

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为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太高。”上海一家专注于金融领域的资深“猎头”说，“新东家”也在过冬，会给予更高等级的薪酬吗？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。几位刚工作一两年的年轻分析师都表示，月收入也就是几千元，预计在这样的行情里，年底也没有多少奖金。大券商里有明星研究员坐镇把守，但也要看领导脸色，有的领导认为要裁员“过冬”，对于这些高薪的产出少的分析师也不会特别挽留，因此也就出现某知名研究团队跳槽无人接盘的尴尬事件。

“一线研究员是稀缺资源，百

万年薪的分析师很多并不在线，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年上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的听众。

卖方研究到了需要“挤水分”的时候。”有业内人士认为，经历几年高速增长后，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“炒票”并不对等，开始让券商高管正视评奖的作用。趋势肯定是以评奖关联度减少，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。

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。

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，不确定性的增大情况下，研究也面临新的挑战。

中国证券报：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年规模翻番也是可能的。

第三是今年那么多的“黑天鹅”事件后，卖方研究机构怎么应对。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。中国证券报：目前在疲弱市场挤压之下，有一些券商研究所对研究人员做出较大调整。申万研究所今年在研究人员的布局和研究重点上有哪些变化？

陈晓升：去年以来研究员的队伍增加了一些，应对机构投资者和证券行业变化，需要更完善队伍，分析师团队的成长需要不同的发展阶段。人员的扩张是希望覆盖面更宽，深度进一步加深。现在单纯研究员已有180个。去年是夯实基础的一年。数据库、研究方法、研究模型都在完善，未来覆盖的研究类别上也会更完善。

中国证券报：卖方市场竞争激烈，不少研究机构在服务上升级，甚至各出奇招，怎么看？

陈晓升：我们希望能够真正对投资者的投资有帮助，研究有没有价值，不是各出另类的“奇招”，最终这个市场还是要看谁能够长期获胜。从买方角度看，希望那些真正专业的投资者是我们的客户，以专业服务专业。

中国证券报：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运用各种金融工具，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。

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发展已经出现泡沫，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

究所所长李峰并不认同“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的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，下半年还计划向证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”。

做空机制倒逼 卖方研究加速转型

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，而是问可以做空什么？”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首次进入内地市场，对内地券商研究领域的规范化国际化有根本影响一

样。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。

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”评级已很少见，更多的是给不看好股票“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。

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。

3、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

次股东大会的召集符合《公司法》及《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

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

责任公司总经理任旭东先生；董事、董事会秘书梁倩女士；被授权代表挪威中

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

人员参加了会议。北京市奋迅律师事务所律师出席本次股东大会进行见证，并出具了《法律意见书》。本次股东大会按照会议议程，以特别决议的表决方式审

议通过了《关于修订公司章程的议案》。该议案的表决结果为：赞成票798,018,

531股，占出席会议有表决权股份总数的100%；反对票0股；弃权票0股。

三、律师见证情况

本次股东大会经北京市奋迅律师事务所王英哲律师、张晓芬律师现场见

证，并出具了《法律意见书》，认为公司本次股东大会的召集和召开程序符合法

律、法规和《公司章程》的规定；出席会议人员的资格、召集人资格合法有效；会

议的表决程序、表决结果合法有效。本次股东大会形成的决议合法、有效。

四、备查文件

1、经出席会议董事签字确认的股东大会决议；

2、律师对本次股东大会出具的《法律意见书》。

特此公告。

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

证券代码:002267 证券简称:陕天然气 公告编号:2012-034

证券代码:601818

证券简称:光大银行

公告编号:临2012-020

证券代码:601818

证券简称:光大银行

公告编号:临2012-021

证券代码:601818

证券简称:光大银行

公告编号:临2012-022

证券代码:601818

证券简称:光大银行

公告编号:临2012-023

证券代码:601818

证券简称:光大银行

公告编号:临2012-024

证券代码:601818

证券简称:光大银行