

信用等级公告

联合[2015]398 号

海通开元投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对海通开元投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

海通开元投资有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

海通开元投资有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张开阳 刘克东

二零一五年 八月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

海通开元投资有限公司公开发行 2015 年公司债券 (面向合格投资者) 信用评级报告

本次公司债券信用等级: AA+

公司主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过人民币 20 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2015 年 8 月 27 日

主要财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015. 6
资产总额(亿元)	61.63	68.78	78.44	103.75
所有者权益(亿元)	60.64	67.87	74.26	92.72
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	2.00
全部债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	2.00
营业收入(亿元)	0.58	0.88	1.28	0.78
净利润(亿元)	1.21	2.26	2.45	2.26
EBITDA(亿元)	1.58	2.79	3.34	--
经营性净现金流(亿元)	-1.24	0.90	8.57	--
营业利润率(%)	91.65	92.72	92.91	92.66
净资产收益率(%)	--	3.52	3.45	2.71
资产负债率(%)	1.60	1.32	5.32	10.63
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	2.11
流动比率	23.97	27.89	3.03	2.81
EBITDA 全部债务比	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	53.84	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.08	0.14	0.17	--

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。
②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年一季度数据未经审计, 相关指标未经年化处理。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对海通开元投资有限公司(以下简称“公司”或“海通开元”) 的评级反映了其作为海通证券股份有限公司(以下简称“海通证券”) 旗下唯一专业从事私募股权投资业务的子公司, 在资金规模、品牌优势、业务开拓能力、专业化程度、股东支持和发展前景等方面的显著优势。同时, 联合评级也关注到, 投资行业受外部经济环境影响较大、公司投资收益稳定性较弱、公司盈利较依赖投资收益以及项目投资风险等因素对公司经营可能产生的不利影响。

未来, 随着公司基金管理规模扩大, 相应基金管理费收入的提高, 以及已投项目的退出等, 公司收入规模和盈利能力有望继续保持增长, 综合实力将进一步增强。联合信用对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 股东海通证券是国内规模最大的券商之一, 近年来公司在资金、品牌及业务开拓均获得了海通证券的大力支持。
2. 公司旗下基金存续期一般在8年以上, 其管理费收入具备较好的稳定性。
3. 公司目前负债率很低, 财务弹性好。
4. 公司在投项目中已上市项目投资回报预期较高。

关注

1. 投资行业风险较高, 受外部经济环境和政策影响较大。
2. 公司管理的基金规模不大, 且均处于

投资初期，对公司中短期盈利的贡献有限；直接业务投资收益具有一定被动性；公司盈利较依赖投资收益，稳定性偏弱

2. PE投资风险的不确定性会对公司投资收益造成影响。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与海通开元投资有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与海通开元投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海通开元投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

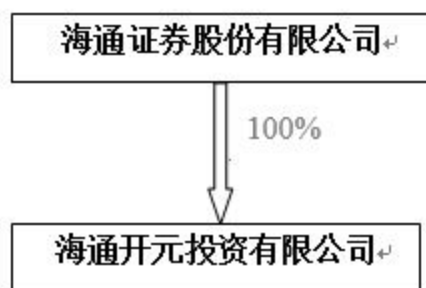
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由海通开元投资有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代海通开元投资有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

海通开元投资有限公司（以下简称“海通开元”或“公司”），是由海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）于 2008 年 10 月成立的从事私募股权投资业务的专业投资管理公司。公司初始注册资本 10.00 亿元，后经海通证券多次增资，截至 2015 年 6 月末，公司注册资本 73.00 亿元，海通证券持有公司 100% 股权，是公司的实际控制人。

图1 截至2015年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：使用自有资金或设立直投资基金，对企业进行股权投资或与股权相关的债权投资，或投资于与股权投资相关的其他投资基金；为客户提供与股权投资相关的投资顾问、投资管理、投资顾问服务；经中国证监会认可开展的其他业务。

公司设有投资管理部、风险控制部和综合管理部三个部门，拥有员工 29 人。

截至 2014 年末，公司合并资产总额为 78.44 亿元，负债总额为 4.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 74.26 亿元。2014 年，公司实现营业收入 1.28 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元；经营活动现金流量净额为 8.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.82 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额为 103.75 亿元，负债总额为 11.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 92.72 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 0.78 亿元，净利润（含少数股东损益）2.26 亿元；经营活动现金流量净额为-0.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.34 亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区广东路 689 号 26 楼 07-12 室；法定代表人：张向阳。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“海通开元投资有限公司公开发行 2015 年公司债券（面向合格投资者）”（以下简称“本次债券”）。本次债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），期限不超过 7 年（含 7 年）；具体期限和品种由公司的主承销商在债券发行前根据有关法律及监管机构的意见和建议、公司资金需求情况和市场情况协商确定。本次债券为面向合格投资者公开发行的固定利率债券，票面金额为人民币 100 元，按面值发行；本次债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平。本次公司债券按年付息、不计复利、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后，用于补充营运资金，拓展公司业务。

三、行业分析

1. 行业概况

私募股权投资（Private Equity, PE）是指通过私募基金对非上市公司进行的权益性投资。在交易实施过程中，PE会附带考虑将来的退出机制，即通过公司首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（M&A）或管理层回购（MBO）等方式退出获利。简单地讲，PE投资就是PE投资者寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。

从募集资金角度，2006~2008年，中国私募股权投资市场募资总额快速发展，特别是2008年达到阶段峰值。而之后受金融危机影响，2009年私募股权投资市场出现了整体回调，全年新募基金数和募资金额双双出现回落。2009年之后，在创业板和四万亿政策的推动下，私募股权投资基金新募基金数和募资金额双双恢复增长态势，但单个基金募资规模不断走低。

2012年随着IPO自查和核查运动展开，IPO事实已暂停，全年私募股权投资基金新募金额再次回落，但新募基金数量继续扩大。2012年共有369支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，但募集金额较2011年有较大回落，369支新募基金中有359支披露金额，共计募集253.13亿美元。

2013年继续受IPO暂停，私募股权投资基金数量出现回落，但在房地产融资政策收紧的环境下，私募募集资金投资房地产的热潮有所回升，单支基金募资金额大幅提高。2013年共有349支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，其中披露金额的339支基金共计募集345.06亿美元，募集数量同比下降5.4%，募资金额同比增长36.3%，募集市场复苏迹象较为明显。

2014年随着融资政策的放宽、IPO开闸、新三板扩容，私募股权投资基金迎来爆发式增长，新募基金数和募集资金双双创出历史新高。2014年共有448支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，募集数量同比大幅增长28.37%；448支新募基金中有423支披露金额，共计募集631.29亿美元，披露募资总金额同比增长82.95%。

图2 2006-2014年我国私募股权投资新增基金数量和资金募资总量情况（单位：支，美元）



资料来源：清科研究所

从新募基金类型分析，成长型基金占比较大。2013年的349支新基金中，成长基金的数量与金额均占一半左右，占比数量较往年有所下降，共计新增基金181支，披露募资金额的172支共计募集188.07亿美元；房地产基金共计新增132支，披露金额的131支共计到位106.67亿美元；新增

并购基金19支，募集资金25.07亿美元；新增夹层基金6支，新增过桥基金1支以及以PIPE（投资上市公司）基金、基建基金为主的其他类型基金10支。2014年新募的448支基金中，成长基金的数量和募集金额，已超过一半，占比数量较上年有所上升，共计新增基金235支，披露募集金额的216支基金共计募集386.17亿美元；房地产基金的数量和金额较上年有所减少，共计新增基金126支，披露金额的121支基金共计募集104.39亿美元；新增并购基金完成募集68支，到位资金共计66.50亿美元，其中上市公司合作基金比例较大；新增基础设施基金10支，披露金额的9支基金共计募集50.27亿美元，成为本年异军突进的基金类型。

从基金币种来看，人民币基金总量上依旧优势明显，外币基金在单支平均规模上仍大幅超越人民币基金。2013年新募基金包括人民币基金322支，其中披露金额的313支募资总额为233.26亿美元；外币基金新增27支，披露金额的26支共计到位111.80亿美元。2014年新增募集基金包括人民币基金409支，其中披露金额的385支基金共计募集总额为483.04亿美元；外币基金39支，其中披露金额的38支基金共募集到位148.25亿美元。

从投资市场情况上来看，近年来中国私募股权市场投资活跃度大幅回升。2013年中国私募股权市场共发生投资案例660起，与2012年同期相比减少2.9%，其中披露金额的602起案例涉及交易金额244.83亿美元，同比增长23.7%。2014年中国私募股权投资市场共发生投资案例943起，较上年增长42.88%，其中披露金额的847起投资案例涉及交易金额537.57亿美元，同比增长119.57%，数量和金额均创历史新高，主要受益于新一轮国企混改、境内外并购市场的火爆、上市公司资本运作的活跃及生物医药、移动互联网等新兴投资领域热潮的到来等。

从投资交易策略上看，2013年成长资本为最主要的投资策略，全年成长资本、PIPE、房地产投资三种策略占据全部策略类型的95.0%以上。其中，成长资本431起、房地产投资105起、PIPE投资94起、披露金额的投资交易分别有384起、100起、92起，涉及金额126.12亿美元、63.39亿美元、45.63亿美元。2013年还发生并购投资14起，夹层资本7起、过桥投资2起。2014年成长资本依然是最主要的类型，发生投资751起案例，披露金额的662起投资案例共投资345.57亿美元；PIPE替代房地产投资成为第二的投资类型，披露金额的115起投资案例共投资99.05亿美元，以江苏瑞华控股、天堂硅谷、温氏投资等为代表的VC/PE机构积极参与二级市场定增为主；房地产的投资案例数数量较上年下滑明显，但投资总金额实现增长。

从投资行业分布上看，2013年，私募股权投资机构所投行业分布在23个一级行业中，房地产行业为最热门行业，共计发生投资交易105起，是唯一投资数量超过三位数的行业。生物技术/医疗健康、互联网、电信及增值业务、清洁技术等战略新兴产业为热门投资行业第二梯队，所获投资数量均超过40起。农/林/牧/渔、机械制造、能源及矿产、化工原料及加工等传统行业紧随其后，投资数量均在25起以上。2014年，私募股权投资机构所投行业分布在23个一级行业中，互联网取代房地产成为投资案例最热门的行业，共计发生投资案例145起，披露金额的129起共计投资40.84亿美元；其次是房地产行业，共计发生投资案例106起，披露金额的99起共计投资94.97亿美元；生物技术/医疗健康、机械制造、电信及增值、IT及娱乐传媒行业的紧随其后的投资案例数量相对集中，其他行业的投资案例数均低于50起。从投资金额看，房地产、能源及矿产、连锁及零售、金融、互联网仍是投资金额前五大行业。

表1 2014年中国私募股权市场主要行业投资分布（单位：亿美元）

行业	投资金额	交易笔数
房地产	94.96	106
能源及矿产	78.31	30
连锁及零售	66.56	23

金融	43.02	47
互联网	40.84	145
电信及增值业务	31.63	64
食品饮料	23.02	21
电子及光电设备	21.58	34
农林牧渔	18.16	34
生物技术/医疗健康	15.21	81

资料来源：清科研究所

从投资地域来看，2013年全国共有32个省市区获得投资，其中，北京、上海、江苏、广东、浙江是获得投资数量最多的地区。投资金额方面，内蒙古、重庆、云南等中西部地区所获投资增长较快。2014年全国共有30个省市区获得投资，较上年减少2个，其中，北京、上海、江苏、广东、浙江是获得投资数量最多的地区。从投资活跃度看，北京仍是传统的资本活跃地域，四川、陕西的投资活跃度也较为活跃，成为西南和西部地区的领头羊。

从退出方式来看，2014年上半年IPO开闸几经风波，最终得以重启，IPO重启对私募退出市场带来重大利好。2014年，私募基金退出共有386笔，其退出方式较上年更为多元化。IPO仍为主要的退出渠道，共退出165笔，占整个退出方式的42.75%，较上年有所下降；股权转让和并购为第二、三大退出方式，分别退出76笔和68笔，分别占整个退出方式的19.69%和17.62%。其中IPO退出方式中，香港主板最多，其次是上交所、创业板、纳斯达克、中小板和纽交所。从回报水平来看，纳斯达克与上交所的回报水平优势明显。

总体看，近年来，中国私募股权市场投资活跃度大幅回升、募集基金数量和募资总额快速增加。

2. 竞争格局

国内PE市场可分为外资PE和内资PE，而内资PE又因主导者不同而分为券商直投、产业基金和民营资本。这四大力量为国内PE竞争市场的主要代表。其中民营资本和产业基金由于机制更加活跃，目前处于优势地位。

外资PE的优势在于雄厚的资本实力和投管退三个环节多年积累的经验和能力。然而外资PE在中国市场上发展主要受到外汇管制、产业限制等几大限制。种种障碍限制了外资PE在中国的竞争力，使得外资PE处于较为不利的地位，尤其是在争取项目资源的方面。内资PE中的券商直投机构具有两大特点：一是资金实力雄厚，二是具有退出通道优势，正因为这两个特点，使得券商直投目前将主要投资领域锁定在PRE-IPO上；产业基金是另一大类PE机构，主要锁定某个或某几个行业进行投资，这类基金资金实力较大，往往在某些行业或某些地区具有资深行业背景及政府关系，在项目获取上有较大优势；民营资本是国内PE的主要类型，资金实力参差不齐，总体较小，但在搜寻项目和抢夺项目等前端能力上比较强。

总体看，以券商直投和产业基金为代表的内资PE因资金实力雄厚等因素具有较强的竞争优势。

3. 行业政策

在设立及运营方面，合伙制基金设立和运行适用的主要法律是《中华人民共和国合伙企业法》，公司制私募股权基金的设立和运营遵守《公司法》关于有限责任公司或股份公司的设立和运营规则。

在备案管理方面，在证监会成为私募股权投资行业的主管部门后，中国证券投资基金协会于2014年1月根据中国证监会的授权，发布了《关于发布〈私募股权投资基金管理人登记和基金备

案办法（试行）》的通知》，该通知是中国证监会发布的具体监管政策文件。

在募集管理方面，根据《国家发展改革委办公厅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》以及《国家发展改革委办公厅关于促进股权投资企业规范发展的通知》规定，股权投资企业的资本只能以私募方式向具有风险识别和承受能力的特定对象募集。

在投资管理方面，根据《国家发展改革委办公厅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》，股权投资企业的投资领域限于非公开交易的企业股权，投资过程中的闲置资金只能存放于银行或用于购买国债等固定收益类投资产品，投资方向应当符合国家产业政策、投资政策和宏观调控政策。

总体看，由证监会、发改委等部门发布的一系列相关文件，指导和规范了私募股权投资行业的发展。

4. 行业关注

宏观环境及相关行业波动的风险

产业基金投资行业与国家宏观经济形势及相关行业发展态势密切相关，国家宏观经济及相关行业形势在一定程度上会影响被投资公司和产业基金投资公司的生存发展环境。宏观经济增速放缓或相关行业发展态势低迷可能导致被投资公司盈利能力下降、私募股权投资基金估值下降，从而导致公允价值变动损失，影响行业内企业的盈利能力。

市场竞争加剧带来的风险

较高的投资回报率使得越来越多的机构和个人拟进入股权投资行业，行业内竞争日益激烈。同时，激烈的竞争可能导致的投资决策时间缩短将加大投资风险。此外，我国经济的快速发展，不仅加速了本土股权投资行业的发展，同时也吸引了外资投资机构大举进入并进一步加深参与程度。外资投资机构所具备雄厚的资金实力、丰富的管理经验、广泛的国际营销网络、先进的技术和有效的激励手段，可能会进一步加剧国内股权投资行业的竞争，从而对行业内企业的盈利能力造成一定不利影响。

股权投资项目退出的风险

股权投资面临外部环境和内在收益的不确定性，从而导致项目退出的风险。由于政策和经济形势等外部环境的不确定性，以及国内多层次资本市场体系建设有待进一步完善，不能保证以合适的投资渠道高效退出投资项目。同时，股权投资内在收益的不确定性，使得投资退出的最佳时机难以准确预测。此外，退出困难和资金沉淀有可能影响行业内企业的盈利情况及市场形象，不利于其管理私募基金规模的进一步扩大。

总体看，股权投资行业面临宏观经济变化、市场竞争加剧以及投资项目不确定等风险。

5. 未来发展

国内外统计数据表明，PE诞生三十余年来，其投资业绩远高于股票二级市场，未来，资本的逐利性将进一步促进资本涌入PE行业，为该行业带来持续的发展动力。

当前，中国股权投资行业仍处在发展的黄金时期，环境因素、政策因素、市场因素、投融资供求因素等都为行业发展提供了有利的条件。国家对股权投资的管理、扶持与发展政策日益完善，经过修订的《证券法》、《公司法》、《合伙企业法》等为股权投资机构的设立、管理、运作提供了必要的法律依据；2010年国务院颁布的“国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见”（共36条，简称“新36条”）扩大了民间投资的领域和范围，《国务院关于促进企业兼并重组的意见》明确鼓励各类投资基金参与企业的兼并重组。中央政府提出七大新兴产业将带来众多投资机

会。国内外企业兼并和重组的浪潮带来了市场机会，吸引社会资金流向PE行业，这无疑为股权投资提供了持续的动力与发展的空间。2013年11月15日，十八届三中全会指出要深化经济体制改革、积极发展混合所有制经济、推动国有企业改革、完善现有的金融市场体系等一系列制度，随着中国经济市场化的不断深入，PE行业的投资空间将不断扩大。

总体看，未来，随着中国经济的发展及改革的不断深入，PE行业将迎来发展机遇期。

6. 公司主投行业概况

公司主要投资行业较为集中在新闻和出版业、互联网科技、媒体和通信行业（TMT 行业）和金融服务业。

新闻和出版业

“十二五”期间，新闻和出版业规模迅速壮大。据国家新闻出版广电总局数据，2013 年，全国出版、印刷和发行的服务实现营收 18,246 亿元，比 2010 年增长 47.4%；出版图书 44.4 万种，比 2010 年增长了 35.4%；人均图书拥有量达到 6.11 册，比 2010 年增长了 14.6%；出版报纸 482.4 亿份，出版期刊 32.7 亿册。特别是数字出版营收，在 2013 年达到 2,540.4 亿元，增长了 140%；2014 年，整个新闻出版行业的营收大概在两万亿左右，比 2013 年增长近 10%。

近年来，国家财政对新闻和出版业加大投入力度。据国家新闻出版广电总局数据，2008 年到 2014 年，文化产业发展专项资金一共安排了 192 亿元，支持了文化产业项目 3300 多个；其中支持新闻出版业 75.4 亿元，占了资金总量的将近 40%；支持新闻出版业项目数量 1100 多个，占到项目总量的 30%多。

随着移动互联网和移动数字终端技术发展取得突破，出版业数字化掀起了新一轮高潮。新媒体和新传媒商业模式正在发育成熟，传统出版与新型出版融合初见成效。

推动融合发展是出版业未来的发展方向。2015 年 3 月，国家新闻出版广电总局和财政部联合印发了《传统出版和新兴出版融合发展的指导意见》，此项规定进一步助推了传统和新型出版的融合。此外，大批出版物的出版传播对装备制造业、消费品工业、建筑业、信息业、旅游业、农业和体育产业等各行各业都产生一定的促进作用，出版业与经济的融合更加紧密，出版产业链将进一步延伸；中国出版业融入全球出版业的步伐正在加快，国内出版市场与国际出版市场进一步接轨。

总体看，新闻和出版业近年得到了国家的大力支持，移动互联时代下数字出版业务增长迅速。未来传统出版与新型出版将进一步融合，出版产业链将进一步延伸，出版市场也将进一步与国际接轨。

互联网科技、媒体和通信行业（TMT 行业）

随着国内经济逐渐转型进入“新常态”，未来经济转向创新驱动，以 TMT 为代表的新兴产业将迎来黄金机遇期。

近年来，互联网和移动互联网得到进一步发展，云端一体化和垂直互联网将是未来的发展趋势。国内电子产业市场集中度的提高和自主创新力的增强为 TMT 行业的发展提供了硬件基础；未来以智能穿戴设备、云计算、车联网和移动医疗等为主的物联网创新型延伸产业将引领新的浪潮。

政策方面，2015 年 3 月“互联网+”首次现身政府工作报告，意味着政府互联网思维的转变，将大力培育扶持更多的新兴产业和新兴业态，以 TMT 为代表的新兴产业将成为中国经济转型的中坚力量。

TMT 行业投资方面，据普华永道发布的中国 TMT 行业报告显示，2014 年全年，私募和创投

在中国 TMT 行业的投资总额高达 159 亿美元，投资总量为 1241 笔，同比增长 47%，创历史新高。

总体看，在互联网时代背景以及国内经济转型背景下，随着政府一系列鼓励创业、激励创新的相关政策出台，TMT 行业将进入高速发展阶段。

金融服务业

金融服务业包括银行、证券、保险、信托、基金等行业。

国内银行业经过十多年的发展，大型商业银行总资产和总负债占全部金融机构的比重均有大幅度降低，股份制商业银行和城市商业银行发展迅速，进一步动摇了大型商业银行的市场垄断地位。国内银行依然以信贷业务息差作为主要收入来源，2014 年以来由于国内宏观环境不景气，企业生存状况艰难，贷款需求意愿下降，银行业盈利下降，整体行业景气指数下滑。2015 年 7 月，随着交通银行全资子公司交银国际控股有限公司受让华英证券有限责任公司 33.3% 股权，交通银行借此获得证券牌照，银行混业经营将全面到来。在实现业务和资产多元化的同时，在混业经营下银行的风险管理能力也将面临新的考验。

随着国内股市 2014 年下半年以来全面复苏，证券行业业绩得到显著提升；2015 年上市券商中期利润预期同比增长 300%。随着股市近期剧烈震荡，国内经济形势下行，证券行业未来依旧充满不确定性。但证券市场制度的完善、衍生品的市场的开放，加之深港通等创新的实质化，依旧可以为券商带来实质利好。同时互联网金融的深化也为券商在业务上提供了更广阔的发展空间。

总体看，银行、证券等金融服务行业处于调整转型和不断创新发展中，以互联网金融为契机将得到进一步发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 2008 年 10 月，是海通证券全资子公司和开展私募股权投资业务的投资管理平台，是中国证监会批准的第二批券商直投业务试点单位，在 2011 年中国区优秀投行的评选中，被评为“中国区优秀券商直投”。

2010 年，在上海证券报主办的首届“金融资”评选中，公司获得“卓越投资机构奖”。2010 年，在 21 世纪经济报道举办的创新资本领袖评选中，公司获得“2010 年券商最佳直投奖”。2011 年，在证券时报评选的年度中国区优秀投行获奖榜单中，公司获得“优秀券商直投奖”。2013 年公司荣获清科集团评选的“中国券商直投公司 5 强”及投中集团评选的“中国最佳成长私募股权投资机构”奖项。2014 年，公司在清科集团评选的“2014 年中国私募股权投资机构 50 强（本土）”排名中位列第 13 名。此外，公司还是中国证券业协会直接投资专业委员会主任委员单位。

表 2 2014 年中国私募股权投资机构 20 强（本土）

排名	机构名称	排名	机构名称
1	鼎晖投资基金管理公司	11	渤海产业投资基金管理有限公司
2	腾讯产业共赢基金	12	硅谷天堂资产管理集团股份有限公司
3	上海云锋投资管理有限公司	13	海通开元投资有限公司
4	复星资本	14	上海力鼎投资管理有限公司
5	中信产业投资基金管理有限公司	15	苏州国发高新创业投资管理有限公司

6	昆吾九鼎投资管理有限公司	16	金石投资有限公司
7	国开金融有限责任公司	17	建银国际（控股）有限公司
8	中国投资有限责任公司	18	江苏瑞华投资控股集团有限公司
9	阿里资本	19	北京国有资本经营管理中心
10	弘毅投资（北京）有限公司	20	嘉实资本管理有限公司

数据来源：清科集团。

资金方面，截至 2015 年 6 月末，公司注册资本为人民币 73.00 亿元，全部为股东海通证券货币资金出资。较为丰厚的资金，使得公司在直接股权投资方面所受的资金限制较少。

项目来源方面，除公司投资团队通过各渠道挖掘潜在的投资机会外，公司股东海通证券凭借广泛的营业网点以及与多个省级地方政府开展的深度业务合作，对公司提供了有力支持。

基金募集方面，公司现有发起设立的基金，都有各地政府资金参与，其中，吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司由海通开元和吉林省投资公司共同发起设立，基金规模 8.00 亿元，公司和吉林省投资公司各投资 3.00 亿元；西安航天新能源基金有限公司主要是由公司和西安国家民用航天产业基地管委会直属投资机构西安航天基地创新投资有限公司共同发起设立，基金规模 10.00 亿元，公司出资 3.70 亿元，西安航投出资 3.70 亿元，陕西省创业投资引导基金管理中心出资 0.50 亿元；上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）是公司和上海东方传媒集团有限公司、上海新华传媒股份有限公司、文汇新民联合报业集团等上海国有企业发起设立的股权投资基金，上海文广传媒集团、上海强生集团等上海国有大中型企业出资 6.20 亿元，占基金总出资的 35.27%；辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司是由公司和辽宁省大型国有企业辽宁能源投资（集团）有限责任公司共同发起设立的，公司出资 5.10 亿元，占总出资的 51.00%。

投资方向方面，公司主要投向医疗健康产业、新能源、TMT、快速消费品、文化传媒等行业。公司按行业成立了 4 个投资团队，每个团队成员 3~4 人；投资团队的负责人由具备本行业投资经验的资深投资经理担任。

总体看，公司依托股东海通证券的有力支持，拥有较强的资本实力和较好项目资源，同时，公司获得了较多奖项，得到了业界认可。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司高管人员合计 4 人，其中，董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 1 人，投资总监 1 人。

公司董事长张向阳先生，1965 年 9 月出生，本科学历。历任交通银行太原分行副总经理、海通证券太原营业部总经理、海通证券综合业务管理总部总经理、海通证券风险管理总部总经理、海通开元总经理，2012 年 11 月至今，张向阳先生任海通开元董事长兼海通创新资本管理有限公司董事长。

公司总经理汪异明先生，50 岁，博士学历。历任国家国有资产管理局科研所主任、国家审计署办公厅副处长、海通证券研究所副所长、海通证券客户服务中心副总经理、海通证券研究所所长。2012 年 11 月至今，任公司总经理。

截至 2014 年底，公司共有在职人员 29 人，从教育背景来看，大专学历人员 1 人，本科学历人员 1 人，研究生学历人员 26 人，博士学历人员 1 人；从年龄构成来看，30 岁以下人员 5 人，30~50 岁人员 23 人，50 岁以上人员 1 人；公司人员教育背景良好，公司主要业务人员大多拥有交叉学科背景，并在私募股权、投资银行、收购兼并、财务管理和风险控制等方面拥有较丰富的

工作经验。

总体看，公司高管人员具有丰富的金融从业经验，可为公司发展提供一定的支持；主要业务人员教育背景良好，且拥有较丰富的工作经验，可以满足公司的业务运作的需要，但随着公司业务扩张，公司现有人员（包含高管人员）储备有待加强。

3. 股东背景

公司是海通证券旗下的全资子公司。海通证券是国内规模最大的证券公司之一，已在 A 股和 H 股上市，自 2007 年以来，海通证券总资产和净资产一直位居国内证券行业第二位。海通证券在国内外设有 230 家营业部，拥有 460 万零售客户和超过 1.2 万机构客户及高端客户。截至 2013 年底，海通证券作为主承销商为 271 家企业提供股权融资服务；2005 年股权分置改革以来，投资银行部累计完成股权分置改革项目 135 家，市场占有率约 10%，行业排名第一。截至 2014 年末，海通证券合并资产总额为 3,526.22 亿元，负债总额为 2,803.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）722.64 亿元。2014 年，海通实现营业收入 179.78 亿元，净利润（含少数股东损益）81.19 亿元；经营活动现金流量净额为 87.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 421.31 亿元。

自公司成立以来，海通证券持续为公司增资 63 亿元。截至目前，公司注册资本 73 亿元，海通证券对公司的资金支持力度较大。

总体看，公司股东海通证券为国内规模最大的证券公司之一，对公司资金和项目来源支持力度较大。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司不设股东会，海通证券为公司的唯一股东，行使股东职权，海通证券从事投资银行业务的管理人员和专业人员不得担任公司的董事或监事。

公司设董事会，向股东负责，由 5 名董事组成，董事由股东任命，设董事长 1 人，为公司法定代表人。董事会是公司的决策机构，根据公司章程及出资者授权行使职权，决定公司重大事项；并对投资额超过 8,000 万元人民币的单一投资项目进行审批。

公司不设监事会，设监事 1 名，公司高级管理人员不得兼任监事。监事向公司股东负责，对公司的经营和财务状况以及董事、总经理或其他高级管理人员履行职务的情况进行监督。

公司设总经理 1 名，负责公司的日常经营管理工作，总理由股东提名，董事会聘任。

整体看，公司治理结构简洁、高效，内部决策流程符合公司主营业务特点。

2. 管理体制

公司根据自身业务特点制定了一系列管理制度，具体涵盖财务管理、风险评价与控制、资金管理、投资业务管理等方面。

投资业务管理方面，公司形成了以管理制度为基础、以流程控制为主线的投资业务管理体系。管理制度方面，公司制定了《业务流程细化工作流程》、《可投资细化工作指引》、《投资决策委员会工作细则》等一系列制度；流程控制方面，包括项目初选、立项、尽职调查、交易谈判、投资答辩、投资决策委员会讨论、投资项目管理等环节。项目立项后，由总经理安排内审经理配合投资经理开展投资项目的尽职调查工作。项目投资后，由项目小组负责全面的投后管理，并每半年向公司汇报投资项目的运作情况。公司投资决策委员会（以下简称“投决会”）共有 4 名成员，

分别为董事长、总经理、投资总监和副总经理，投决会实行全票通过制度。投决会负责制订公司投资策略、研究股权投资项目并做出投资决策，对于投资金额在 8,000 万以下的投资项目，由投决会决策。投资决策时，投决会委员及相关投资团队人员等需按公司规定比例缴纳投资风险金。

风险评价与控制方面，公司制定了《风险评价与控制措施》、《财务尽职调查汇报内容提纲》、《合规承诺书》等风险控制制度，并由风险控制部负责公司的风险管理。公司的风险控制包括自身的日常运营和投资业务两方面。业务风险控制方面，风险控制部门对投资业务流程中各个环节的风险均进行把控，此外，公司投资的大部分项目与被投资方签了对赌协议，为公司的风险控制提供了良好的补充。对于已投资项目，投资团队每季度召开投资项目审查会，对所投资项目进行审查，及时发现项目潜在风险并做出相应处理。公司对单一企业的投资额度不得高于公司净资产的 20%，对单一行业的投资额度不得高于公司净资产的 30%，超出该比例限制时，需投决会报董事会审批。如项目发生风险，应及时进行重新评估。如项目已不具备投资价值，则根据投资协议等法律文件中的相关条款做出处理，尽可能降低投资损失。公司风险管理和控制委员会由合规总监、海通证券相关部门指定人员和外聘专家组成，负责制定风险控制与管理的相关制度，检查和监督各项制度执行情况，评估运营风险定期向董事会汇报。

资金管理方面，公司依据“集中管理、统一调配”的原则进行资金管理，公司对外直接股权投资使用资金时，需提供资金缘由的支撑材料，包括签署的合同协议及相关批文等，并且除完成公司规定的相关审批程序外，无论金额大小，均需由总经理和董事长同时批准。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度，对财务信息管理、资金管理、资产管理、会计核算、预算管理、收益及分配管理等做了明确规定，公司财务管理制度较为完善。

整体来看，公司依据自身业务特点，制定了较为匹配的管理制度，投资管理和风险控制制度较为完善，基本可以满足公司日常经营需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司为创业投资企业，主要从事投资管理、投资咨询及股权投资业务，盈利主要来自于基金管理费和投资收益，由于公司管理的基金尚未进入退出期，故暂无基金收益分成。

表 3 2012~2015 年 6 月公司主要业务收入（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
基金管理费	5,776.90	8,763.46	12,814.74	7,790.82
投资收益	13,139.89	26,286.00	29,338.40	29,338.40
合计	18,916.90	35,049.46	42,153.14	37,129.22

数据来源：公司提供

2012~2014 年，公司主要业务收入规模快速增长，年均复合增长率为 49.28%，2014 年主要业务收入达到 4.22 亿元。随着公司基金管理规模的逐步扩大，公司基金管理费随之增长，近三年的年均复合增长率为 48.94%，2014 年为 1.28 亿元；公司旗下基金存续期均在 8 年以上，可在一定程度上保证公司管理费收入的稳定性。近三年投资收益是公司最主要的收入来源（占比在 70% 左右），主要来自退出投资项目（包括上市解禁项目和股权转让项目）和前期购买理财产品取得的收益。公司投资收益近三年复合增长 49.42%；2013 年得益于长期股权投资收益的大幅增长，投资收益同比增长 100.05%；2014 年同比增长 11.61%至 2.93 亿元。

2015 年 1~6 月，公司主要业务规模收入规模为 3.71 亿元，其中基金管理费 0.78 亿元，投资收益 2.91 亿元。

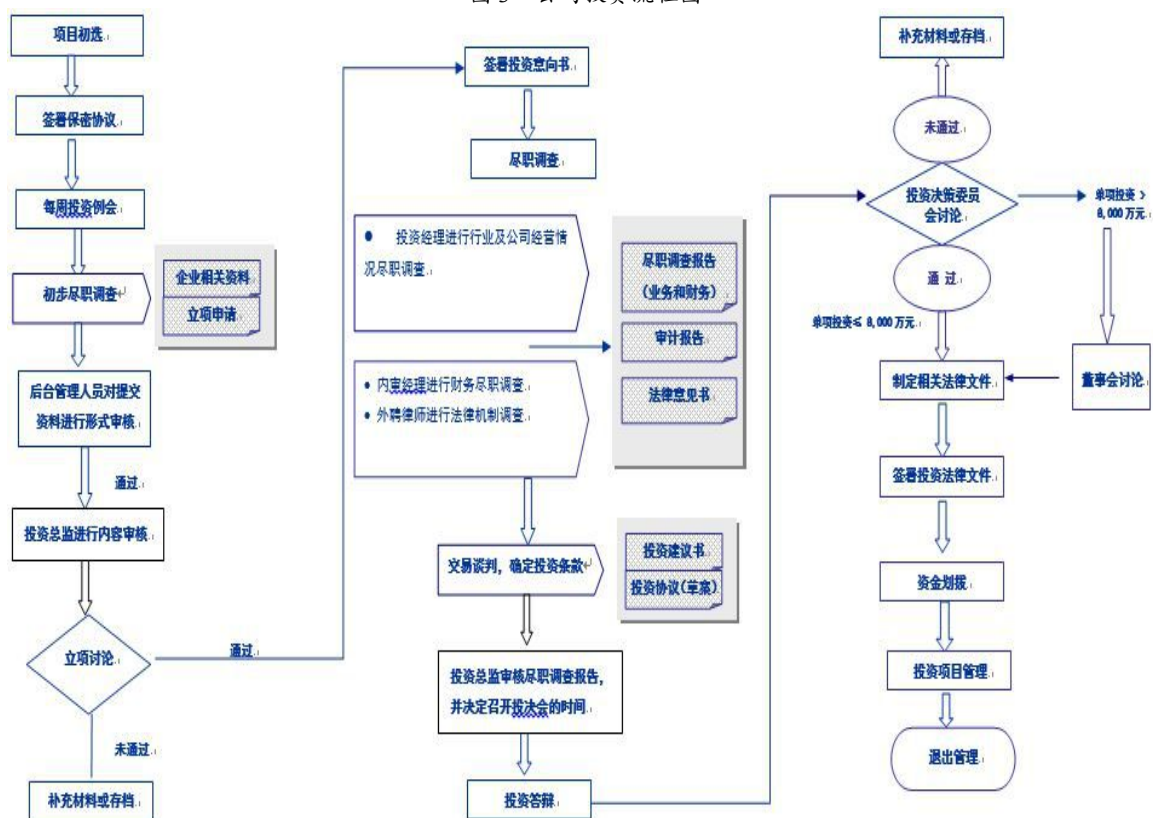
总体看，基金管理费和投资收益是公司较为稳定的收入来源；随着公司基金管理规模的不断扩大和直接投资项目的不断退出，公司总收入有望不断增长。

2. 投资策略及业务模式

公司坚持“价值发现和价值实现”的投资理念，依托对资本市场运作规律的理解、多元化的项目开发渠道及专业的投资管理团队，发掘经济增长中的各类投资机会。公司目前的投资阶段主要集中于成长期、PRE-IPO 阶段；重点关注具有高成长潜力、拥有核心竞争价值、核心团队诚信记录良好的企业。公司应收款项类投资占资产比重较大，公司投资策略相对稳健。

投资流程方面，项目经过初步尽职调查、后台资料审核和投资总监审核后立项讨论，通过后签署投资意向书，项目组开展尽职调查。其中投资经理负责行业及公司经营状况调查，内审经理负责财务调查，外聘律师负责法律机制调查。尽职调查结束后敲定投资条款，经投资总监审核后由投资决策委员会进行讨论；其中单项投资不高于 8,000 万元的项目可由投决会决策，单项投资高于 8,000 万元的项目还需经过董事会讨论决策。投决会（及董事会）通过后，签署投资法律文件，划拨资金，进行项目投后管理直至退出。

图 3 公司投资流程图



数据来源：公司提供

3. 基金投资

公司主要从事两类业务：利用自有资金进行直接股权投资和通过设立基金进行投资并管理基金。

对于设立投资基金的投资模式，公司主要以“基金+管理公司”的方式运作。操作流程一般为“基金募集—项目投资—项目退出—基金清算”。公司通过控股基金管理公司从事基金管理工作，基金管理公司与公司本部独立运作，拥有独立的业务部门及投决会，公司以投决会委员的身份参与基金公司的投资决策，基金的 LP（有限合伙人）拥有一票否决权。基金的盈利主要来自：

（1）手续费及佣金净收入，按照实际到账基金规模 2%/年的标准收取管理费；（2）基金收益分成，即根据基金合伙协议，基金管理公司在基金收益率超过一定水平时收取的业绩提成，具体提成比例为：当基金的年化收益率超过合伙协议约定比例时，基金管理人收取基金总收益的 20%作为报酬；（3）投资收益，公司按其出资比例获取基金投资收益。

2011 年以来，公司基金管理规模呈快速增长态势，2012~2014 年，分别为 35.59 亿元、45.59 亿元和 80.14 亿元。近三年，公司管理基金新增投资额分别为 5.61 亿元、5.20 亿元和 22.92 亿元。截至 2014 年末，公司共管理 9 支基金，总规模为 80.14 亿元，累计投资项目 77 个，累计投资金额为 39.91 亿元。截至 2015 年 6 月末，公司共管理 9 支基金，总规模为 84.93 亿元，累计投资项目 96 个，累计投资金额为 53.74 亿元。

表 4 2012 以来公司基金管理情况（单位：亿元，个）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
基金管理规模	35.59	45.59	80.14	84.93
基金数量	3	4	9	9
投资项目数量	33	43	77	96
累计投资金额	11.80	16.99	39.91	53.74
新增投资金额	5.61	5.20	22.92	13.83

数据来源：公司提供

从行业分布来看，2014 年底，公司在投项目主要分布于新闻和出版业、互联网和相关服务和化学原料及化学制品制造业等行业。截至 2014 年末，基金对新闻和出版业的投资规模为 7.56 亿元，占基金总投资额的 18.94%；共投资 4 家企业，平均对每个企业的投资规模为 1.89 亿元，对单个企业的投资规模相对偏高。基金对互联网和相关服务行业的投资规模为 7.49 亿元，占基金总投资额的 18.78%；共投资 16 家企业，投资较为分散。基金对化学原料及化学制品制造业的投资规模为 5.37 亿元，占基金总投资额的 13.47%；共投资 5 家企业。此外，公司旗下基金还投资于金属制品、汽车配件、高铁配套制造业、现代农业、渔业以及软件和信息技术服务业等行业。2015 年 1~6 月，公司新增投资主要集中在互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业和化学原料及化学制品制造业。互联网和相关服务业投资增加 9 家企业，投资规模增长至 9.18 亿元，占基金总投资额的 17.09%；软件和信息技术服务业投资增加 3 家企业，投资规模增长至 2.95 亿元；化学原料及化学制品制造业投资增加 2 家企业，投资规模增长至 9.44 亿元，占比上升至 17.57%。此外，公司在医药制造业、仪器仪表制造业和专用设备制造业投资分别增加 1 家企业；新增批发和零售业以及现代物流业投资，各投资 1 家企业，其中批发和零售业新增投资规模 5.00 亿元，占基金总投资额的 9.30%。总体看，公司旗下基金投资的行业大多属于国家重点支持的新兴产业，且所投资行业的集中度不高，有利于分散行业风险。

表 5 2014 年末公司基金在投项目行业分布

行业	企业个数 (个)	投资总额 (万元)	投资占比
新闻和出版业	4	75,575.83	18.94%
采矿业及相关勘探服务	1	20,560.00	5.15%
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	10	29,551.61	7.41%
现代农业、渔业	9	26,537.50	6.65%
软件和信息技术服务业	4	21,182.00	5.31%
广播、电视、电影和影视录音制作业	5	26,999.33	6.77%
互联网和相关服务	16	74,931.12	18.78%
化学原料及化学制品制造业	5	53,739.09	13.47%
医药制造业	4	14,356.00	3.60%
废弃资源综合利用业	1	7,912.00	1.98%
计算机、通信和其他电子设备制造业	6	12,095.00	3.03%
仪器仪表制造业	2	7,210.00	1.81%
专用设备制造业	6	14,415.00	3.61%
土木工程建筑业	2	9,000.00	2.26%
电力、热力生产和供应业	1	3,000.00	0.75%
教育	1	2,000.00	0.50%
合计	77	399,064.48	--

数据来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司管理的 9 支基金均为与政府机构或地方大型国企业合作设立。

(1) 吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司由公司与吉林省投资集团有限公司共同发起设立，基金总规模 8.00 亿元，主要投向现代农业等战略性新兴产业，且投资于吉林省的比例不低于基金规模的 60%；

(2) 西安航天新能源产业基金投资有限公司是公司与西安国家民用航天产业基地管委会直属投资机构西安航天基地创新投资有限公司共同发起设立，主要投向民用航天工业、新能源、新材料等行业；

(3) 上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）由公司发起设立，上海文广传媒集团、上海强生集团等上海国有大中型企业担任 LP，主要投向文化及相关产业等；GP（一般合伙人）为公司子公司海通创意资本管理有限公司；

(4) 辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司由公司与辽宁能源投资（集团）有限责任公司共同发起设立，主要投向新能源和低碳等产业；

(5) 上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）由公司与上海上实资产管理有限公司、上海益流能源（集团）有限公司、东方国际创业股份有限公司、时代出版传媒股份有限公司、安徽华文创业投资管理有限公司和招商财富资产管理有限公司共同发起设立，主要用于投资并培育未来有发展潜力的非上市公司；GP 为公司子公司海通并购资本管理（上海）有限公司；

(6) 海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）系由公司和吉林省政府直属投资机构吉林省投资（集团）有限公司决定共同发起设立的，是响应国家发展现代农业和生

物技术产业政策的投资行为。基金将重点投资于现代农业的相关产业和生物技术领域内的具有成长潜力的优质拟上市公司，通过市场化手段，培育具备较强竞争优势的现代农业企业和生物技术企业，改变传统农业长期存在的规模小、效率低等问题，促进农业从小商品生产方式融入到现代市场经济发展模式，为推进农村经济健康、快速与可持续发展尽绵薄之力；GP 为公司子公司海通吉禾股权投资基金管理有限公司；

(7) 天津海通创新股权投资合伙企业 and 锦绣中原（洛阳）创业投资中心是海通开元控股子公司海通创新资本管理有限公司募集和管理的二支市场化基金，基金管理规模合计为 2.20 亿元，主要投资于新兴产业、先进装备制造业等国家积极鼓励和支持的行业；

(8) 上海海通数媒创业投资管理中心是海通创意于 2013 年 12 月发起设立的专业化投资于新媒体早期项目的创业投资基金，基金规模为 0.52 亿元，海通创意出资 100 万元。投资方向为新媒体行业中处于种子期、初创期或成长期的项目，包括但不限于广播影视业、网络文化产业、数字杂志业、数字报纸业、数字广播业、数字电影业、触摸媒体业等媒体产业；

截至 2015 年 6 月末，公司所管理基金的资金全部到位，但目前仍处于投资期，无退出项目，尚无基金投资收益和收益分成，预计未来中短期内基金对公司盈利的贡献仍然有限。

表 6 截至 2014 年末公司管理的基金（单位：亿元）

基金全称	注册资本	存续期间	公司出资额	投资行业
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	8.00	2010.12~2025.12	3.00	现代农业、生物医药产业及医疗服务业、新材料
西安航天新能源产业基金投资有限公司	10.00	2011.1~2021.1	3.70	信息技术、装备制造、新材料、航天军工
上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	17.58	2012.9~2020.9	7.00	文化及相关产业、TMT 行业、节能环保、医疗健康
辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司	10.00	2013.8~2043.8	5.10	新能源和低碳等新兴战略产业
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	25.94	2014.8-2021.8	9.49	投资并培育未来有发展潜力的非上市企业
海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2.94	2014.8-2021.8	1.00	现代农业的相关产业和生物技术领域内的具有成长潜力的优质企业
天津海通创新股权投资合伙企业	0.45	2012.12-2017.12	0.15	新材料、新一代信息技术、先进装备制造业等处于景气度上升周期的行业
锦绣中原（洛阳）创业投资中心	1.73	2013.6-2018.6	0.10	新材料、新能源、传媒、TMT、消费等处于景气度上升周期的行业
上海海通数媒创业投资管理中心	0.52		0.01	新媒体行业

数据来源：公司提供

总体看，截至 2015 年 6 月末，公司所管理基金的资金全部到位，但目前仍处于投资期，无退出项目，尚无基金投资收益和收益分成，预计未来中短期内基金对公司盈利的贡献仍然有限。

4. 直接投资

直投业务概况

公司项目投资资金主要来源于自有资金，包括实收资本及已退出项目的投资收益等；投资收

益主要包括投资项目的分红收入和处置长期股权投资取得的投资收益。公司直投项目退出方式主要包括大股东回购、并购及二级市场退出等方式。截至 2014 年 12 月末，公司已经退出项目为 16 个，其中 3 个通过二级市场退出，5 个通过并购退出，8 个通过大股东股权回购方式退出。公司已经退出的项目平均投资回报率为 81.48%，累计获取投资收益 4.73 亿元。

表 7 截至 2014 年末公司已退出项目收益统计（单位：个，万元，%）

退出方式	数量	投资成本	收回资金	投资收益	投资回报
二级市场退出	3	7,330.00	26,977.14	19,647.14	268.04
并购方式退出	5	22,954.64	45,440.43	22,485.80	97.96
股权回购退出	8	27,735.52	32,875.36	5,139.84	18.53
合 计	16	58,020.16	105,292.93	47,272.78	81.48

数据来源：公司提供

截至 2014 年 12 月末，公司在投的直投项目 59 个（现有已退出项目中有 1 个为部分退出项目，系公司持有的珠海六和口腔医疗投资管理有限公司股权，初始投资持有 19.98% 的股权。二轮股权出售后，仍持有股权 4.96%），新增上市投资项目 3 个，新增并购过会项目 1 个，过会待发投资项目 1 个，在会待上市项目 3 个，拟并购出售待过会项目 4 个，在投总额 33.66 亿元。

从行业分布来看，截至 2014 年末，公司在投项目主要集中在金融服务业（占比 24.99%）、TMT（占比 24.55%）和采矿业及相关勘探服务（占比 15.75%）。其中，金融服务业是公司投资力度最大的行业，2014 年末对金融服务业的投资数量为 4 个，投资金额 8.41 亿元，单个项目的平均投资额为 2.10 亿元，受金融服务业资本密集特性影响，对单个项目的投资额度较高。此外，公司其他投资项目分散在生物医药、中医药、医药服务业、专用设备制造业以及教育等行业，有利于分散行业风险。

表 8 2014 年底公司在投的直投项目行业分布

行业	项目数量	金额（万元）	投资占比
金融服务业	4	84,102.91	24.99%
采矿业及相关勘探服务	5	53,000.76	15.75%
互联网科技、媒体和通信行业（TMT 行业）	17	82,643.26	24.55%
生物医药、中医药、医药服务业	7	26,483.15	7.87%
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	4	20,359.65	6.05%
专用设备制造业	7	18,784.18	5.58%
化学原料及化学制品制造业	4	16,917.25	5.03%
广告、电影和影视录音制作业	3	7,523.99	2.24%
轮胎橡胶业	1	5,010.00	1.49%
教育	1	4,700.00	1.40%
物流运输业	3	9,428.00	2.80%
园林建设	1	3,200.00	0.95%
电力、热力生产和供应业	1	2,290.00	0.68%

现代农业、渔业	1	2,142.00	0.64%
合计	59	336,585.15	--

数据来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司已退出项目有 20 个（其中全部退出为 15 个，部分退出项目为 5 个，其中：公司持有的珠海六和口腔医疗投资管理有限公司股权，初始投资持有 19.98% 的股权。二轮股权出售后，仍持有股权 4.96%。其余 4 个为公司持有上市公司股权部分解禁后出售），其中 6 个通过二级市场退出，6 个通过并购退出，8 个通过大股东股权回购方式退出。公司已经退出的项目平均投资回报率为 104.36%，累计获取投资收益 7.29 亿元。公司在投的直投项目 81 个，新增上市投资项目 4 个，在会待上市项目 3 个，拟并购出售待过会项目 3 个，在投总额 42.38 亿元。行业方面，公司主要加大了对互联网科技、媒体和通信行业（TMT 行业）的投资力度，投资企业数量由 2014 年末的 17 家增加至 33 家，投资规模增长至 14.31 亿元，投资占比增长至 33.77%。

总体看，公司历史直投收益较高，在投项目较为多元化，有利于风险的分散。

表 9 截至 2015 年 6 月末公司已退出项目收益统计（单位：个，万元，%）

退出方式	数量	投资成本	收回资金	投资收益	投资回报
二级市场退出	6	13,765.98	47,286.03	33,520.05	243.50
并购方式退出	6	28,352.09	62,593.19	34,241.10	120.77
股权回购退出	8	27,735.52	32,875.36	5,139.84	18.53
合 计	20	69,853.58	142,754.58	72,901.00	104.36

数据来源：公司提供

在投项目概况

公司收入主要通过转让所投资项目的股权，转让的方式主要为项目上市后在二级市场上转让股票、并购和股权回购。在公司已通过二级市场退出的项目中，浙江银江电子股份有限公司（股票代码：300020，以下简称“银江股份”）和东方财富信息股份有限公司（股票代码：300059，以下简称“东方财富”）分别于 2009 年和 2010 年实现上市。银江股份长期专注于为城市交通、数字医疗、智能建筑行业用户提供智能化技术、产品和应用服务，于 2009 年 10 月 30 日上市。公司 2009 年初对银江股份投资，累计投资金额 750 万元，目前公司已经全部退出，投资回报率为 804.58%。东方财富主要通过网站平台向用户提供财经资讯和金融信息，同时提供财经互动社区平台，满足用户互动交流和体验分享需求，于 2010 年 3 月 19 日上市。公司 2009 年中对东方财富投资，累计投资金额 5,500 万元，目前公司已全部退出，投资回报率为 196.31%。

截至 2015 年 6 月末，公司在投的直投项目中，包括了国泰君安和东方证券在内的 7 个已上市项目；其中公司持有国泰君安 3,740.85 万股，持有东方证券 4,650.00 万股。公司在投的直投项目中包含 4 个正在并购或重组项目。

总体看，公司通过二级市场已退出项目收益较高；在投项目中多个项目已上市或正在并购或重组，未来收益可期。

表 10 截至 2015 年 6 月末公司在投已上市项目

公司简称	股票代码	持股数量（万股）
东方证券	SH.600958	4,650.00
国泰君安	SH.601211	3,740.85
中矿资源	SZ.002738	390.00
银龙股份	SH.603969	1,606.90
星星科技	SZ.300256	185.00
大唐电信	SH.600198	718.06
省广股份	SZ.002400	70.84

数据来源：公司提供

注：包含部分退出项目

5. 经营关注

业务扩张导致资金压力与盈利波动

近年来，公司新设基金的步伐加快，2014 年完成了 5 只基金的认缴出资。新设基金管理公司和认缴出资前期需要投入大量资金，随着设立基金速度的加快，公司资金需求增加，从而面临一定的资金压力。一般基金在前期投资期内的盈利能力相对较弱，需要 2~3 年的投资期才能获得回报。因此，公司在业务扩张的同时存在一定的盈利能力波动风险，会在一定程度上影响公司整体的盈利水平。

经济周期风险及产业政策风险

私募股权投资行业在操作环节上会受到经济周期和行业周期性的影响。宏观经济周期性的波动，有可能导致公司所投资的内容如创业投资、股权投资、项目投资等发生需求变化，对公司的业务状况和经营业绩可能产生重要的影响。

私募股权投资行业一般能获得相关部门的鼓励扶持政策。但是不排除在经济持续低迷时期或者产业发展到一定阶段，政府会取消某些支持措施而导致公司盈利能力下降。

投资收益占净利润比重较高；投资风险有一定不确定性

由于公司性质，2012 年度、2013 年度和 2014 年度，公司分别实现投资收益 1.31 亿元、2.63 亿元和 2.93 亿元，占净利润的比例分别为 108.19%、116.24%、119.51%。投资收益占净利润比例较高，对公司的利润稳定性造成了一定影响。此外，PE 投资的项目选择与管理风险、退出风险以及不同项目的个体风险都会对公司投资收益造成影响。

6. 未来发展

目前，公司主要从事两类业务：（1）间接资产管理，即：通过设立产业投资基金/股权投资基金，并控股相应的基金管理公司，开展基金管理业务；（2）直接股权投资及债权投资业务。未来，公司计划调整业务架构，增加直接资产管理业务，即：利用海通开元自有资金作为种子基金，设立若干直接股权投资基金，由公司作为基金管理公司开展基金管理业务。

投资策略方面，公司采用多元化投资模式，增加可转债、并购夹层等多种方式。随着投资经验的积累，公司将逐步前移投资阶段，适度参与一些早期项目，继续专注于 TMT、生物医药、大消费等行业空间广阔、成长潜力大的企业，对于部分早期、风险较大的项目或者特大型固定收益型项目，采用股债结合或可转债等灵活多样的方式，兼顾长短期收益。作为拥有券商背景的 PE 机构，公司将发挥优势资源，把握上市公司行业整合、国企改革等机遇，增加并购夹层融资、并购退出等多种投资退出方式。

总体看，在间接资产管理和直接股权投资的基础上，公司将发展直接资产管理业务，并且随着股东支持力度加大、资本实力提升、投资项目多元化，公司未来发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2015 年 1~6 月合并财务报表未经审计。

公司于 2014 年 7 月 1 日起执行财政部于 2014 年修订及新颁布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（修订）等七项准则，并按照相关准则中的衔接规定进行追溯调整，同时对以前年度财务数据进行了重新列报，故本报告采用的数据均为调整追溯后的数据。

2012~2014 年，公司新纳入合并范围的主体均系公司新设成立的控股子公司。2012 年，公司合并范围内新增 1 家子公司——海通创意资本管理有限公司；2013 年，公司合并范围内新增 2 家子公司——海通新能源股权投资管理有限公司和辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司；2014 年，公司合并范围内新增 3 家子公司，分别为海通并购资本管理（上海）有限公司、上海海通旭禹股权投资管理有限公司和西安海通安元投资管理有限公司。截至 2015 年 6 月末，公司纳入合并报表范围子公司 8 家。总体看，公司合并范围的变化对公司财务报表的可比性有一定影响。

截至 2014 年末，公司合并资产总额为 78.44 亿元，负债总额为 4.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 74.26 亿元。2014 年，公司实现营业收入 1.28 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元；经营活动现金流量净额为 8.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.82 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额为 103.75 亿元，负债总额为 11.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 92.72 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 0.78 亿元，净利润（含少数股东损益）2.26 亿元；经营活动现金流量净额为-0.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.34 亿元。

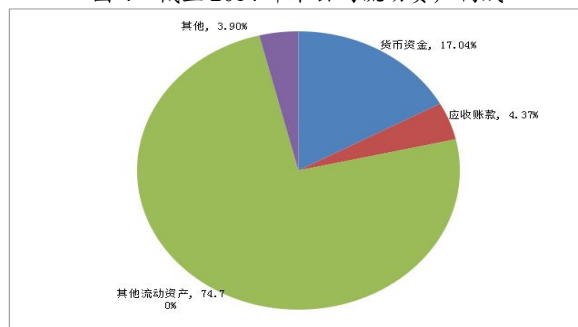
2. 资产质量

2012~2014 年，公司合并资产总额分别为 61.63 亿元、68.78 亿元和 78.44 亿元，三年复合增长 12.82%，主要系长期股权投资和可供出售金融资产增加所致。截至 2014 年末，公司 78.44 亿元资产总额中，流动资产占比 15.21%，非流动资产占比 84.79%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动下降 22.24%。截至 2014 年末，流动资产合计 11.93 亿元，较上年末下降 47.37%，主要以货币资金、应收账款和其他流动资产构成。

图 4 截至 2014 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年，公司货币资金呈波动下降态势，年均复合下降 31.89%。截至 2014 年末，公司货币资金 2.03 亿元，较上年末下降 70.34%。原因主要系公司直接股权投资使用资金 7.99 亿元；公司发起设立股权投资基金及基金管理公司，实际支付资金 14.16 亿元。货币资金主要以银行存款为主，近三年占比均在 98%以上，2014 年末占比为 98.54%。公司货币资金中无使用受限的货币资金。

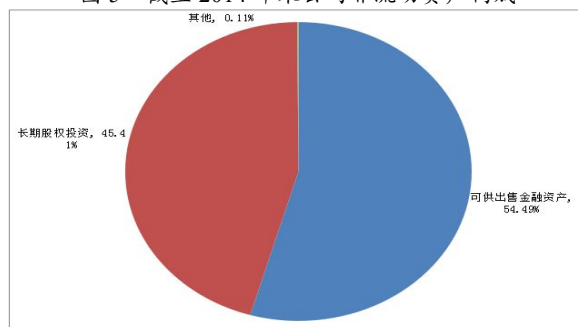
2012~2014 年，公司应收账款年均减少 8.05%，截至 2014 年末为 0.52 亿元，主要是应收大唐电信科技股份有限公司收购广州要玩娱乐网络技术有限公司的股权受让款（占比 33.87%）和杭州舒奇蒙投资有限公司的股权受让款（占比 59.03%）。从账龄来看，1 年以内的应收账款占比 95.96%，1 至 2 年的占比 1.00%，2 年以上的占比 3.04%，应收账款账龄主要集中在 1 年以内。

近三年，公司其他流动资产为应收款项类投资构成，年均复合增长 9.65%，截至 2014 年末为 8.91 亿元，主要是股东借款（期限 1 年以内）、购买的保本保收益型理财产品和定向资产管理计划优先级。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，三年复合增长率为 25.99%。截至 2014 年末，公司非流动资产 66.51 亿元，较上年末增长 44.24%，主要系长期股权投资增长所致；主要以可供出售金融资产和长期股权投资构成。

图 5 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

近三年，公司可供出售金融资产由可供出售-股票、可供出售-集合理财产品和可供出售-其他权益工具（全部为开展的直接股权投资）构成，年均复合增长 15.17%，截至 2014 年末为 36.24 亿元，其中可供出售-股票占比 7.61%（存在限售期限的可供出售-股票为 1.68 亿元），可供出售-集合理财产品占比 6.46%，可供出售-其他权益工具占比 85.93%。

公司长期股权投资主要是公司作为发起人对旗下基金的出资、对直投项目的投资等。随着公司基金管理规模及直接投资规模的扩大，公司长期股权投资随之增长。2012~2014 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 44.33%，截至 2014 年末，公司长期股权投资 30.20 亿元，较上年末增长 89.67%。

表 11 截至 2014 年末公司长期股权投资明细

被投资单位	核算方法	投资成本	2014 年 12 月 31 日 余额	在被投资单位 持股比例(%)	本期现金 红利
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	权益法	30,000.00	34,741.18	37.50	
西安航天新能源产业基金投资有限公司	权益法	37,000.00	38,580.69	37.00	
上海文化产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	权益法	80,000.00	76,874.68	42.83	4,129.54
上海并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)	权益法	104,900.00	105,320.38	37.12	
海通(吉林)现代服务业创业投资基金合伙企业(有限合伙)	权益法	10,400.00	10,424.04	34.71	
杭州辽通鼎能股权投资合伙企业	权益法	25,000.00	25,000.00	29.00	
西安海创之星创业投资有限合伙企业	权益法	1,550.00	1,550.00	37.90	
山东华安新材料有限公司	权益法	12,000.00	9,508.56	21.71	1,824.00
合计		300,850.00	301,999.52	--	5,953.54

数据来源：公司审计报告

截至 2015 年 6 月末，公司资产总额为 103.75 亿元，较 2014 年末增长 32.27%，主要系货币资金、应收账款、其他流动资产和可供出售的金融资产增长所致。其中货币资金较 2014 年末增长 115.37%至 4.38 亿元，主要是由于公司股东海通证券 2015 年 6 月对公司增资 13.00 亿元，公司货币资金增加；其他流动资产较 2014 年末增长 86.23%至 16.59 亿元，主要是因为公司及控股子公司购买银行理财产品和券商固定收益类资管产品所致。公司长期股权投资较 2014 年末增长 7.34%至 32.42 亿元；其中，公司将持有的甲方合法持有的未上市公司贵州水城矿业股份有限公司和虎扑(上海)文化传播有限公司全部股权之收益权质押给万向信托有限公司，期限半年，为 2015 年 2 月 16 日~2015 年 8 月 15 日；2015 年 4 月，公司将其持有的东方证券股份有限公司(SH.600958)未解禁股权 3,360 万股质押融资，融资金额 4.00 亿元，期限 1 年。从资产结构看，仍以非流动资产为主(占比 79.11%)，构成变化不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主。流动资产中，主要是以股东借款(期限 1 年以内)、购买的保本保收益型理财产品和定向资产管理计划优先级为主的其他流动资产；非流动资产中以可供出售金融资产和长期股权投资为主。但考虑到占比较高的股权投资以非上市公司为主，其上市受外部经济及市场环境影响较大，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

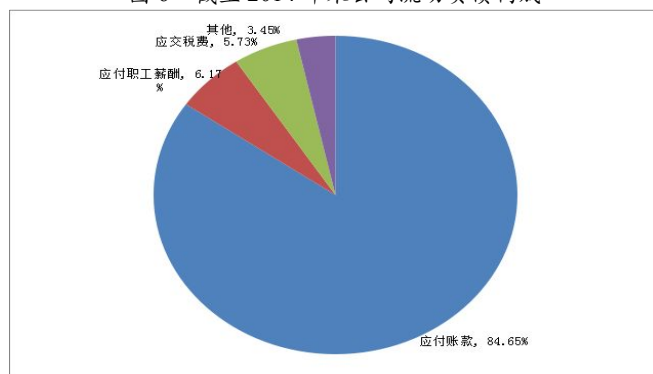
负债

2012~2014 年，公司负债规模波动增长，三年复合增长率为 105.54%。2012 至 2013 年，公司负债规模较小，分别为 0.99 亿元和 0.91 亿元；2014 年由于应付账款大幅增长，公司负债规模增长 360.83%至 4.18 亿元。负债结构方面，以流动负债为主；公司近三年流动负债占比均在 80%

以上，且逐年增长。截至 2014 年末，公司流动负债占比 94.44%，非流动负债占比 5.56%。

2012~2014 年，公司流动负债波动增长，三年复合增长率为 118.86%。截至 2014 年末，公司流动负债 3.94 亿元，较上年末增长 385.29%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要以应付账款、应付职工薪酬和应交税费构成。

图 6 截至 2014 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年，公司应付账款波动增长，三年复合增长率为 182.41%。2012、2013 两年，公司应付账款分别为 0.42 亿元和 0.34 亿元；2014 年公司应付账款规模增长较快，较上年末增长 880.71%至 3.34 亿元，主要系新增应付海信 1 号集合资金信托计划 3 亿元所致。

近三年，公司应付职工薪酬年均复合增长 26.90%；截至 2014 年末，公司应付职工薪酬 0.24 亿元。公司应交税费年均复合下降 5.60%；截至 2014 年末，公司应交税费为 0.23 亿元。

2012~2014 年，公司非流动负债波动增长，三年复合增长率为 18.60%。公司非流动负债全部为递延所得税负债，系可供出售金融资产按公允价值计量造成的应纳税暂时性差异；截至 2014 年末，公司非流动负债 0.23 亿元，较上年末增长 44.24%。

截至 2015 年 6 月末，公司负债总额为 11.03 亿元，较 2014 年末增长 164.15%，主要是应付账款和应付债券增加所致。其中，应付账款较 2014 年末增长 99.34%至 6.65 亿元，主要系公司质押东方证券 3,360 万股，融资 4.00 亿元所致；新增应付债券 2.00 亿元，主要系公司发行非公开定向融资工具（简称“PPN”），融资 2.00 亿元所致。从负债构成看，公司负债仍以流动负债为主（占比 69.92%），流动负债中以应付账款为主；因新增应付债券，公司非流动负债占比增长至 30.08%。

2012~2014 年，公司无有息债务。近三年资产负债率分别为 1.60%、1.32%和 5.32%；2014 年有所增长，但仍处于很低水平。截至 2015 年 6 月末，公司全部债务为 2.00 亿元，全部为新增应付债券所致的长期债务。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 10.63%和 2.11%，处于很低水平。

总体看，公司负债以应付账款为主；2015 年负债总额有所增加，但公司负债水平仍在很低水平。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）年均复合增长 10.66%，分别为 60.64 亿元、67.87 亿元和 74.26 亿元，其中，2014 年末较 2013 年末增长 9.13%，主要来自海通证券增资 2.50 亿元和未分配利润的增加。截至 2014 年末，归属于母公司的所有者权益中，主要由实收资本（占比 89.32%）和未分配利润（占比 7.07%）构成。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益为 92.72 亿元，较 2014 年末增长 24.86%，主要系实

收资本和未分配利润增长所致。2015 年 5 月，海通证券董事会审议通过了《关于向海通开元投资有限公司增资的议案》，同意对公司增资约 13.00 亿元人民币，用于开展直接股权投资业务和发起设立股权投资基金及管理人事宜。截至 2015 年 6 月末，公司注册资本增至 73.00 亿元。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长 48.94%，主要为基金管理费，2014 年公司实现营业收入 1.28 亿元。

近三年，公司期间费用由管理费用和财务费用构成，其中，管理费用主要为职工薪酬，年均复合增长 17.23%，2014 年为 1.21 亿元；由于公司 2012 年利息收入高于利息支出，2013~2014 年无利息支出，财务费用近三年均表现为负，分别为-0.46 亿元、-0.36 亿元和-0.19 亿元。由于公司营业收入只包含基金管理费，近三年公司费用收入比较高，分别为 71.82%、85.63%和 79.19%。

近三年，随着公司长期股权投资规模的不断扩大，公司投资收益不断增长，年均复合增长 49.42%，2014 年为 2.93 亿元，主要来自：（1）按权益法核算的长期股权投资收益 0.22 亿元；（2）持有可供出售金融资产取得的投资收益 0.32 亿元；（3）处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.64 亿元；（4）应收款项类投资的投资收益 0.75 亿元。

2012~2014 年，公司营业外收入主要来自政府补助（政府财政返还-产业扶持基金和一次性政府补贴），分别为 0.13 亿元、0.07 亿元和 0.14 亿元，在利润总额中占比较低。

2012~2014 年，公司利润总额年均复合增长 44.44%，分别为 1.56 亿元、2.76 亿元和 3.25 亿元。

从盈利指标来看，2014 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.54%、4.50%和 3.45%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 0.78 亿元，投资收益 2.91 亿元；利润总额和净利润分别为 2.94 亿元和 2.26 亿元。

目前公司在投的直投项目中，包括了国泰君安和东方证券在内的 7 个已上市项目，随着 IPO 锁定期的陆续解禁，公司通过二级市场退出将获得可期显著收益。以国泰君安和东方证券为例，公司分别持股 3,740.85 万股和 4,650.00 万股，投资收益规模较大。公司解禁时间分别为 2016 年 2 月和 5 月，将对公司 2016 年收入带来较大贡献。

总体看，公司利润总额主要来自投资收益和基金管理费，近年来呈逐年增长的趋势。基金投资收益及直投项目投资收益受外部经济环境影响较大，公司利润总额的稳定性将受到一定影响。公司目前整体盈利能力偏弱。但随着未来基金规模逐渐扩大，陆续进入退出期以及直投项目可期的退出收益，公司盈利能力有望有较明显提升。

5. 现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金和其他与经营活动有关的现金，近三年分别为 1.46 亿元、2.56 亿元和 10.65 亿元，2014 年同比大幅增长主要系收到其他与经营活动有关的现金增加。近三年，销售商品、提供劳务收到现金年均复合增长 48.94%，2014 年为 1.28 亿元；收到其他与经营活动有关的现金是收取利息、手续费及佣金的现金、回购业务资金和往来款项，年均复合增长 225.83%，2014 年为 9.37 亿元，同比增长 455.52%，主要系公司在上海证券交易所进行的债券回购业务实现的资金净流入。公司经营活动现金流出主要是为职工支付的现金、各项税费以及其他与经营活动有关的现金，近三年分别为 2.70 亿元、1.66

亿元和 2.08 亿元。其中，支付其他与经营活动有关的现金主要是支付回购业务资金和日常经营费用。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.24 亿元、0.90 亿元和 8.57 亿元。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 2.79 亿元、4.85 亿元和 16.44 亿元，主要为收回投资和取得投资收益收到的现金，其中 2014 年底同比大幅增长主要系公司直投业务出售持有股权收回资金 2.54 亿元，赎回上海海通证券资产管理理财产品，收回资金 5.30 亿元；赎回银行保本型理财产品，收回资金 8.60 亿元。近三年，公司投资活动现金流出波动增长 8.80%，分别为 27.70 亿元、8.40 亿元和 32.79 亿元；2012 年主要为公司直接投资项目和设立基金支付的现金；2013 年受宏观经济环境影响，潜在投资标的的经营情况有所弱化，公司放缓了投资进度，投资支付的现金大幅下降，主要为公司直接股权投资使用资金 1.64 亿元，发起设立辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司及基金管理公司，实际支付资金 5.36 亿元；2014 年主要为公司直接股权投资使用资金 7.99 亿元，公司发起设立股权投资基金及基金管理公司，实际支付资金 14.16 亿元。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-24.91 亿元、-3.55 亿元和 -16.35 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年公司筹资活动现金流入分别为 18.05 亿元、5.15 亿元和 3.01 亿元，均主要来自股东增资。2013 年和 2014 年筹资活动现金流出分别为 0.02 亿元、0.04 亿元，为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.05 亿元、5.13 亿元和 2.96 亿元。

2015 年 1~6 月，经营活动现金流净额为-0.97 亿元；投资活动现金流净额为-9.62 亿元；筹资活动现金流净额为 12.94 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流净额逐年增长；由于公司主营业务为投资业务，近年来投资规模较大，投资活动现金流持续表现为净流出；受益于股东增资，近三年公司筹资活动现金流情况较好。未来，随着公司基金管理规模及投资规模的逐步扩大，公司投资活动现金流出将进一步扩大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，由于公司资产中无存货，公司速动比率与流动比率的数值相同。2012~2013 年，公司流动比率分别为 23.97 倍和 27.89 倍。2014 年，由于公司增加投资流动资产有所下降，应付账款增加使得流动负债大幅增长，公司流动比率下降至 3.03 倍，但仍处于较高水平。近三年，公司无有息负债。总体看，公司流动性较好，短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，受利润总额逐年增长的影响，近三年，公司 EBITDA 持续上升，分别为 1.58 亿元、2.79 亿元和 3.34 亿元。2014 年，公司 EBITDA 利息倍数为 53.84 倍，EBITDA 对利息保障能力很强。

截至 2014 年末，公司合并口径范围内无对外担保，无重大涉诉事项。

总体看，目前公司负债水平不高，流动性良好，无有息债务，公司整体偿债能力较强。

7. 公司征信情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（报告编号：G10310101092242305），截至 2015 年 7 月 1 日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司有息债务为 2.00 亿元，本次债券发行后，公司有息债务将增加至 20 亿元，对公司现有债务影响很大。

以公司 2015 年 6 月末报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 25.07%、19.18%和 19.18%，公司债务负担有所增加，但仍处于较轻水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 3.34 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.17 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2014 年经营活动产生的现金流入 10.65 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.53 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度一般；经营活动现金净流入 8.57 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.43 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的覆盖程度一般。现金类资产 2.03 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 0.10 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较弱。

总体看，公司现有现金流及 EBITDA 对本次债券的保障能力一般，但考虑到公司基金和直投的项目规模较大、未来投资收益可期，以及公司股东的实力与支持等因素，公司对本次债券的偿还能力很强。

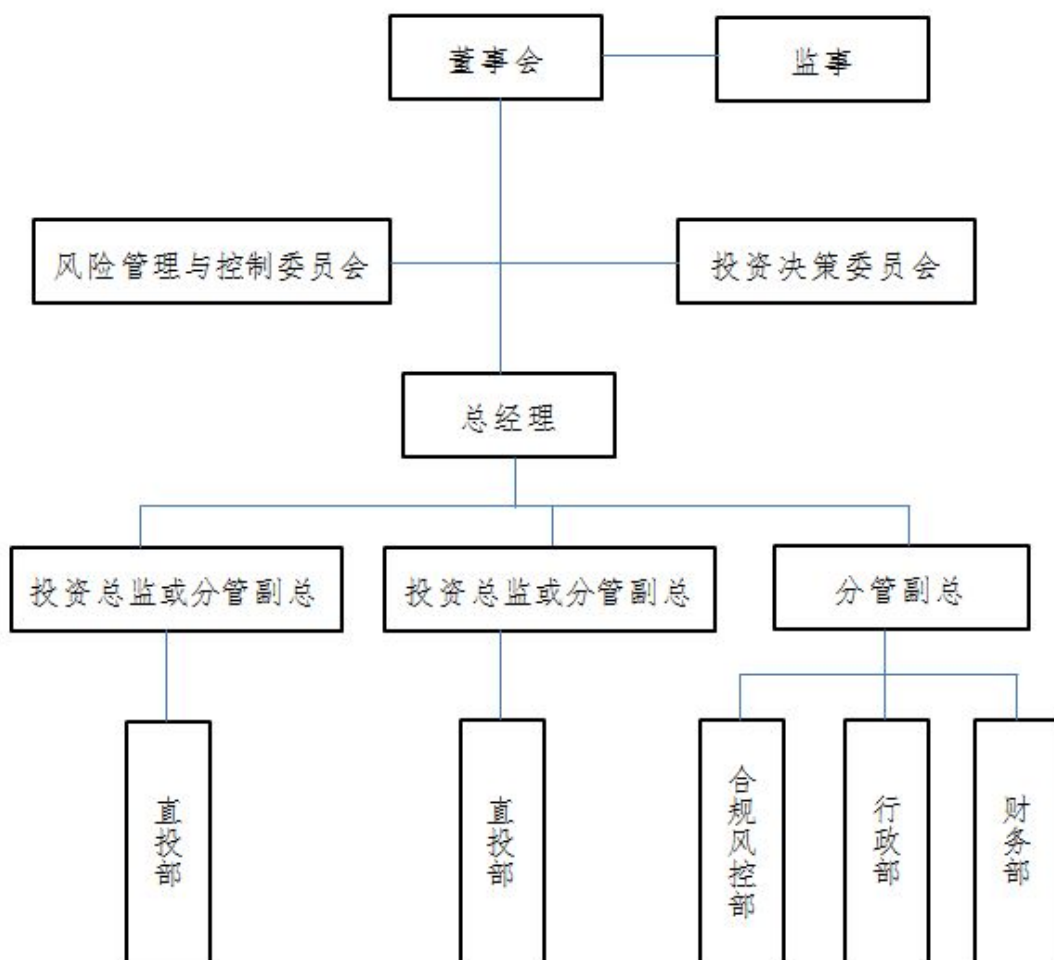
九、综合评价

公司作为海通证券旗下唯一专业从事私募股权投资业务的子公司，在资金规模、品牌优势、业务开拓能力、专业化程度、股东支持和发展前景等方面的显著优势。同时，联合评级也关注到，投资行业受外部经济环境影响较大、公司投资收益稳定性较弱、公司盈利较依赖投资收益以及项目投资风险等因素对公司经营可能产生的不利影响。

未来，随着公司基金管理规模扩大，相应基金管理费收入的提高，以及已投项目的退出等，公司收入规模和盈利能力有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。联合信用对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 海通开元投资有限公司组织结构图



附件 2 海通开元投资有限公司

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	61.63	68.78	78.44	103.75
所有者权益 (亿元)	60.64	67.87	74.26	92.72
短期债务 (亿元)				
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	2.00
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	2.00
营业收入 (亿元)	0.58	0.88	1.28	0.78
净利润 (亿元)	1.21	2.26	2.45	2.26
EBITDA (亿元)	1.58	2.79	3.34	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.24	0.90	8.57	--
应收账款周转次数 (次)	--	1.74	2.82	1.36
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	--	0.01	0.02	0.01
现金收入比率 (%)	100.00	100.00	100.00	--
总资本收益率 (%)	--	3.52	3.54	2.68
总资产报酬率 (%)	--	4.23	4.50	3.22
净资产收益率 (%)	--	3.52	3.45	2.71
营业利润率 (%)	91.65	92.72	92.91	92.66
费用收入比 (%)	71.82	85.63	79.19	93.14
资产负债率 (%)	1.60	1.32	5.32	10.63
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	2.11
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	2.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	53.84	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	--	--	--	--
流动比率 (倍)	23.97	27.89	3.03	2.81
速动比率 (倍)	23.97	27.89	3.03	2.81
现金短期债务比 (倍)	--	--	--	--
经营现金流动负债比率 (%)	-150.83	110.57	217.25	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.08	0.14	0.17	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 海通开元投资有限公司 公开发行 2015 年公司债券 (面向合格投资者) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次债券存续期内,在每年海通开元投资有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

海通开元投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。海通开元投资有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注海通开元投资有限公司的相关状况,如发现海通开元投资有限公司或本次债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本次债券的信用等级。

如海通开元投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可宣布信用等级暂时失效,直至海通开元投资有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布,且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间,并同时报送海通开元投资有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月二十七日