

AMC 同业在港平台情况比较研究

机构管理部 孙尚同 唐雨辰 东方金诚 李建圆

特殊的自由港制度安排、市场经济环境以及成熟的商业传统使香港在改革开放的步伐下独具魅力，成为中资企业海外拓展并与国际接轨的桥头堡和试验田。2013 年 4 月，华融（香港）国际控股有限公司（下称“华融国际”）在港挂牌开业，宣告资产管理公司国家队在香港的平台均设立完毕，另三家分别为中国东方资产管理（国际）控股有限公司（下称“东方国际”）、中国信达（香港）控股有限公司（下称“信达香港”）¹、长城环亚国际投资有限公司（下称“长城国际”）。四家资产管理公司的在港平台均立足于利用香港国际金融中心的战略地位，发挥境内外两个市场、两种货币互通的优势，借鉴国际先进投行、投资模式，成为各自集团探索资源全球配置、资金出海的平台、窗口。

特别是近几年，在嫁接集团信用的基础上（如担保、维好协议等），资产管理公司的在港平台均能灵活运用债券、票据等方式，广泛对接资本市场，资产规模飞快增长，利润率逐步攀高，成为中资机构中不可小觑的一股力量。资产管理公司香港业务板块的快速提升，对原有条件下的公司治理提出了更高的要求。

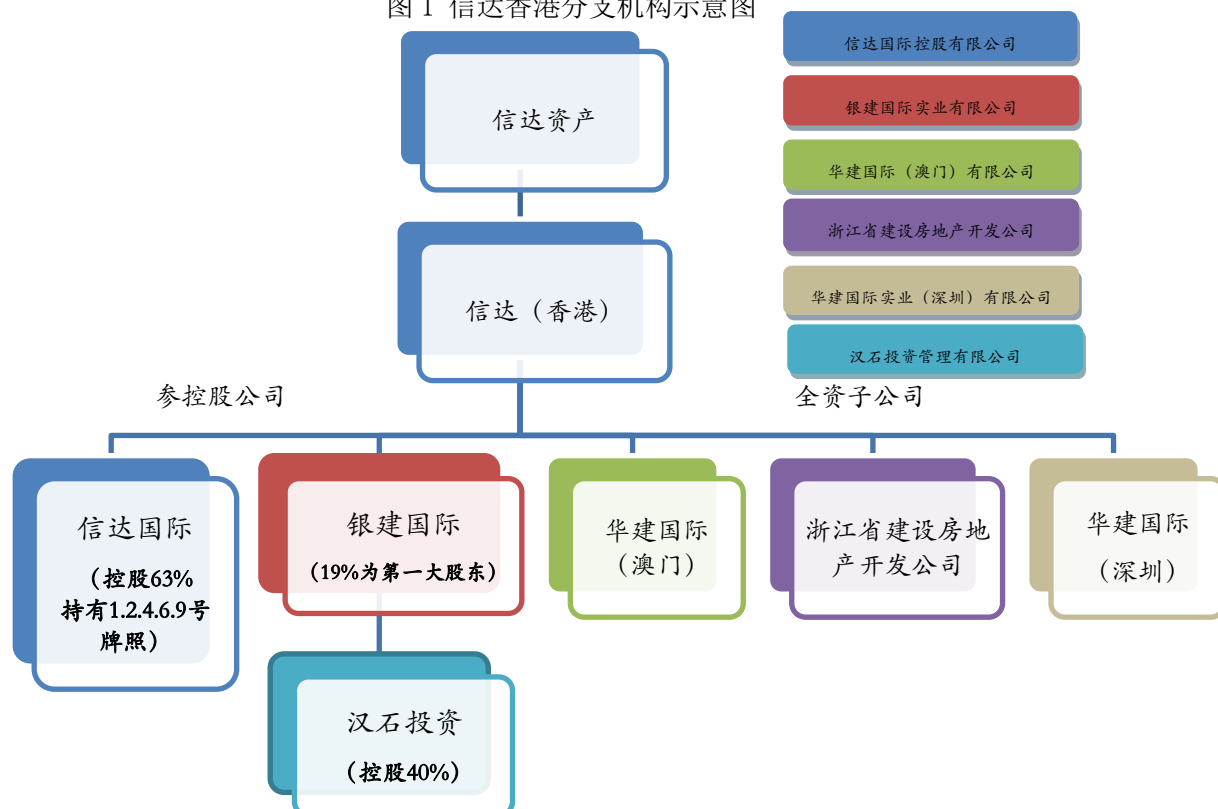
一、同业在港平台概况及业务比较

（一）在港同业的基本情况

1、信达香港

作为较早参与香港市场的在港平台，华建国际原属建行在港资产，2000 年成为信达资产的全资子公司，注册资本 14 亿港元，今年更名为中国信达（香港）控股有限公司。信达香港的经营经营范围包括证券投资、资产管理委托、中介咨询、房地产及相关产业投资、不良资产处置、债转股、企业购并、资产重组等金融和实业投资等业务。

图 1 信达香港分支机构示意图



¹ 2014 年 8 月 6 日华建国际投资有限公司更名为中国信达（香港）控股有限公司。

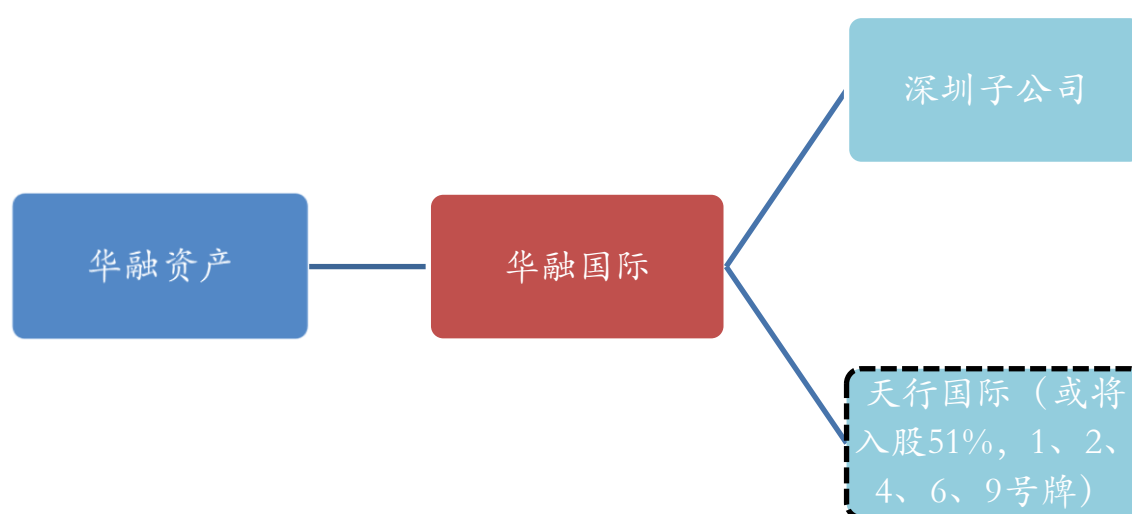
资料来源：信达香港官网、信达国际上市公司相关资料

信达香港旗下参、控股了 2 家上市公司和 1 家投资管理公司，同时在澳门、深圳、杭州设有全资子公司（机构设置如上图 1 所示）。其中，信达香港旗下上市公司信达国际拥有 1、2、4、6、9 号金融牌照¹和中国证监会 B 股牌照²。信达香港总部人数 20 多人，信达集团派出人员 10 人。

2、华融国际

华融国际于 2013 年 4 月 18 日成立，注册资本 20 亿港币，是华融资产在境外设立的唯一平台，并在深圳设有一家子公司（下图 2）。目前华融国际在港主要开展股权投资、股权质押融资、夹层融资、内保外贷等业务，并拥有放债人牌照。最近媒体报道华融资产拟以华融国际的名义出资 51 亿元，并购香港本地券商天行国际（股票代码 0992.HK）51% 的股权³，藉此将拥有 1、2、4、6、9 号金融牌照。华融国际现有员工 50 人，其中总部派出 15 人。

图 2 华融国际分支机构示意图



资料来源：华融资产官网、21 世纪经济报道

3、长城国际

长城国际系资本金划转项目，在 2000 年由长城资产接收，并于次年更为现名，一直以来作为其境外不良资产处置的平台，注册资本 3.6 亿港元，目前尚未下设其他分支机构。长城国际于 2011 年开始大力向在港投资类机构转型，现拥有香港《证券及期货条例》规管的 4、6、9 号牌照，以投融资为主的同时开展部分股票增发业务。长城国际目前人数约为 18 人，总部派出 5 人。

4、东方国际

¹ 本文所说金融牌照是《证券及期货条例》订明的 9 种类别的受规管活动，具体定义为第 1 类为证券交易；第 2 类为期货合约交易；第 3 类为杠杆式外汇交易；第 4 类为就证券提供意见；第 5 类为就期货合约提供意见；第 6 类为就机构融资提供意见；第 7 类为提供自动化交易服务；第 8 类为提供证券保证金融资；第 9 类为提供资产管理。

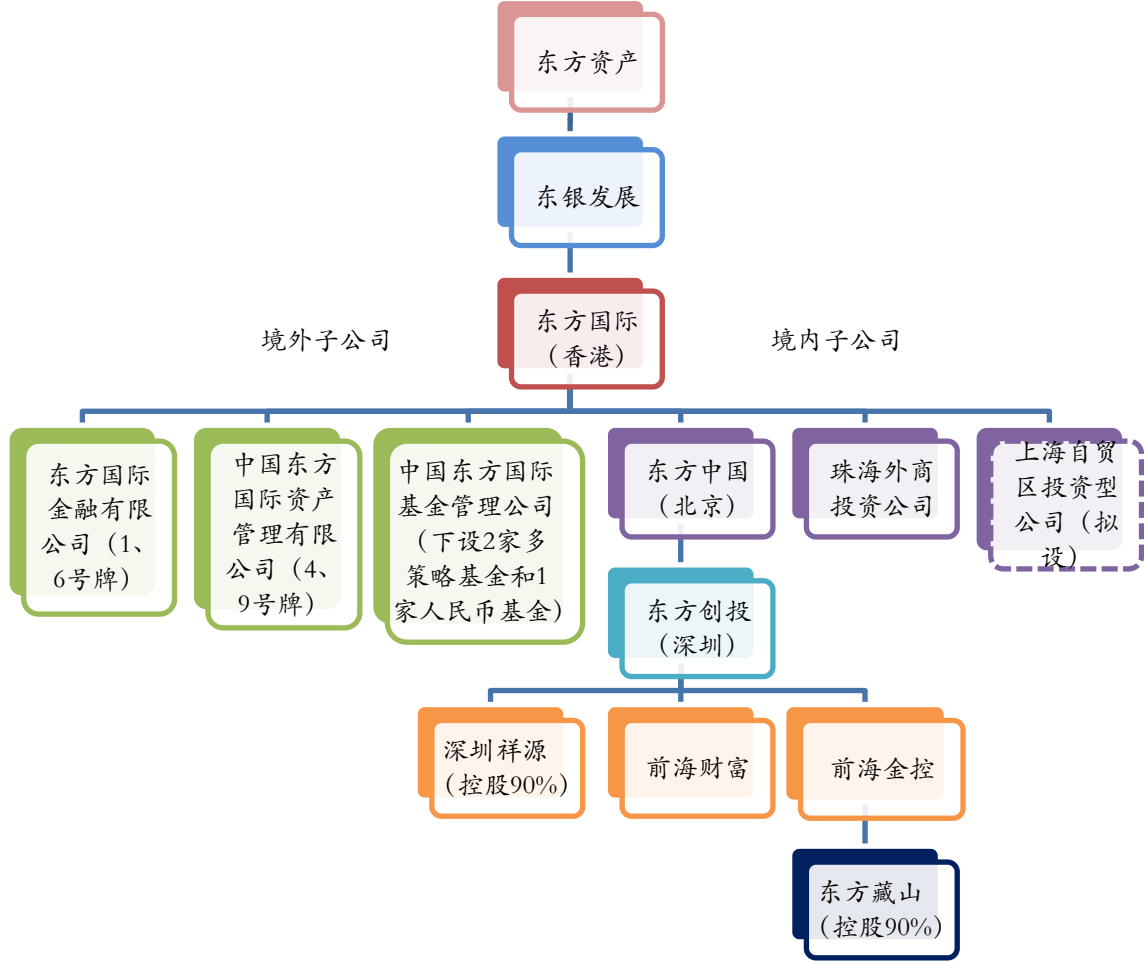
² 资料来源于信达国际公司简介

³ 华融资产拟出资 51 亿元，收购天行国际（控股）有限公司（简称“天行国际”，股票代码 0992.HK）51% 的股权，“华融 IPO 前突入主天行国际 补齐 5 大境外牌照”21 世纪经济报道 2014-10-09

东方国际是我司在海外的重要平台，本着向持牌投行方向发展、与国内证券公司对接并配合集团整体发展的思路，于 2011 年在原东银公司资产的基础上划转重组而来，注册资本 1 万港元。目前，东方国际已获得了香港《证券及期货条例》规管的 1、4、6、9 号金融牌照，放债人牌照及 RQFII 资格，可开展的业务类型包括实业及股权投资、资产管理和持牌业务，以及在外管局批准的额度内投资境内证券产品等。

东方国际共有 90 家分支机构（包括为投资项目而设立的壳公司），下设的经营性平台子公司有 13 家（如下图 3 所示）。在境外除了东方国际外能开展各项业务外，还有 2 家持牌公司，主要开展持牌业务；在境内设立的机构主要在北京、深圳和珠海，既能更好服务于跨境业务，又能享受不同企业性质带来的便利条件，特别是在前海、横琴和拟在上海自贸区设立的平台，更能享受相关国家政策红利和发挥好货币互通的优势。今年东方国际还加大海外市场研究力度，试点开拓美国市场，加快国际化发展脚步。目前东方国际现有员工 67 人，其中境内 26 人，境外 41 人。

图 3 东方国际主要经营平台公司示意图



资料来源：东方国际现有资料经整理

（二）在港同业的财务情况

从今年三季度末和 2013 年底数据的对比能看出（详见下表 1），四家在港平台真正开展商业化业务的时间不长，但发展节奏很快，东方国际在资产总额和净利润上领先于同业公司，

净资产数额稍少于信达香港。从资产规模看，同业资产规模增幅最低的为东方国际，为 86.46%，但绝对值为四家同业之首；华融国际为去年新设公司，集团支持力度很大，今年成功发行了 15 亿美元债券，资产规模暴涨 881.65%；相应的，同业公司的负债总额也呈增长态势，资产负债率继续维持高位运行。截至今年三季度，东方国际资产负债率排在华融国际和长城国际之后；从业务贡献的地域分布来看，东方国际和信达香港在境内拥有多家分支机构，收入大部分来源于境内项目的收益，境外业务¹占比不到三分之一；华融国际和长城国际的业务则全部集中在境外。

表 1：截至 2014 年 6 月底同业在港平台的财务情况 单位：亿元

公司名称	资产总额		净资产		净利润		境外业务占比	
	2013 年底	2014 9 月底	2013 年底	2014 9 月底	2013 年底	2014 9 月底	2013 年底	2014 9 月底
东方国际	200.74	374.29	21.79	43.04	9.53	6.68	18%	31%
信达香港	94.37	196.5	38.31	46.2	4.43	2.20	不到 30%	不到 30%
华融国际	11.88	116.62	0.7	4.06	0.37	0.40	100%	100%
长城国际	13.28	39.66	3.86	4.43	0.78	0.56	100%	100%

注：2013 信达香港数据来源于该司年报；其他数据系同业走访了解和集团财务口径数据交流，未经审计。

（三）在港同业开展的业务种类和持牌情况

作为资产管理公司系的在港机构，四家公司的业务种类大体相同，业务开展的路径也大致相似，包括固定收益、股加债、权益类投资以及资产管理业务等等，其中，固定收益类投资项目占比均在 50%以上。

为了扩大各自的业务范围，在港机构通常会择机申请香港金融牌照或者收购牌照公司（各家持牌情况如下表 2）。2008 年底，信达耗资 2.4 亿港元收购亨达国际，随即更名为信达国际（0111.HK），在从事资产处置、托管清算、证券、期货、资产管理、保险、基金和房地产投资等方面获取了业务资质和牌照；而近期，媒体报道华融国际并购香港本地券商天行国际亦被看成复制信达模式，能快速取得证券交易、期货合约交易、就证券提供意见、就机构融资提供意见和提供资产管理 5 块牌照（俗称 1、2、4、6、9 号牌照）。不同于上述两家同业，东方国际金融牌照的获取建立在内生业务能力和队伍成熟度的基础上，同时也避免了收购带来的种种融合问题；长城国际目前对资质牌照也持相对保守的态度，短期没有并购计划。

表 2：四家 AMC 在港公司的持牌情况

	信达香港	华融国际 (拟并购后)	长城国际	东方国际
持牌情况及 其它资质	1、2、4、6、9 号牌照 中国证监会 B 股交	1、2、4、6、9 号牌照 放债人牌照	4、6、9 号牌照	1、4、6、9 号牌照 RQFII 资格

¹ 文中的境外业务系在境外完成放款的业务。

	易牌照			放债人牌照
可开展业务	证券、期货合约、 标杆式外汇交易， 就证券、期货合约、 机构融资提供意见， 提供自动化交易服务、 证券保证金融资和资产管理	证券交易、期货合约交易、 就证券提供意见、 就机构融资提供意见和提供 资产管理；放债业务	就证券、机构融资提供意见、 资产管理	证券交易、证券投资咨询、 机构融资咨询，提供 资产管理服务； 在批准的额度内 投资境内证券市场； 放债业务

（四）在港同业发行债券的情况

从 2012 年信达香港首先尝试发行 20 亿元点心债，到今年 9 月上旬长城国际发行美元债券，在港 4 家同业均先后试水对接国际资本市场，募集境外美元资金共超 60 亿元（具体情况和比较，详见下表 3）。

表 3：四家 AMC 在港公司的发债情况

公司名称	发债时间	额度	期限	利率	债券评级级别
信达香港	2012. 12. 5	20 亿元点心债	3 年	4. 0%	
	2013. 9~12	10 亿美元债	5 亿：3 年 5 亿：5 年	3 年：4. 35% 5 年：4. 65%	
	2014. 5. 14	15 亿美元优先 票据	10 亿：5 年 5 亿：10 年	10 亿：4% 5 亿： 5. 625%	穆迪：A3 标普：A- 惠誉：A
华融国际	2014. 7. 9	15 亿美元债	3 亿：3 年 12 亿：5 年	3 亿：3% 12 亿：4%	穆迪：Baa1 标普：BBB+ 惠誉：A
长城国际	2014. 9. 10	5 亿美元债	3 年	2. 5% ¹	穆迪：A1
东方国际	2013. 9. 13	6 亿美元	5 年	4. 881%	惠誉：A- 标普：BBB+
	2014. 1. 15	25 亿元点心债	3 年	4. 1%	惠誉：A- 标普：BBB
	2014. 8. 26	20 亿美元中票	6 亿：5 年 4 亿：10 年	5 年： 3. 915% 10 年： 5. 136%	穆迪：A3 惠誉：A-

从债券的发行方式来看，发行人会通过设立专门的 SPV、BVI 作为发债主体，并由集团

¹ 票面利率较低因长城资产出具维好协议提供信用支持，并由中国银行伦敦分行提供备用信用证担保。

母公司提供维好协议和信用支持；从种类上看，债券品种包括了点心债、美元债、中期票据等多种方式；从期限结构上看，以中长期为主，期限涵盖3至10年；在发行利率上，各期限发行利率均低于对应国内基准利率和最高级别中短期票据、公司债的发行利率，其中，3年期最低者低于国内国债发行利率1.5个百分点，5年期最低者基本与国债发行利率持平；从外部评级结果来看，四家在港平台发行的债券依托国有信用均获得了国际评级机构的较高评级；在债券发行认购上，四家在港平台发行的债券均受到了国外投资者的追捧，最多的获得了高达十倍的超额认购。

二、同业集团公司对口部门及对在港平台管控的情况

（一）机构设置和职能划分

四家AMC的机构管理部门均被集团赋予了平台公司管控和协同业务的组织、推进的职能，但各家公司的机构设置和分工又各有特色：

信达的集团管理部除了基本职能与我司相仿外，**该部门还被赋予大客户管理的职能，负责集团对外战略合作协议的起草、签署，以及总对总客户后期的服务、管理、维护；**在合作框架协议的起草过程中就会将子公司的业务诉求整合其中，努力实现集团和子公司的协同作战。这种职能安排越来越多的被强调协同的企业集团所采用，**类似的例子还有中信集团的业务协同部，**

华融资产的综合协同部根据对接平台公司的不同，设置了三个职能组，其中，协同业务组负责集团协同业务的研究和管理；子公司管理一组和二组分别对接实业类和金融类平台。除了日常管理工作外，管理一组还负责《关于子公司重大事项管理办法》的起草、修订，以及每年结合不同行业的指标，**对旗下平台公司进行“好公司评价”，**促其向行业的一流机构看齐。

长城资产的机构协同部根据职能设置了四个处室：综合处主要负责各平台公司的股权管理和日常工作，日常工作则以审核各家平台公司的议案和项目为主；协同处负责协同业务管理；监测处负责监测各平台公司业务财务行业数据等；**专职董监事办公室**负责派往平台公司的专职董监事的相关工作。

根据集团对我部的定位，部门设置了四个业务团队，按照持牌非持牌、境内境外等原则，分别对接服务集团下辖的10家平台。对应处室施行全口径管理，即包括日常经营管理、重大事项（包括分、子公司的设立）、“三会”议案、年度考核、集团协同、经营数据收集和分析等事项。

（二）考核方式和分红要求

我司对平台公司的考核工作由机构管理部牵头，总部其他部门配合负责具体落实。考核指标的設置由财政部考核指标和不同行业的特色指标组成。机构管理部还会定期征求平台公司的意见，对相关标准进行调整，以期真实的反映行业水平和公司自身的经营业绩。

其他同业集团对平台公司的考核工作也基本都是以各公司的财务部门和机构管理部门牵头完成的。值得一提的是，信达资产对平台的考核不光结合了财政部对金融类企业较为明确的行业对标，对于实业类公司，还结合了国资委对下属央企的考核指标，使得整个考核能更加贴近行业真实水平，反映出平台公司的真实经营结果；但鉴于国资委指标出台的时滞，信达资产对平台公司的考核是在每年的3-4月份才能完成。

除东兴证券和大业信托外，目前我司其他平台公司均未进行分红。同业集团对其平台公司也大都有分红要求，但分红比例各家不一：信达资产通常的分红比例为净利润的15%，但集团会根据各平台公司的年终实际盈利情况调整下年度的分红比例；华融和长城资产目前都按40%的比例对下辖平台公司提出了分红要求，但尚未对在港平台有相关对母公司分红的要求。

（三）业务权限及项目审查

据了解，同业在港平台的业务权限普遍由集团授权管理（详情请见下表 4），权限内项目均由平台公司的决策委员会审批完成。对超权限项目，都由各集团公司的分管部门进行条线管理，报审报批。

表 4：四家 AMC 在港公司的投资权限情况

	信达香港	华融国际	长城国际	东方国际
成立之初	3 亿港元	2 亿港元	1 亿港元	3 亿港元
现状	6 亿港元	1 亿美金	1 亿港元	试点放权

根据各自在港平台的经营情况，信达和华融较成立之初的 3 亿和 2 亿港币投资权限，放大到接近 1 亿美元。在对外融资方面，华融和长城都是集团牵头，平台的管理部门负责具体组织和实施，包括华融国际、长城国际发行的美元债券事宜。此外，长城资产授予长城国际的对外融资权限为 2 亿港元，其他同业则无明确限制。

三、同业集团协同的相关情况

集团协同也是本次走访的一个重要议题，走访情况表明，同业集团层面均对这一课题开展了大量研究，设置了相应的部门来对接和推动协同业务，但各家同业对协同业务的定义、制度安排和绩效考核方式又都不尽相同：

（一）我司在协同方面的探索

在协同顶层设计方面，我司已成立机构管理与协同发展委员会全面推动协同业务在集团的全面开展，制定了议事规则，明确了委员会及秘书部门的相关职责，建立了协同业务联系人机制，积极探索和研究不同的协同模式并加以推广；召开了全辖范围的协同业务专项会议，明确了协同的路径和下阶段的相关工作。中华保险、邦信公司、东方邦信融通等平台公司也设立专门协同机构贯彻执行集团的相关战略，在提高协同意识的同时，还逐步发展了保险+小贷、保险+证券、保险+评级+租赁等协同业务。

（二）华融的理论研究

华融主要从集团战略、制度规范和业务合作三个层面对集团协同进行了理论梳理。集团制定总体协同战略，明确公司总部和分、子公司的角色，让公司总部充分发挥资源配置作用，让分公司成为区域营销的窗口，明确每个平台的定位并让每个平台的中期发展规划与集团战略契合起来；在制度规范层面，希望通过制定相应的激励措施、风险分担和利益分配机制，调动各平台公司参与协同业务的积极性，并在制度上给与保障。在业务推动层面，抓好不同业务、不同主体的协同，发挥组合拳优势、设计好一揽子综合金融解决方案。

（三）长城的协同考核

凡涉及办事处或者平台之间合作投资，介绍业务或者对集团创新有贡献的业务模式都属于长城的协同业务范畴，并纳入了集团的年度考核之中，在百分内设定了协同业务指标，权重占比为 5%。此外，每年的协同考核特色化指标都会根据集团的要求做相应的调整。

（四）信达的协同激励

信达以自愿互利为原则和前提开展协同业务，包括业务推荐和介绍资金两种形式。对于分公司来说，集团将协同业务利润的 40%作为考核基数，并将一定比例的考核利润作为分公司及个人的奖励，激励效果直接到个人；对子公司来说，协同业务收入全部计入子公司的协同考核范围内，根据当年协同业务收入情况对子公司进行排名，并通过制定的模型计算相应的考核得分，加分项最高为考核总分的 5%；而在财务处理上，协同业务收入实行分、子公

司双边记账的方式。

四、小结和启示

对在港平台的管控是每个集团的重点和难点，目前依靠股东输血和放大杠杆迅速做大规模的方式带来负债率的大幅上升，同时也会对团队建设和中后台的项目管理带来极大挑战。同业在港平台也普遍存在缺少带队伍的中层管理人员以及公开市场的专业人才，风险管控方面也存在人员配置不足，项目的贷后管理吃紧等问题。

过去20年是中国从海外输入资本的过程，而在未来20年，则将更多是输出资本的过程。香港未来的角色不再仅仅局限于为内地发行人提供国际资本和充当境内资本走出去的“启蒙老师”。因而对在港平台的管控也给我们带来了更大挑战：一是需要对于在港业务需要专业的知识储备和定期的信息更新；二是对于发债、并购、辅导上市等专业化事项，需要通晓国际惯例和实践操作，在与外部专业投行的交涉中，兼顾公司利益和任务效率，不能被“牵着鼻子走”；三是要找准行业标杆又要熟悉“国情”，引导在港平台走出一条符合自身发展规律的道路。总之，如何更好地整合集团的优势资源与在港平台对接，如何更好地服务于在港平台，并使之带领集团走出一条特色的国际化路子，将是目前一个重大的命题。