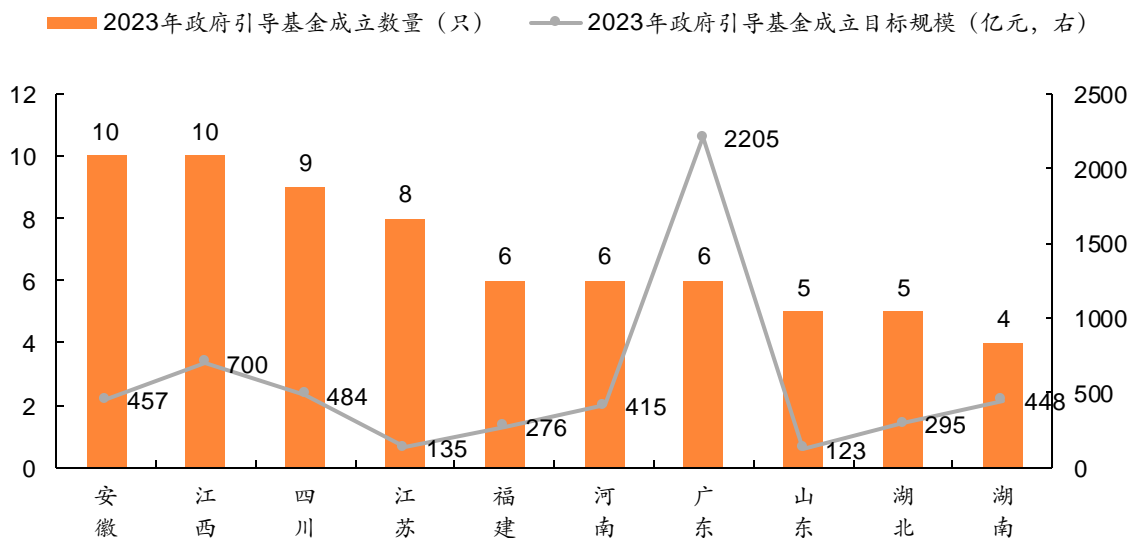
CONTENT 目录

- ◎ 研究背景：财政与科技创新的双重使命
- ◎ 发展现状：引导基金的区域与行业偏好
- ◎ 典型案例：合肥与苏州模式的可循经验
- ◎ 投资建议：投资方、政府与政策进取道

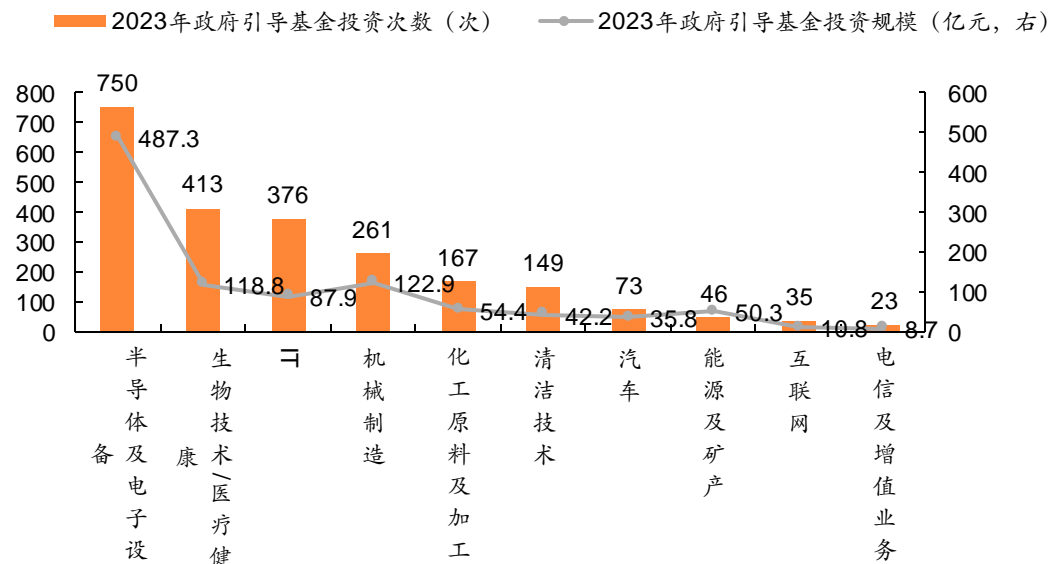
4.1 投资建议|关注华东/华中等地、高技术产业及区域资源禀赋匹配性

- 从投资角度，政府引导基金重点布局的半导体/生物医药/高端制造/新能源等高新技术产业具备长期发展空间。
- 区域方面，主要关注华东、华中地区以及西南地区的四川、华南地区的广东等地。2023年政府引导基金成立数量前十大地区分别为安徽/江西/四川/江苏/福建/河南/广东/山东/湖北/湖南，主要集中在华东、华中地区及部分西南、华南地区。另外广东省2023年成立的政府引导基金平均规模在367.5亿元，资金杠杆撬动与集聚效应更为明显。
- 行业方面，主要关注半导体/生物医药/高端制造/新能源等高新技术产业，同时聚焦与区域要素禀赋匹配度高、能发挥比较优势的产业。2023年政府引导基金投资项目数量前十大行业分别为半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、IT、机械制造、化工原料及加工、清洁技术、汽车、能源及矿产、互联网、电信及增值业务。另外高新技术产业投向集中分布在北京市、广东省及长三角地区；化工原料及加工行业在甘肃、辽宁、黑龙江等地项目投资中占比高；能源及矿产行业在山西、内蒙古、云南等地占比高；农林牧渔行业则在宁夏、河南等地占比高。

2023年政府引导基金成立数量前十大地区



2023年政府引导基金投资项目数量前十大行业



资料来源: Wind, 清科私募通, 平安证券研究所

4.1 投资建议|大基金加码-产业健康发展-二级市场映射

- 国家大基金持续加码支持的半导体等硬科技产业也映射了二级市场的投资机遇。
- 我国三期国家大基金持续加码硬科技产业。2014/09、2019/10、2024/05一、二、三期国家集成电路产业投资基金先后成立，其中三期大基金注册资本达3440亿元，超过一期和二期注册资本总和。从投向来看，大基金一期主要投向芯片制造、设计、封测等中游环节，为半导体产业链自主可控初步打下基础；大基金二期加强对装备、零部件、材料等上游环节投入，加速核心设备与关键零部件的国产替代；大基金三期或将重点投向集成电路全产业链，提升中国半导体产业的全球竞争力。
- 大基金支持产业健康发展的确定一致预期在二级市场也有所映射。一、二、三期大基金成立后7个交易日半导体指数分别上涨1.4%/3.5%/3.6%，同期上证指数表现为0.6%/-0.4%/0.8%，半导体行业整体涨幅相对优于大盘整体表现。

🕒 我国三期国家集成电路产业投资基金对比

国家集成电路产业投资基金	成立时间	注册资本	主要股东	主要投向
大基金一期	2014年	987亿元	财政部、国开金融有限责任公司、中国烟草总公司、北京亦庄国际投资发展有限公司、上海国盛(集团)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、中国移动通信集团有限公司、中国电信集团有限公司、中国联合网络通信集团有限公司、大唐电信科技产业控股有限公司、中电科投资控股有限公司、中国电子信息产业集团有限公司、华芯投资管理有限责任公司等	
大基金二期	2019年	2042亿元	财政部、中国烟草总公司、国开金融有限责任公司、成都天府国集投资有限公司、上海国盛(集团)有限公司、武汉光谷金融控股集团有限公司、浙江富浙集成电路产业发展有限公司、重庆战略性新兴产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)、北京国谊医院有限公司、北京亦庄国际投资发展有限公司等	
大基金三期	2024年	3440亿元	财政部、国开金融有限责任公司、上海国盛(集团)有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、北京亦庄国际投资发展有限公司、深圳市鲲鹏股权投资有限公司、北京国谊医院有限公司、中国烟草总公司、中国诚通控股集团有限公司、国家开发投资集团有限公司、广州产业投资母基金有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、华润投资创业(天津)有限公司、中移资本控股有限责任公司、广东粤财投资控股有限公司等	<p>暂未披露详细投资方向，据证券时报报道，大基金三期将加大对集成电路产业的多渠道融资支持，重点投向集成电路全产业链</p>

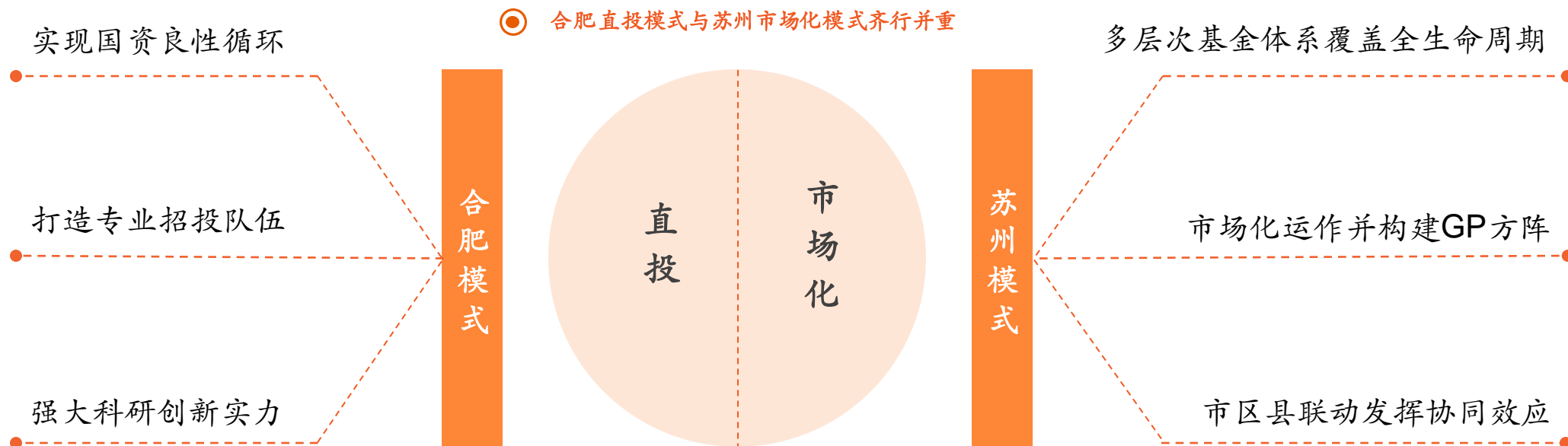
🕒 国家大基金在二级市场的映射



资料来源: Wind, 券商中国, 芯思想, 证券时报, 爱企查, 平安证券研究所

4.2 可循经验|政府主导与市场主导模式相机抉择

- 纵观合肥与苏州模式经验，前者是政府主导下直投模式的“黑马”代表，而后者是市场主导模式的“白马”范例。
- 不同地区可遵循区位、要素比较优势，以及产业痛点与发展需求等相机抉择模式取向。如前文所述，合肥模式的主要看点在于顺应产业发展规律精准挖掘重点项目打造“链主”企业，以投促引，进而带动产业集群。相比之下，苏州模式的主要看点在于以更市场化的参股模式运作母子基金，织精织密多层次基金网络与GP方阵，为地方引入更多风投机构，进而增加对本地企业的投资，同时依托区县较强的产业承接能力，发挥市区县联动的协同效应。总体来看，对于经济发达与高新技术产业集聚地区，可选择市场化模式不断产生正向外部性，被投企业可在上下游产业链中较快找准自身定位并实现产业链上下游联动协同；对于产业基础相对薄弱及返投痛点较为突出地区，选择直投模式并出台一揽子扶持措施可较快实现企业落地与产业集聚，更精准高效地推动地方产业发展并提高财政资金使用效率。

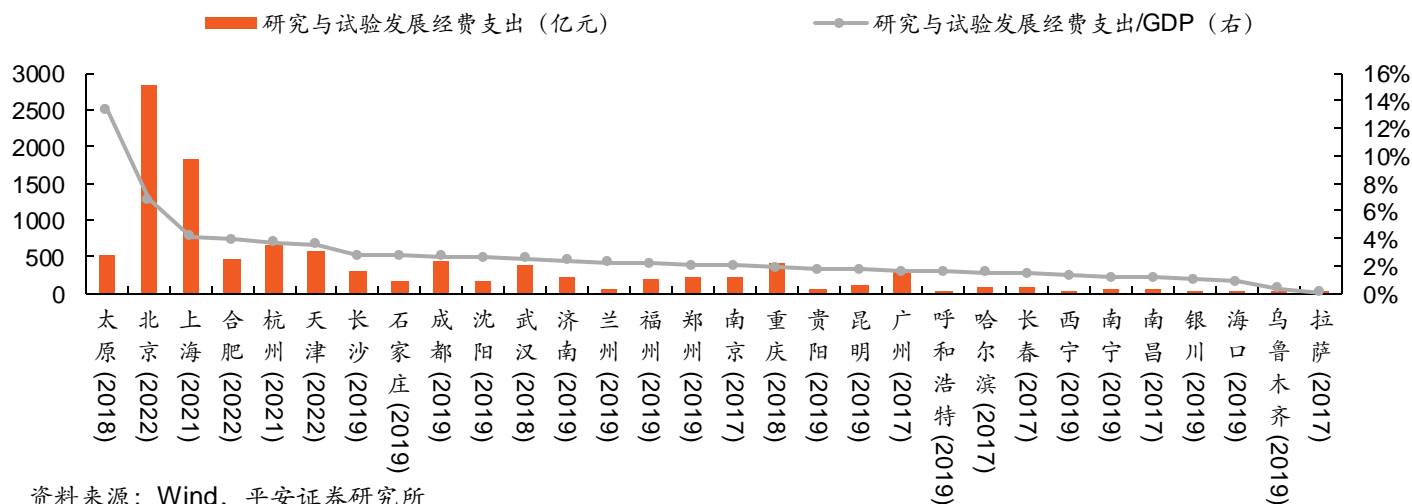


4.2 可循经验|地方政府可复制的四条经验

➤ 总体来看，地方政府可复制的经验主要有四：

- 一是结合产业布局形成国资良性循环。建立“投资建设—运营管理—国资退出—再投资”的良性循环机制，聚焦投资项目的循环衔接，快速形成资本积累，同时紧跟项目投后运作管理，运用金融和资本市场工具及时进退。
- 二是直投项目重点聚焦补链强链延链。顺应产业链发展逻辑“缺什么补什么”，注重龙头项目与上下游产业链的有机结合，通过“链主”企业带动上下游快速形成产业集群。同时需要招投队伍专业决策的信心与一张蓝图绘到底的决心。
- 三是构建多层次全周期基金投资体系。针对不同生命阶段、不同产业精细化构建基金体系与GP方阵，早期项目重在“从无到有”，成长期项目重在“从小到大”，成熟期项目重在“从大到强”，布局一产业一基金、一龙头一基金等。
- 四是要强化科研投入等配套扶持措施。除资金、土地、税收优惠等支持外，地区整体科研创新实力的提升、营商环境的优化等都是培育可持续发展产业集群的充分条件，从更高层次统筹基金回报率、税收、就业、城市长期增长等多维度发展目标。

◎ 省会城市研究与试验发展经费支出及占GDP比重



资料来源：Wind，平安证券研究所

◎ 地方政府可复制的四条经验

结合产业布局形成国资良性循环

直投项目重点聚焦补链强链延链

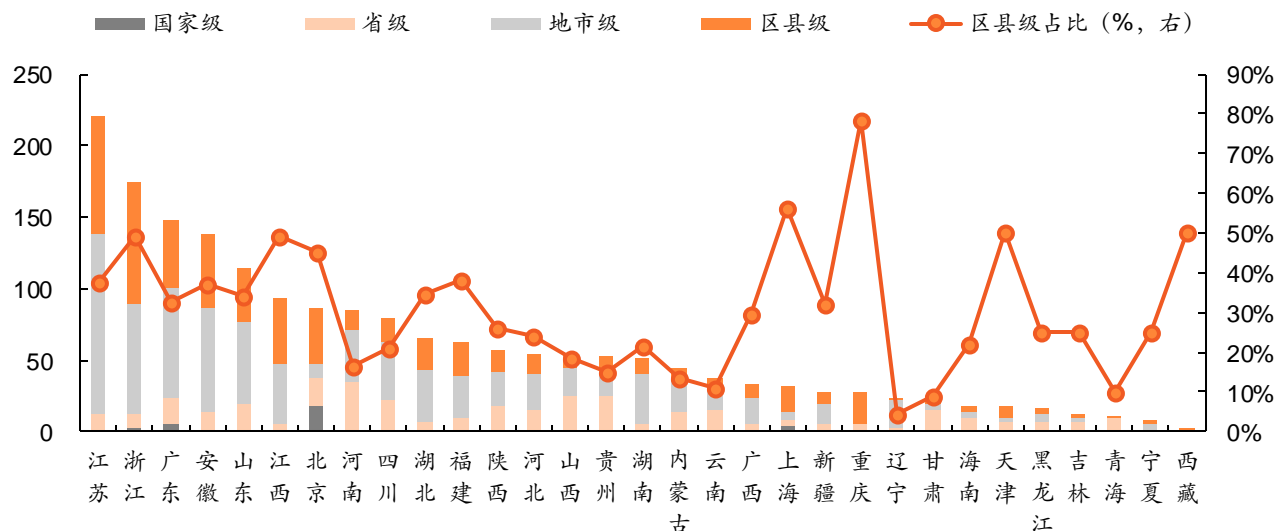
构建多层次全周期基金投资体系

要强化科研投入等配套扶持措施

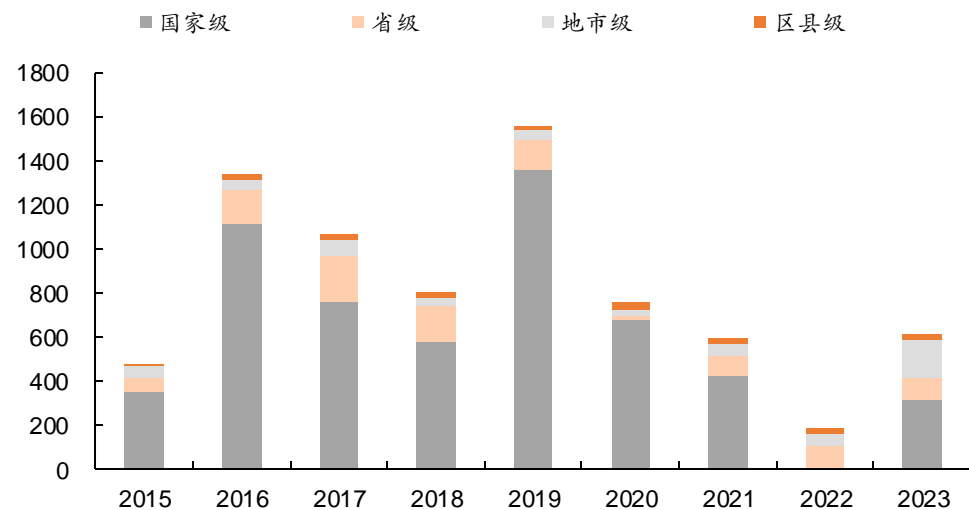
4.3 发展阻滞|区县下沉与同质化竞争

- 当前我国政府引导基金业发展也面临一定阻滞，主要包括区县下沉、同质化竞争、返投痛点、退出不畅四类困境。
 - 第一，引导基金区县下沉与区县承接能力有限的矛盾。如前文所述，2022年以来引导基金向区县级下沉扩展，2023年新成立的区县级引导基金占比过半。一方面，区县级基金规模偏小，议价能力与撬动社会资本和上级财政资金的能力相对不及省、市级基金，2023年新成立的区县级基金平均规模为30.3亿元，较地市级基金的171.0亿元有一定差距。另一方面，部分经济财政实力相对较弱的区县缺乏优势产业，基金虽多但布局分散，难以整合协同，产业带动作用偏弱。
 - 第二，引导基金同质化竞争与因地制宜的矛盾。一是引导基金与区域要素禀赋不匹配，在缺乏相应产业链基础、无法提供配套措施等情形下，无法形成产业集群和自我循环，造成资源浪费，同时无法发挥区域要素比较优势。二是基金功能定位模糊，在借鉴过程中易盲目追求热点产业，国家/省/市/区县级基金项目集中在新能源/半导体/生物医药/智能制造等领域，造成同质化竞争，财政资金过多沉睡在单一行业，且易造成头部公司高估值，以及加速行业产能过剩。

📍 2002-2023年各地区累计成立的各级引导基金数量与区县级占比（只，%）



📍 2023年新成立的区县级基金平均规模为30.3亿元相对较小（亿元）

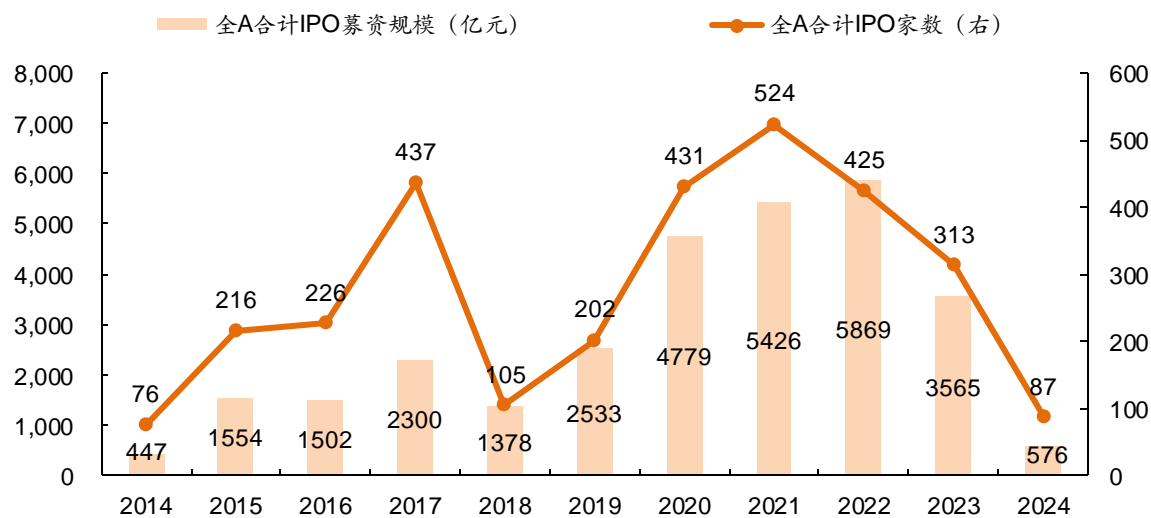


资料来源：Wind，清科私募通，平安证券研究所

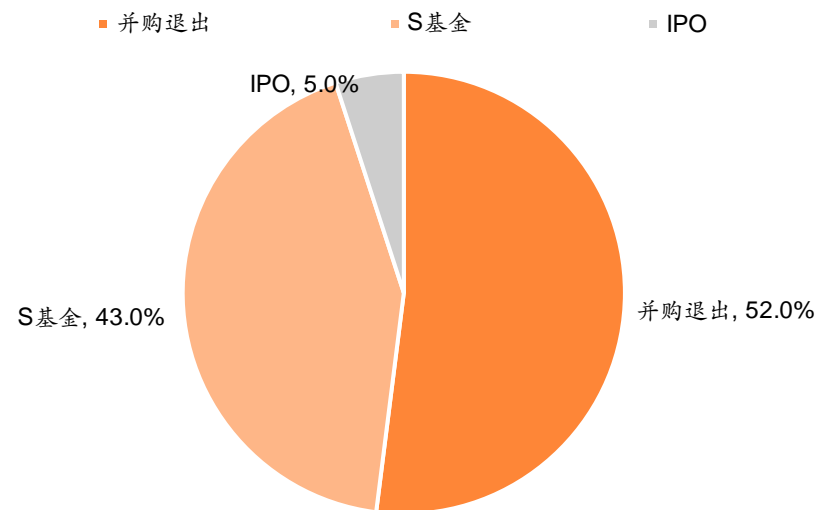
4.3 发展阻滞|返投痛点与退出不畅

- 第三，财政资金的地域性与资本无边界的矛盾。引导基金各方诉求不一，落户企业需要产业链与配套设施；社会LP追求盈利目标，与国资注重资金安全与引导产业发展的目标相悖；GP则具有择地不择优的天然属性。整体来看，各方的主要痛点在于返投问题，对于产业相对薄弱地区，缺乏足够优质项目承担返投任务，而国资直投对地方招投团队专业能力要求较高，因此存在马太效应；而对于产业承接能力强的地区，过多引导基金流入推升项目估值，造成与市场争利以及财政资源浪费，违背扶持薄弱产业的初衷。
- 第四，引导基金集中到期与渠道不畅的矛盾。一方面，如前文所述，我国政府引导基金在2008-2016年井喷发展，而多数基金存续期限为“5+2”或“7+2”，当下为集中退出窗口，而退出渠道对IPO依赖度较高，据证券时报，目前IPO在国内PE/VC机构退出方式中占比超90%，相比之下美国为5%。另一方面，退出不畅致使募资不易，根据清科数据，2024上半年我国股权投资市场新募集基金数量和规模分别为1817只、6229.4亿元，同比分别下降49.2%、22.6%。

2022年以来IPO节奏趋缓



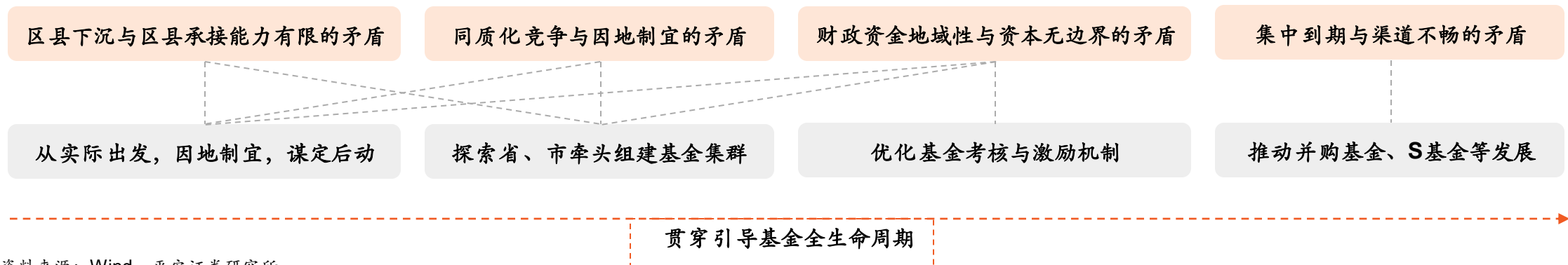
美国PE/VC机构退出方式以并购退出与S基金为主



4.4 破局之道|因地制宜，统一布局，正向激励，畅通退出

- 为应对前述引导基金面临的四类发展阻滞，可从因地制宜，统一布局，正向激励，畅通退出四方面破局。
- **第一，从实际出发，因地制宜，谋定后动。**一是先对地区要素禀赋、产业基础做好摸底。二是推广苏州“一产业一基金”模式，分阶段、分产业构建主题基金群与GP方阵，有针对性地进行引导。三是谋定而后动，在确定因地制宜的产业方向后坚持一张蓝图绘到底，借鉴合肥顺应产业链发展脉络投资布局的经验，形成完备产业链与良性循环。
- **第二，探索省、市牵头组建基金集群。**探索多地联合出资模式，统一布局，有针对性地进行设立地区引导基金或产业基金，减少重复投资，提升投资效率，并带动区县级基金不断丰富经验。
- **第三，优化基金考核与激励机制。**对政府LP完善考核制度，如将促进地区经济发展、增加就业等指标纳入考核、试点推行尽职免责机制、按照基金全生命周期考核等。对社会LP探索多种让利机制，如优化参股比例、股权转让、利润分配、优惠补贴等。对GP设置合理考核目标，设定合理返投比例，重点聚焦能否真正引入产业落地、带动地区就业情况。
- **第四，推动并购基金、S基金等退出渠道发展。**根据“创投十七条”，支持发展并购基金和创业投资二级市场基金，优化私募基金份额转让业务流程和定价机制，推动区域性股权市场与创业投资基金协同发展。推进实物分配股票试点”。

◎ 引导基金面临的四类矛盾与破局之道





风险提示

- 1) 政策落地不及预期。如果推动政府引导基金政策落地节奏不及预期，对投早、投小、投科技的支持可能弱于预期。
- 2) 国内金融监管超预期收紧。倘若国内金融监管超预期收紧，或将影响IPO节奏，并对风投机构退出节奏产生影响。
- 3) 流动性超预期收紧。如果国内货币政策超预期收紧，市场流动性将面临过度收紧的风险。
- 4) 海外资本市场波动加大。如果海外资本市场波动加大，可能会影响全球资金的资产配置，外资流入A股市场的节奏也将受到影响，进而对一级市场运行产生阻滞。

平安证券研究所策略配置研究团队

首席策略分析师

魏伟

WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

证券投资咨询

S1060513060001

A股策略

张亚婕

ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

证券投资咨询

S1060517110001

郝思婧

HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN

证券投资咨询

S1060521070001

蒋炯楠

JIANGJIONGNAN597@PINGAN.COM.CN

一般证券业务

S1060122120026

靳旭媛

JINXUYUAN745@PINGAN.com.cn

一般证券业务

S1060124070018

海外策略

周畅

ZHOUCHANG115@PINGAN.COM.CN

证券投资咨询

S1060522080004

校星

XAOXING407@PINGAN.COM.CN

一般证券业务

S1060123120037

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推 荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中 性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中 性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。