

股市仍低迷 基金欲降佣

券商分析师行业加速挤“泡沫”

机构市场扩容蕴藏“钱途” 做空机制倒逼转型

□本报记者 朱茵



CFP图片

知名研究团队无人接盘 分析师或结构性过剩

中投证券铁腕改革裁掉70人，平安证券裁掉近1/3研究员，申银万国研究所新出降薪细则，华泰联合4月起全系统整体降薪……越来越多的传闻虽然并未全部被证实，但已经让分析师感受到越来越浓的凉意。

在一次内部会议上，一家大型券商高管表示未来一段时间内市场仍不容乐观，公司决定把注意力转到关注成本和利润上来。这已率先体现在研究所对分析师的考核上，实行研究小组末位淘汰制。

业内人士表示，目前多数券商仅仅实现了由一个分析师跟踪一个行业，但中信证券、申银万国、国泰君安等大券商除了个别行业外，多数行业都是由两到三名分析师跟踪，一些如机械、医药类大行

业，分析师数量甚至达到四五人。

研究所一贯投入大，属于高成本、高产出的部门，现在整个公司收入下降，对研究所的看法也在改变。”另一家券商研究所所长表示，来自公司高管的压成本要求很强烈。

实际上，此前两三年券商研究员还一直笼罩着高薪“金领”的光环。在一些较大的研究所，当时资深研究员薪酬普遍能够超过百万元。上海某大型券商研究所一位工作仅一年多的毕业生因在一家评奖上榜团队中做助理，就被其他机构开出230万元年薪挖走。宏观、策略以及重要行业的明星分析师，年薪300万元只是行业平均水平水准，有的研究所甚至开出500万元天价“挖角”。

近期A股市场不好，卖方研

究所的老板自然没有好脸色给员工看。目前许多研究员开始陆续找‘新东家’，但事实上成功率并不高。”上海一家专注于金融领域的资深“猎头”说，“‘新东家’也在‘过冬’，会给更高等级的薪酬吗？分析师想要跳槽的心理价位和‘新东家’能给的还是有差距。”

在一些小券商里，资深分析师并不多，高薪的也不多。几位刚资深研究员薪酬普遍能够超过百万元。上海某大型券商研究所一位工作仅一年多的毕业生因在一家评奖上榜团队中做助理，就被其他机构开出230万元年薪挖走。宏观、策略以及重要行业的明星分析师，年薪300万元只是行业平均水平水准，有的研究所甚至开出500万元天价“挖角”。

“一线研究员是稀缺资源，百

万年薪的分析师很多并不在一线，他们的价格泡沫其实很大。”有资产管理公司老总认为，目前券商分析师过剩还是结构性问题。一位长期跟踪券商分析师的资深“猎头”也表示，这个行业性价比高的研究员还是很稀缺。“目前即使日子难过，研究所一般对性价比高的也不会痛下‘杀手’，因为裁掉的话，再招回来成本就更高了。”有研究所负责人私下也表示。

此外，研究不同行业的分析师之间的待遇也千差万别。有的卖方机构已经压缩甚至想不再配置钢铁、水泥等行业研究员，一些热门的消费医疗领域则增加人手。在周期性行业的投资机会遭到市场摒弃之后，身处这些行业的分析师也同样受冷遇。不仅路演没人接待，即使是在策略会上，也是“冰火

两重天”。在2012年半年度的几家券商策略会上，投资品(钢铁、水泥等周期性品种)专场应者寥寥。而同期隔壁的消费行业专场投资报告会却异常火爆，连门外都站满了踮着脚尖听众。

“卖方研究到了需要‘挤水分’的时候。”有业内人士认为，经历几年高速扩张后，目前一些行业出现“产能过剩”，机构臃肿不堪。

在考核办法上，多家券商已经开始变革。东方证券属于业内少有的奖金不与获奖挂钩的券商，而这家券商在去年的基金分仓排名中逆势上升。“选票”与“钞票”并不对等，开始让券商高管正视评奖的作用。“趋势肯定是与评奖关联度减少，与佣金分仓关联度增加。”一位研究所所长一语道破其中关键。

申银万国陈晓升：研究机构面临新挑战

□本报记者 朱茵

申银万国研究所总经理陈晓升在接受中国证券报记者专访时表示，应对市场变革与创新，分析师不仅不会过剩还远远不够。此外，分析师面临众多“黑天鹅”事件，不确定性增大的情况下，研究也面临新的挑战。

陈晓升：对分析师来说，由于市场低迷，今年的形势较以往有所不同。这些给分析师带来哪些挑战？

陈晓升：今年《关于证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》实施后，影响还是很大的，特别是对券商在发布报告上有比较深远的影响。所谓“研报门”事件之后，每家研究所都会更加重视研究报告的质量，整个行业都会反思。

第二是卖方研究竞争激烈程度又比往年更甚。基金半年报公布之后，佣金分仓前5家的证券公司市场份额不断下降，行业毛利率不断摊薄，前几名的市场不断被新加入者蚕食。卖方研究未来会不断关注市场上影响力逐步扩大的机构，例如私募、券商资产管理、保险、上市公司等，毕竟有60%的股票掌握在企业手里，基金公司的股票份额相对来说是在下降的。当然对基金未来的规模很有信心，甚至有大胆的预测，未来3-5年规模翻倍也是可能的。

第三是今年那么多的“黑天鹅”事件后，卖方研究机构如何应对。以前我们主要盯着国内外经济形势，但今年视角会更大，外资机构拥有更全的资源网络值得学习。今后我们将逐步把海外的金融市场覆盖，目前正在调整研究所的架构，原来的研究领域远远不够。

中国证劵报：目前市场的投资模式有哪些转变？未来转融通全面开启对分析师会有哪些影响？

陈晓升：A股市场的投资模式正在发生改变，从周期变化和寻找成长股票买卖为主变为以综合应用各种金融工具，开发多策略基础上的不同风险收益产品，比如固定收益类、分级产品和各种绝对收益类的产品。

转融通及未来股票期权、券商备兑权证和利率、商品等各种期货产品的出现对于证券研究提出了更加综合的挑战，产能一定是供应不足的。分析师要学会适应有做空的

市场，要适应做空机构的需求。

机构分仓含金量缩水

中小券商谋逆势突围

□本报记者 蔡宗琦

原本捧着“金饭碗”的卖方研究业务生存环境愈发严峻。WIND统计数据显示，前7个月股基成交量进一步萎缩，日均仅1434亿元，机构分仓数据延续此前两年的下滑趋势似乎不可避免。在此形势下，部分中小券商逆势扩张意欲突围。

含金量缩水

数据表明，各卖方研究之间的竞争日益激烈，机构总佣金收入连续两年负增长，且降幅呈现扩大趋势。2011年基金分仓总佣金收入不到47亿元，为2009年的70%。佣金收入排名前十券商的收入明显减少：2010年排名前十券商佣金收入总额为30.3亿元，较2009年减少11.5%；2011年前十券商佣金收入总额为20.3亿元，较2010年减少20.3%。

在行业收益大幅下滑之际，去年底以来诸多券商研究所传出降薪裁员乃至整个团队出走却难觅下家的消息，甚至有观点认为卖方业务经过多年高速扩张已经出现泡沫，即将进入降温期。

中小券商逆势扩张

“券商研究业务的市场空间其实在大大增加。”尽管全行业交易数据大幅度下滑，民生证券研

究所所长李锋并不认同“卖方研究业务已经进入瓶颈期”的说法，“保险资金正在改变交易通道，社保新增资金即将入市以及员工持股计划的推出，很多信息都表明机构投资者持有的资金正快速增长，对卖方服务的需求将上升而非已经饱和”。

与其持相同判断的机构也并非少数。2011年以来，大型券商如银河证券，中小型券商如宏源证券、西南证券、信达证券、日信证券等都加大了对研究业务的倾斜，原本仅服务于营业部研究团队开始转向卖方研究。

部分券商排名则异军突起。民生证券2009年行业排名第75名，2010年为第50位，2011年挤入前30名；华创证券从2010年的第36名前进至2011年的第26名；信达证券则从2010年的第48名进至2011年的第35名。

“我们希望能抓住行业弱势的机会逆势扩张，近期已聘请邱晓华担任首席经济学家领军研究业务，同时招聘了多位知名的行业研究员加盟，壮大研究实力。”民生证券相关负责人表示，民生证券的研究团队已经扩展至80人左右规模，下半年还计划向保监会申请开展保险通道业务的相关牌照，“今年机构佣金收入有望在去年的基础上继续翻番，希望年终能够进入前20名”。

基金欲降佣 券商卖方业务恐入不敷出

从整个券商行业的代理证券买卖收入来看，券商在机构客户所获得的稳定收益占比越来越高。据业内人士统计，在券商总收入中，券商基金分仓所得占比从2009年的4%上升到2010年的5%，再到2011年上半年的7%左右。

值得关注的是，连续几年来，基金佣金蛋糕不断变小。2011年基金交易产生的佣金费用较2010年的62亿元萎缩约21%，研究所普遍认同今年情况会更糟糕。有大券商预计，从监测看，如果今年上半年整体分仓收入萎缩20%，全年将只有40亿元。同时不少基金公司拖欠手续费也是业内公开的“秘密”。

而大券商或许首当其冲。去年申银万国的基金交易佣金占券商佣金总收入比重最高，达9.12%，中信证券和国泰君安基金佣金占比分别为3.7%和4.4%。

“行情不好，研究员推荐的股票能否为基金赚钱成了唯一考核标准。”某基金公司人士称，过去对研究逻辑等一些浮华的指标也不复存在。”尽管分仓原因有各种“华丽”说辞，但当前不少基金公司实际已经将推荐股票的成功率作为佣金分仓的考核标准。

业内人士介绍，近两年部分券商在研究方面投入十分巨大，如果分仓无法达到预期效果，将面临

入不敷出的局面。原因之一是研究所的成本快速上升，一个配置齐全的研究所至少要投入5000万元，并且需要持续投入；原因之二是券商竞争激烈，如果没有一定的客户基础，单靠挖人来重金打造已经很难。开拓市场很难，而丢失份额很快。”一位研究所所长说。另一家研究所所长也感慨，这两年基金公司的要求越来越高，纯粹做研究赚钱也越来越难。

多位券商研究所所长认为，在当前的券商研究所盈利模式下，如果基金降佣，势必会给券商造成不小损伤。

申万研究所总经理陈晓升认

为，基金降佣，其实是“竭泽而渔”。事实上，香港这类成熟金融市场，基金的佣金也在千分之二点三到二点五之间，如果内地进一步降佣，那不是鼓励基金经理频繁交易吗？最后的投资损失和成本其实还是投资者埋单。

即使有被“打折”的威胁，券商并未放弃通过研究所服务高端客户的盈利模式。在经纪业务收入进一步下滑的时候，中信经纪业务负责人徐刚认为，高净值客户、机构、企业相关业务的利润率要高。要通过通道转型，使业务向“高端化、机构化”方向发展，促进收入与利润的上升，进而改善收入费用率。

陈陈晓升也认为，做空机制引入后，对研究必然将有一些不一样的要求。

不过，“未来保险、券商资产管理、QFII投资者数量都在不断增加，机构市场还很大，对研究的需求在上升。”陈晓升认为，只是因为市场低迷，未来这些趋势变化没有被大家看见，但随着金融领域的创新不断和券商的创新业务空间打开，可以提供的产品种类将极大丰富，目前的分析师肯定难以满足券商对研究的要求。

做空机制倒逼 卖方研究加速转型

分析师行业注定是变化不断的。多家券商老总都表示，转融通一旦全面开启，代表着A股全面做空时代真正到来，将使得A股盈利模式彻底颠覆。此前A股只有做高股价才能获利，但未来随着做空也能获利，卖方的研究模式和方法也将面临彻底转变。

一家知名私募基金就在微博上预计，转融通全面开启之后，做空时代到来，不少基金、私募等都会加入进来，市场负面新闻、谣言将会增加。

过去在复杂的利益分配背

后，国内分析师几乎不写负面研报，针对个股的“中性”评级已很罕见，更多是给不看好股票“推荐”评级。今年暴跌的中报业绩，击破不少分析师“强烈推荐”的评级。水泥、化工、钢铁、纺织行业已经成为误判分析师“重灾区”。

释放利空研报，引发相关股票价格暴跌，通过做空机制赚取暴利，美国做空机构“浑水狙击”模式屡试不爽，曾令新东方、分众传媒等众多中国概念股闻之色变。业内人士认为，未来这一幕必然会在A股市场上演。

国泰君安证券研究所所长黄燕铭认为，投资正股交易下的研究方法和对冲交易下的研究方法体系是有很大差异的，而国内券商普遍没有做好这方面准备。做空机制出来之后，机构投资者的策略会有改变，而研究也必须随之而变。做空机制对于研究的影响，不光是策略、金融工程，同时也包括行业公司的影响。

转融通全面开启之后，分析师对股票的乐观情绪或许将有本质转变。

“A股盈利模式将有改变，分析师如果固守原来的评级和研究模式，必然会被市场淘汰。”一家基金公司的投资总监表示。

“最近不少海外投资者不是问A股可以投什么，而是问可以做什么？”一位券商分析师表示，已经熟悉和习惯做空机制的海外投资者将会把做空的投研理念引入内地，这对分析师将是一个倒逼机制。正如当年QFII初次进入内地市场，对内地券商研究领域的规范化国际化有根本影响一

陕西省天然气股份有限公司2012年第三次临时股东大会会议决议公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。
重要提示：
1、本次股东大会无否决提案的情况；
2、本次股东大会无修改提案的情况。
一、会议召开和出席情况
陕西省天然气股份有限公司2012年第三次临时股东大会于2012年8月22日上午9:00在公司十一楼会议室召开。出席本次股东大会的股东共计6名，股东代表共计6人，代表公司股份798,018,531股，占公司股本总额的78.48%。本次股东大会的召开符合《公司法》和《公司章程》的有关规定。
会议由公司董事长袁小宁先生主持。出席本次会议的股东代表有：陕西省投资集团（有限）公司总会计师王宗发先生；陕西秦龙电力股份有限公司总经理曹松林先生；澳门华山创业国际经济技术合作与贸易有限公司董事长刘勇力先生；西部信托有限公司副总经理张荣超先生；陕西华山创业科技开发有限公司总经理任旭东先生；董事、董事会秘书梁倩女士。被授权代表娜威中央银行行使表决权，持股数量为：916,861股）。公司部分董事、监事、高级管理

陕西省天然气股份有限公司
董 事 会

二〇一二年八月二十二日

中国光大银行股份有限公司
关于香港代表处升格为分行的公告

本行及董事会全体成员保证公告内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实、准确和完整承担个别及连带责任。
根据中国银行业监督管理委员会（以下简称“中国银监会”）近日作出的《中国银监会关于光大银行香港代表处升格为分行的批复》（银监复〔2012〕421号），本行香港代表处获准升格为分行，本行将按照香港有关法律法规履行相应法定程序，并向中国银监会报告有关进展情况。
特此公告。

中国光大银行股份有限公司

董 事 会

2 0 1 2 年 8 月 2 2 日

中国光大银行股份有限公司
关于更换保荐代表人的公告

本行及董事会全体成员保证公告内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实、准确和完整承担个别及连带责任。
中国光大银行股份有限公司（以下简称“本行”）近日收到本行在境内首次公开发行A股股票并上市（以下简称“A股IPO”）的保荐机构中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的通知，因原保荐代表人孔玉飞离职，不再担任本行A股IPO持续督导工作的保荐代表人，中投证券委派孙珊珊接替持续督导工作，履行保荐职责。
本次变更后，担任本行A股IPO持续督导工作的中投证券保荐代表人为万久清和孙珊珊。
特此公告。

中国光大银行股份有限公司

董 事 会

2 0 1 2 年 8 月 2 2 日