■ 机构百态年终聚焦·证券公司

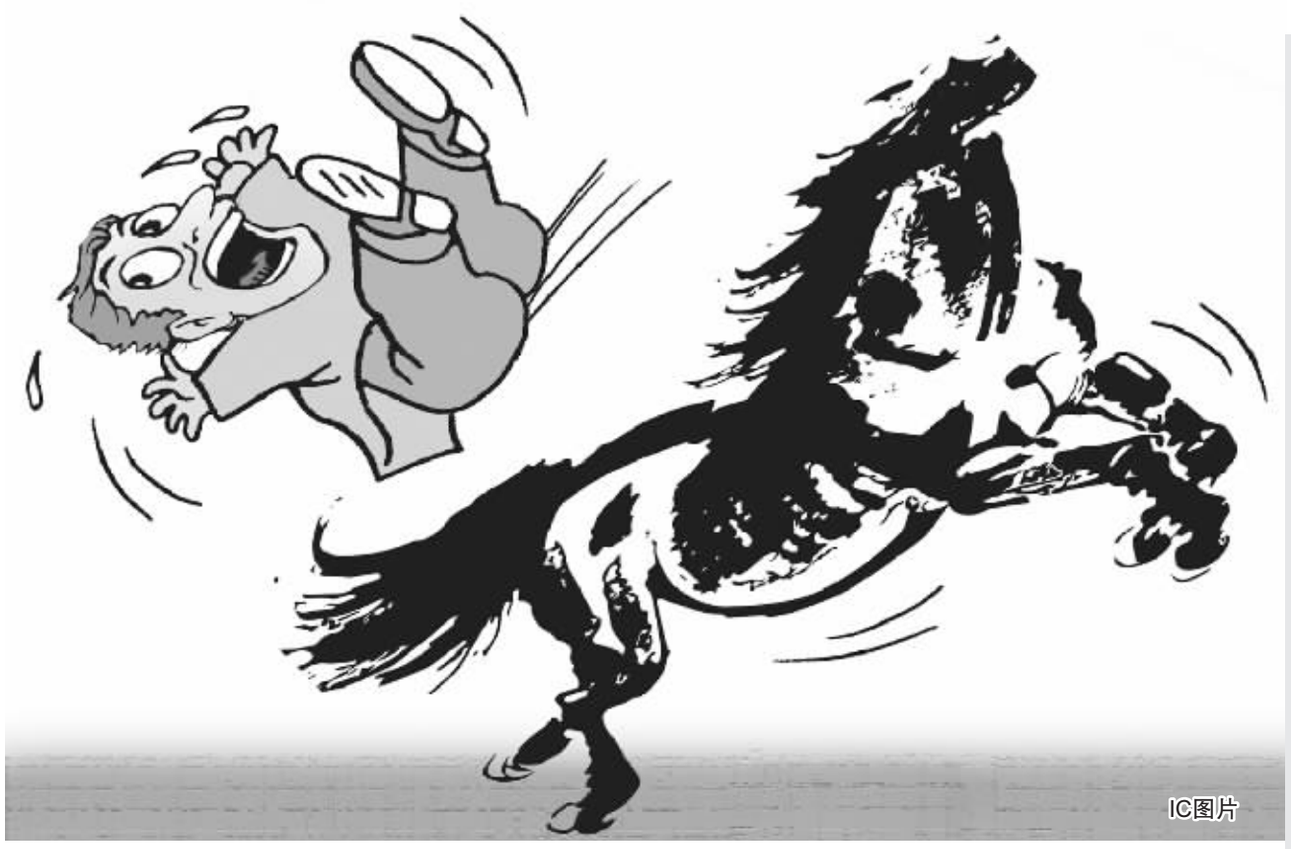
券商“血拼”创新 规模化拐点谁成黑马

□本报记者 蔡宗琦

一边是热火朝天的创新大戏不断，一边是勒紧裤腰带“过冬”，2012年的证券行业面临着政策和业绩的“冰火两重天”。

在经历行业政策全面松绑、创新起跑后，2013年将是行业“大比拼”的一年。经营环境的变化将使券商利润结构发生巨大变化，原本占据八成收益的经纪业务收益日渐式微，债券、融资融券等新业务则将快速翻滚增长。

面对利润巨大变化，监管层断言“苦日子才刚开始”。证券行业恐难再维持前几年稳定的行业格局，固化的格局需要新的“鲶鱼”来搅动。大浪淘沙，谁会被淘汰出局，谁又将成为新的“黑马”？



IC图片

寒冬里的一把火

2012年，已经连续利润下滑两年的证券行业未能止住业绩缓慢退步的趋势。国泰君安统计数据显示，从行业总体净利润情况来看，前三季度同比下滑8%至263亿元。此前，这项指标已经连续两年下滑，降幅分别为50%和16%。其中经纪业务手续费在今年前三季度为389亿元，同比下滑32%，证券承销业务收入129亿元，同比下滑16%，唯有投资收益同比增长426%至214亿元。

证券业今年的业绩低迷其实并不出人意料。2009年以来，股市表现低迷，成交量持续下滑，而投行业务更是在2012年陷入IPO僵局，而这两个难题至今仍未破解，让不少分析人士对未来的业绩贡献存疑。正在此时，行业再次传出降薪裁员的传闻，一年以来，中金公司、中信证券、银河证券和广发证券等券商均被波及。

不过，值得关注的是，在行业业绩下滑至冰点之际，上市券商股价一年来的表现远远跑赢大盘，正在如火如荼召开的券商策略会上，几乎所有的非银分析师都在年度策略里给了证券行业“推荐”评级，业界共识，证券行业已经迎来“业绩底”和“政策底”。

尽管业绩总量表现差强人意，但值得关注的是，已有部分创新业务开始抢跑，进入规模化拐点。国泰君安数据表明，今年前10个月，融资融券业务余额为770亿元，相较2011年底增长101%，资产管理规模更是从2011年底的2819亿元快速飙升至10月底的9296亿元，增速高达230%。此外，10月末债券承销额6633亿元，同比增长102%。其中，资产管理规模的攀升速度最为惊人，其二三季度环比增长分别为60%、94%，年内破万亿元已经没有悬念。

利润结构生变

事实上，2013年，证券行业面临的不仅是来自证券市场的制度红利，更是整个金融系统的制度转折。

过去几年中，在信贷紧缩和企业融资需求旺盛的格局中，银行的表外资产规模快速扩张，信托业的资产管理规模更是持续成倍增长，截至三季度末，银行理财规模在6-7万亿元，信托资产规模达6.32万亿元，而券商资产管理规模仅为9296亿元（且包括7000多亿元的定期票据类定向资产管理计划，而集合类资产管理计划不足1500亿元）。银行与信托的理财产品极大地挤压了券商资产管理产品的生存空间。

长江证券分析师刘俊认为，目前券商的经营环境和竞争格局、业务和产品种类、客户结构等各方面，较2009年以前实际上已发生了显著的变化。此次创新，源于监管层对资本市场和券商监管政策改革的推动，也有券商盈利结构畸形、脆弱亟待改善的内在动力；但政策只是催化剂，从更深层次来看，券商创新是自身经营环境改变的累积结果，顺应经济结构调整和融资体系改革的趋势，承接银行表内万亿资产不断转移到表外和非银机构的需求。因此，从资本市场发展和金融管制放松的角度，行业成长空间已大幅拓宽。

上市券商利润结构也能反映盈利模式变化的趋势。根据2012半年报附注中披露的分部利润情况，不少券商自营业务对利润的贡献超过了经纪业务，其中兴业证券、国海证券、宏源证券等券商自营贡献率超过了50%，这与过去两年有较大差别。

经营环境的变化已使券商利润结构发生了巨大变化。券商盈利更多来自于固定收益类产品（即资本运作型业务）的投资收益和融资融券、债券承销、期货等有望持续增长的业务。资本运作和新业务的先发优势，将拉大券商盈利的差距，由此导致业绩进一步分化。

谁将成为新“黑马”

面对经营环境和利润结构的巨大变化，证券行业恐难再维持前几年稳定的行业格局。

“中国现在有100多家证券公司，但100多家远远不够，今天在座各位是中小券商，过四年八年之后有些可能还是中小券商，有些可能早已成为大券商了。”今年10月底刚刚履新，主管证券、基金、期货等机构的证监会主席助理张育军在广州一次针对中小券商的会议上如是表述。

参会券商透露，张育军上任后调研多家机构，但感觉“参差不齐，有些比较让人失望，也有些让人很欣慰”。监管层的意图非常明显，政策配套齐全后，券商必须做好面对竞争、面对残酷市场的准备。张育军在会议上再三提及，对于券商而言，“苦日子才刚开始。某种意义上讲，苦日子尚未开始。要迎接更激烈、更残酷，但是更公平的竞争”，他提醒那些沉浸在通道模式下的券商“不要希望再来一场泡沫让大家赚的盆满钵满，那个时代一去不复返了”，面对即将开始的苦日子，“每家机构都要清楚战略——你准备干什么，你要区别于对手，区别于邻居。”

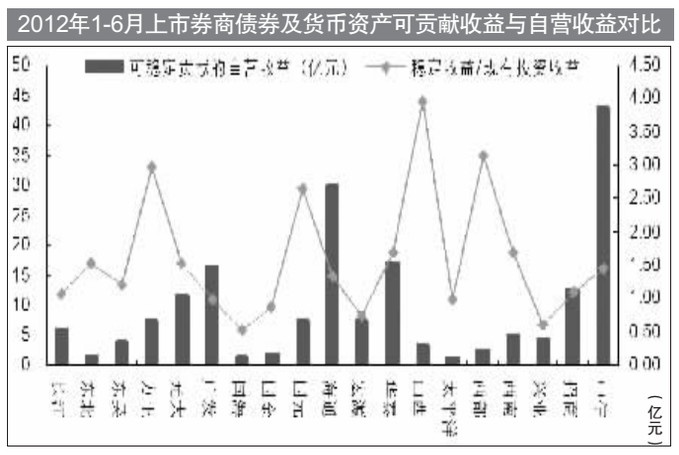
“监管层苦口婆心，但干成什么样靠自己。”一家北京参会券商的高管如是点评，自综合治理之后，证券行业几乎“风平浪静”，各家券商依赖通道业务活得滋润，行业格局几乎形成定居，未有打破，“你看每年行业前十大券商，几乎都是那么几家，只是座次偶尔调整，二三梯队的券商虽然个别会往前冲刺，但也很难改变大格局”。

这种固化的格局需要“新鲶鱼”来搅动。不少老证券人明白，眼下的机遇难得，错过这个时间窗口，杀出重围成为黑马的难度将大大增加。“看上世纪90年代的中信证券，比起一些当时的‘巨无霸’，只是一家普通的中小券商，谁曾想到那些所谓巨头轰然倒塌，而中信会成为行业龙头？”

从近年证券行业表现来看，杀出重围并非没有可能。如平安证券、国信证券等券商的投行业务，宏源证券的债券业务，均是顺应市场变化占据自己的一席之地。

“我们今年已经跟大股东多次沟通，要支持要政策，就怕错过这班车。”前述券商高管透露，未来证券行业再出现“黑马”也并不尽然全是中信证券似的“高大全”，有特色、有竞争能力、有区域优势的券商均可以借着“一招鲜”闯出一条路来。

2012年1-6月上市券商债券及货币资产可贡献收益与自营收益对比



2005-2012年上市银行、保险及券商财务杠杆倍数变动

资料来源：Wind，长江证券研究部

经纪收入占比或持续下滑

□本报记者 杜雅文

今年券商出现“结构性行情”。一方面，融资融券、新三板等创新业务推出，人才需求量大幅增加；另一方面，经纪业务收入持续大幅下滑，很多营业部裁员降薪。业内人士表示，随着创新业务的推出，经纪业务收入占比将持续下降，券商零售业务转型迫在眉睫。

佣金率可能加剧下滑

监管部门近期推出一系列创新政策为营业部设立、客户开户等“松绑”。业内人士预计，系列新规可能将使营业部数量大幅增加，并使一些地区的佣金率出现较大幅度下滑，对券商经纪业务造成一定冲击。

申银万国分析报告认为，他们选取了有明显地方特征的券商，即其所有佣金收入中来自某省市的佣金收入占比大于或接近50%，且占当地市场份额相对较高，将其佣金率（或多家券商佣金率的平均值）作为该省市佣金率的近似值，计算出各省份的佣金率情况，发现福建、浙江、天津、广东、上海等东部省份的佣金率明显较低，为0.075%以下，因此下滑压力较小，而甘肃、宁夏、广西、陕西等地佣金率在0.12%以上，具有较大的下滑压力。

根据他们测算，券商营业部的放开，将对国海证券、西部证券、太平洋证券、山西证券、东北证券等佣金率明显高于平均水平的地方性券商产生较大冲击，平均佣金率降幅在30%左右。而对西南证券、方正证券、兴业证券等地区竞争已较为充分、佣金率已低于或等于全国平均水平的券商，冲击则相对有限，约10%左右。整体而言，营业部的放开将对行业整体佣金率产生15%的下降压力，对部分地方性券商形成约30%的冲击。

收入结构进一步分化

佣金收入下降，意味着营业部对券商利润贡献率将再度下降。长江证券分析师刘俊认为，如果佣金费率再度下降，那么营业部有可能出现更大幅度的裁员，以降低过去几年网点扩展中剧增的成本。不过，营业部仍有着较高的存在意义，因为营业部所拥有的零售客户仍是保证金利差、金融产品代销和资产管理等收入的基础。

他认为，目前收入结构已经不能真实反映券商盈利能力，利润结构分析才是王道。从收入结构看，佣金收入仍是券商最大的收入来源；但从利润结构看，按照对各业务的成本扣除法，佣金对利润的贡献率已由2009年的52.8%降至2012年上半年的-2.04%，即使考虑经纪客户的保证金利差收入，经纪业务对利润的贡献率也从64%下降至目前的20%；而自营和两融业务利润贡献率则分别提升至54.6%和7.25%。

随着券商系列创新政策的推出，佣金利润贡献将难以提升。刘俊说，保守假设明年股市成交量进一步下降约10%-15%，即日均成交量1000亿元，而考虑到饱和地区网点新设放开、非现场开户等政策影响，导致行业佣金费率在现有基础上下降10%，且证券公司进一步优化营业部人员结构，持续降低成本支出，则测算出明年佣金收入的利润占比仅为1.5%。即便考虑客户保证金利差收益后，经纪业务对利润的贡献率将维持在20%-22%左右，这表明经纪业务将不再是券商主要的利润来源。他还预测佣金收入占比在一到两年后，将从目前的43.84%下降到27.62%，在创新业务成熟阶段则会进一步下降到20.88%。

资管迎来“爆发”契机

□银河证券 李艳峰

证券公司资产管理业务正迎来创新发展的“春风”。管制放松利于证券公司产品研发、资金运作及综合服务等方面独特潜质的发挥，目前受托管理资金弹升之势已经显现，其管理的资产规模有望迎来井喷。

2009年至2011年，我国货币供应量大幅上升，M1由16.62万亿元增至28.98万亿元，劲升74.4%。货币资产保值增值的金融需求，不再仅限于股市、债市和房市，还包括一系列的理财、投资产品等。银行理财产品、信托资产、基金投资、投连险以及证券公司资产管理产品都是对M1存放在哪里的一种分割。

近三年，银行凭借“存款搬家”的便利性，理财产品余额达10.4万亿元（2012年6月末），龙头地位无法撼动。信托资产规模由3.04万亿（2009年末）升至5.54万亿（2012年6月末），并于2011年末，以4.81万亿元的规模超过公募基金的2.19万亿元。究其缘由，乃利用“全牌照”优势，对接社会资金热点，及时推出创新产品，如房地产信托、矿产信托、信托贷款类理财产品等。

同期，我国证券公司资产管理业务发展严重不足，因受限股和债市投资范围、缺少“赚钱效应”，2009、2010年末，48家证券公司受托管理资金规模分别为1483.32亿元、1866.29亿元；即使业务快速增长的2011年，年末也仅为2818.68亿元。

经历了2009年至2011年货币供应的高速增长，未来5年，M1低速增长可能将成为常态。这将进一步加剧证券公司与银行、信托、保险、基金等资产管理机构对M1的争夺。如不思变、求变，证券公司资产管理业务将日益陷入发展困境。

可喜的是，证券公司资产管理业务正迎来创新发展的“春风”。目前，证券监管机构在强化监管、防控风险的同时，开始放松业务管制，提高审批效率、放宽投资范围。管制放松利于证券公司产品研发、资金运作及综合服务等方面独特潜质的发挥。

纵是创新发展初期，受托管理资金弹升之势已经显现。2012年6月末，证券公司资产管理业务受托管理资金规模达4802.07亿元，较年初增加70%；随后的3个月内，规模将近翻番，达9295.96亿元。2012年末，规模将逾越万亿“大关”。2013年，规模有望再翻一番，达到2万多亿元。2015年，规模将超过公募基金，高于5万亿元。

资产管理业务的腾飞，在为证券公司带来行业盛宴的同时，也将重新划定证券公司的竞争格局，奠定未来较长时期各自的行业地位。笔者拙见，要在快速发展的资产管理业务中赢取主动，除了常规发展思路外，还应大胆创新、勇抓“鳌蟹”。

一、借助研究支持，跟踪分析M1流向和需求，适时、快速推出资产管理创新产品，吸引资金流入。

二、顺应资产证券化趋势，丰富产品链，提高产品管理能力，并抢先竞争对手，打造规模超前、收益领先的产品组合，树立行业品牌、引领行业增长。

三、以指数型基金、长期投资等产品为依托，建立融资融券、债券或股票回购业务等的资金输入通道，在资产管理自身发展的同时，也为其他业务输入发展资金，实现多赢。

四、探索投融资机制改革，分立资产管理业务子公司，并购及新设产业基金、私募基金，直接连接资金供需双方，将资金引向嗷嗷待哺、数量庞大的优质公司群及项目资源。

IPO收入减半 投行重心转移

□本报记者 朱茵

无论是IPO上市数量，还是承销费，券商2012年的成绩单创出了2010年来三年低点。竞争更加激烈，在投行收入减半的同时，券商投行排名也发生较大变化，南方派系券商崛起，老牌券商的沦陷，而债券收入则成为最大的亮点。2013年，发行体制改革将进一步改变行业收入来源和业务前景，投行重心仍将进一步发生转移，大力发展非IPO业务，尤其是再融资、并购和债券等业务。

IPO收入大降

今年券商投行收入整体将比去年下降超过一半，更为激烈的市场竞争，不仅迫使券商投行部门裁员降薪，同时也导致投行大佬的座次重排。

Wind数据统计显示，今年以来，39家券商共承销153单IPO项目，实现IPO承销收入54.6亿元，同比剧降57.2%。而去年同期，56家券商合计承销259单IPO项目，获得承销与保荐费用124.8亿元。与2010年156.5亿元相比，今年的承销收入更是天壤之别。目前具有保荐资格的券商共有77家，这意味着另外38家券商IPO承销收入今年尚颗粒无收，约占总数一半。

在总收入榜单上，国信证券、中信证券、平安证券位列三甲，承销收入合计分别达到9.96亿元、7.36亿元和5.06亿元，这三家券商分去了市场三分之一的“蛋糕”。广发证券和华泰联合占据第四、第五的位次。前5家券商的承销保荐总收入合计达27.2亿元，占据IPO承销收入的“半壁江山”，在市场总规模下降时，IPO市场出现了难得的市场集中度上升态势。

2011年凭借IPO承销收入颇丰并居于榜单首位的平安证券，今年排名下滑、收入锐减。根据统计，2011年，平安证券共承销34单IPO业务，居各大券商之首，其承销收入达17.2亿元。加上债券承销收入，平安证券去年累计获得的承销收入达19.4亿元。但今年IPO融资额大幅缩水，平安证券倚重的IPO承销业务所贡献的收入也锐减，其承销的IPO项目为14单，不及去年的一半，由此获得的承销收入仅有4.3亿元，仅相当于去年同期的1/4。

值得关注的是，在国信证券、广发证券等南方派系券商崛起的同时，在2012年的IPO市场上，一些老牌“劲旅”表现颇不如意。Wind资讯数据显示，在2012年的收入排名榜上，中金证券已排在国金证券和宏源证券之后，位列第八。此外，高盛高华等多家合资券商IPO也交了白卷。

债券收入“挑大梁”

不过，令各大券商稍觉宽慰的是，今年债券市场的承销业务增速喜人。粗略估算，这项业务给券商贡献了137.7亿元的承销收入，远超IPO业务贡献的收入。有家小券商甚至表示，今年赚钱的部门只有债券部，因此“底气最足”，在公司开会时债券部门人员的座位都靠前，发言也是第一个。

今年在IPO市场降温的同时，债券发行明显提速。Wind数据显示，截至12月19日，今年69家券商共承销1069只债券(主要为企业债、公司债、金融债)，募集资金合计达1.38万亿元。按照1%的承销费率计算，69家券商合计吸金137.7亿元，较去年同期大幅增长92.6%，远远超出同期IPO承销收入。

从承销数量排名看，债券发行家数最多的是中信证券，承销家数达125单；国泰君安和国开证券紧随其后，分别承销76单和75单。从债券承销收入来看，3家券商的债券承销收入均超过了同期IPO业务的承销收入。其中，国开证券成为今年债券承销业务的“黑马”。去年同期，国开证券承销的债券数量只有8单，由此取得的承销收入也仅有0.9亿元，其债券承销收入在行业内排名21位。业内人士认为，国开证券今年的债券业务突飞猛进，与其深厚背景存在直接关系，主要是国开行将企业债券承销业务平移。此外与IPO多家公司颗粒无收相比，今年只有少数几家券商在债券发行上落空。

分析人士认为，债券发行的井喷，一方面源自企业新增贷款持续不给力，且债券融资成本低于贷款融资成本；另一方面，今年以来为配合宏观经济政策调整，国家发改委加快了企业债券审批速度，也令企业债融资规模大幅提升。

市场格局将剧变

“投行赚钱不再那么容易。”业内人士认为，发行体制改革将改变投行业务收入来源和前景，一些过去非常赚钱的业务将挤掉水分，而一些创新业务将逐步贡献新利润。

4月28日，证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，随后又发布了一系列新股发行改革措施。IPO平均发行市盈率持续回落，从2011年的47.6倍降至30.09倍。

新三板扩容加速，有望成中小企业融资及转板上市渠道。近日还有消息称管理层或出台政策鼓励排队IPO企业自愿申请新三板挂牌。最近新三板企业挂牌的速度也明显加快。

“形势所迫，2013年投行重心将发生转移。”一家大型券商投行部负责人表示，由于市场融资方式的转变，整个投行界除了裁员和降薪外，还有一部分力量已经分配到并不赚钱的新三板和场外市场业务中，许多券商的场外业务部甚至已经升级到公司一级部门。券商表示，这也是为了抢占市场份额，培育将来的利润增长点。