研究部年关被裁 研究员坚持“上班”

烧钱“包袱”难改 中小券商研究所深陷生存危机

□本报记者 朱茵

年关将至，日信证券的上海研究部却被裁撤，一位苦闷的研究员暂时还没有找到下家，为了不让这几天来沪过年的父母担心，他还是坚持每天出门去“上班”。证券分析师——这个一贯被羡慕为高富帅的职业，在小券商率先出现了危机。

一边担心自己部门被裁撤，一边要转型对公司内部服务，还不时被逼着卖报告，为数不多的几个研究员，究竟该扑哪几个市场热点？投资者不买账，公司不认可……这些实实在在的困扰让一些中小型券商研究所进入生死存亡的关键时刻。



CFP图片

内外夹击 中小券商研究所无奈“去产能”

“我们研究所大概快解散了。”一家外地券商在上海的研究所行业分析师忧虑地表示，前几天行业内疯传有分析师年薪800万元，对他来说实在太遥远。

无一例外，中小券商的研究所这几年都经历了多次改革和管理层调整。多家被采访的小券商一般员工目前基本工资都很低，他们对年底奖金预期也都不高。

“年初公司给我们研究所定了几百万元的盈利目标，但基本是不可能完成的。”总部在深圳的一家小券商研究所负责人表示，最近公司开始考虑研究所的转型问题，越发让几位分析师担心自己的前途。去年投行以及资产管理业务相继扭亏，研究所改革就进入了公司领导层的视野，因为这是唯一不赚钱却还在运作的部门。

大体上看，目前国内百余家证券公司中，95家有券商研究所，其中有60多家提供对外服务，但真正能有分仓服务的大约30家，还包括亏损的券商，也就是说，一半以上的研究所是一直不能自负盈亏的。

但目前券商研究所的生存模式主要有两种：一是靠公司出钱养活，为本公司经纪业务、资管部门或客户提供咨询服务，研究所并无经营任务；二是销售研究报告获得佣金分仓收入，研究所自负盈亏。

以前组建研究所几乎是券商展示投研综合实力的一个方面，然而发展至今他们发现，卖方研究的盈利空间不断压缩，公募基金交易量减少，拖欠佣金，研究所不仅难赚钱，还成了烧钱的“包袱”。目前研究所基本是券商的品牌宣传窗口，多数不能带来直接收入，只有几家大券商还能获得相对稳定的收入。

一家大券商研究所所长表示，2007年至2009年研究所要实现盈利十分容易，因为当时有60多亿元的基金佣金总量水平，基金公司数量也不是很多。即使60家研究所都参与竞争，平均每家研究所也能获得上亿元的收入，当时不少名不见经传的小券商也能分得一杯“羹”。而如今基金交易佣金的“蛋糕”不断缩小，参与分食的券商越来越多，再加上不断递增的人力成本，券商研究所的日子就更加难过，“目前前五大研究所，维持一个拥有超过100名分析师的大型团队，一年的成本就上亿元。”有业内人士介绍。

不仅研究所赚钱难，随着证券市场的进一步发展，券商之间的分化开始显现，大券商研究所的盈利能力、创新业务能力、抗风险能力都远远高于小券商，在去年二级市场交易量增加的情况下，大券商多数实现利润增长，但日信证券等小券商却亏损，这也不难理解出现收缩研究部门的做法。

考核突围 对内服务探讨市场定价

小券商研究所的生存窘境，不仅仅只有一家，已经有一些研究所不再做卖方服务。据悉，第一创业、金元等券商已经退出卖方业务，不再对外服务。有业内人士估计，目前不提供卖方业务的研究所已有10多家，而一些还在大量做对外服务的有些名气的研究所也增加了对内服务的比重，并且逐步引入一些内部服务市场化定价的方案。研究所，特别是中小研究所何去何从成为业内的话题。

当前成功的证券研究所模式是2000年后从对内服务中走出来的。依靠首批公募基金对研究报告的需求巨大，以国泰君安、申银万国、中金公司为首的券商瞄准这一空白点，模仿国际投行的做法，开始向基金提供对外研究服务。这一里程碑的变革也彻底改变了过去研究所在公司里地位低的局面，并且随着机构投资者的发展壮大，迅速扩大影响力，为首的几家大券商如申万、国君、中金、中信等研究所都以大把的真金白银获得了市场的认可，引得众多小券商也纷纷成立研究所并加入到对外服务当中。

如今市场环境内外夹击，小券商的研究所被重新纳入对内服务，但与其它部门的矛盾立刻就出来了。

“最近我们做新股定价，并将研究成果分享给投资部门，结果惹来一堆麻烦，投资经理抱怨我们定价太低，与申购结果差距大。”华东一家券商研究所所长表示，研究员给的是合理估值，并不是申购价、开盘价，而且这并不是可以作为买方短期打新依据的。但投资经理并不买账，指责他们完全没有实用性。

不仅和自营投资部门有矛盾，有券商要求研究所直接和营业部要利润，以此来计算年底考核薪酬，结果研究所不仅得罪了人，营业部却根本不愿意分成，两个部门一直难以达成共识。

“对内服务的最大问题就是不好定价。”业内人士纷纷表示，对外则可以明码标价，或者分仓，或者卖报告。但由于内部人不好算账，在2000年之前国内研究所也一直做不起来。如果只对内服务，研究所不为公司创造利润，又被视为一个成本部门，绩效考核不到位，自然留不住人才，一些中小券商由此陷入了恶性循环，优秀研究员流失，研究所日暮西山。

“研究不分对内和对外，内部客户和外部客户都是研究所服务的对象。”国泰君安证券研究所所长黄燕铭认为，研究部门要为证券公司的各个部门、各种创新提供支持与服务，并通过经纪业务对外实现销售。随着券商各创新业务的展开，各部门的创新需求增加。

关键还在于考核机制。券商相关人士透露，多家券商考虑在2014年内部推行算账体系，将研究业务给公司的经纪、投行、资管部门提供服务都与效益挂钩。

不做“高大上” 特色经营“接地气”

虽然面临各种困难，但业内人士并不认为中小研究所无出路。毕竟我国资本市场发展时间不长，未来在研究方向和经营模式上，不同体量的研究所仍旧有各自的细分市场。目前2800只上市公司以及更为庞大的场外细分市场，是任何研究所都不可能全部覆盖的。

对于小券商的举步“艰难”，英大证券研究所亦有体会。新任研究所所长叶旭晨自有很多苦衷，但坚持认为英大证券的研究必须走“内外并举、突出特色”的道路。他表示，“内外并举”指同时开展对外服务和对内服务，即通过对外服务提高公司研究的知名度和影响力，适度分仓；同时开展公司内部的服务工作，尽可能让内部满意。公司认可研究的“价值”所在，在对外服务中才没有“后顾之忧”。

叶旭晨介绍，英大证券研究所要“突出特色”，就是依托股东国家电网公司的行业背景，重点开展电力设备、新能源、发电、节能环保等行业和上市公司的研究。该研究团队在2011年获得“公用事业和新能源金牛奖”，随后斩获“电力设备行业”研究方面的好成绩。对此，叶旭晨略显欣慰地说，这几年一直把电力相关行业当作“提高公司研究工作的突破点”。

据悉，目前市场上有几家小券商具有天然的行业优势，有的是矿业股东背景，矿业集团下的有色公司调研多数会通过他们，有的则是号称新能源行业研究特色……中小券商主攻某几个产业链既有无奈的选择也有主动为之。一位券商研究所所长就表示，这样做既可以降低运行成本，也容易脱颖而出。

“小券商靠公募基金整体派点打分分仓，靠路演和卖报告难度太大，并且销售投入也很大。基本要前25名之上才能获得。”有中部地区的研究所所长介绍，目前公司尝试对内服务参考市场价，因为投行、直投、两融业务都需要研究服务，内部研究所如果能提供优质服务，这些部门也愿意分成。对外则和当地公司合作比较多，例如进行市值管理，解禁股的理财，以及与专户基金合作，通过专项性的研究获得佣金。

万联证券研究所所长傅子恒表示，其实小券商的业务饱和度很高，不做“高大上”的事情，更多的是接地气的具体业务。比如常规对经纪业务的服务，落实到营业部的巡讲，比起明星分析师更贴近投资者，比如对两融业务的报告标的物的折扣等给业务部分具体支持。此外，在集团业务规划方面，研究所也多有参与。目前研究所的行业覆盖大约有八九个，主要集中在二级市场的持续热点，例如新能源、环保、医药、计算机、TMT\传媒、电子、商业零售，以中小市值公司研究为主。

被业内视为有本地化优势的特色券商代表——东吴证券研究所副所长寇建励表示，东吴证券研究所一直是要求内外双轮驱动的。对内做业务支持，经纪、投行、两融、公司战略等都是必须做的。对外研究所对苏州本地公司实现全覆盖，每家公司都有细致交流，外地机构过来不方便，基本会一起调研。此外，行业研究集中火力在几个领域，包括医药、环保、大机械、TMT、消费等。他透露，目前对于大公司则基本不再研究了，重点发掘存在拐点型的公司以及被市场遗漏的股票。值得关注的是，东吴研究所现有31人，行业公司部16人，虽然成本低于大券商，但由于积累的特色就在于苏州本地上市公司，所有人才流失反而很少。

瑞银证券中国证券研究主管侯延琨曾表示，国内券商研究机构除了规模大和小的区别以外，好像很难总结出一个比较好的特色。但其实，券商研究所只要在激烈的竞争中找准定位，做出特色，也是完全可以盈利和发展的。

创新加速 市场新机会不容忽视

一方面小券商的压力很大，另一方面金融创新却在为市场提供一个个崭新的竞争平台。所有券商在新的平台上处于相同的起跑线，尽管基础有所差异。自去年以来，无论大小券商，对于研究领域的方向也都有了新的认识。

叶旭晨提到，从监管方面来看，也需要研究跟得上形势，监管改革瞄准彻底的市场化，新股上市以来的动作都说明了这一点，而注册制也在推进当中，这些都会改变现有的股票价格变化。譬如，股票期权的推出将改变现有的投资策略和投资思路，这些变化都需要股票研究以新的思路切入。双向交易将获得更大的市场深度，而这将在未来经济疲弱的环境下获得快速的增长。

其次，参照海外市场发展经验，证券行业发展初期基本都是从通道驱动型业务起步，逐渐向资产驱动型业务扩张。后者的核心便在于资产的投资研究。在大资管即将来临的时代，任何研究上的疏忽，对投资都将是差之毫厘、谬以千里。

再者，未来金融期货期权、商品期货期权这样国际上成熟的衍生品都会在国内极大丰富，而人民币国际化更不会只是一个口号，届时外汇、外汇期权都需要研究，这都是券商研究需要认真思考和准备的。

广发证券研究所所长张岚认为行业必将完善研究换佣金模式，拓展新收入来源。证券市场业务和产品创新量化金融工程的应用以及国家政策目前更加注重存量盘活，都提供了新的研究方向和收入来源。

中国银河证券首席经济学家、研究部负责人潘向东曾对媒体表示，未来的服务对象将从投资者转向投资者、上市公司或拟上市公司，同时服务从场内服务过渡到场内场外都服务。随服务对象扩大可实现研究转型。

申银万国首席战略总监兼上海申万证券研究所总经理陈晓升认为，券商研究应提升证券定价和产品设计的能力。其中，证券定价除了传统的公募基金的证券交易，还包括未来投行配售、股票质押回购、财富管理投顾服务。

虽然经历了几年的调整，但业内人士认为，券商研究不过是下一轮起飞的暂歇，更是证券公司蓄力的重要部门，对于研究的看法不可过于悲观和消极。“只看见两双手在做事，看不到大脑在思考，一味挤压研究可能不利于未来券商发展的升级，大力投入研发才能为未来行业爆发增长提供弹药。”有研究所所长总结说。

一次性推荐6家企业挂牌新三板

南京证券发力投行创新转型

□本报记者 李巍

新年伊始，备受关注的新三板扩容终于尘埃落定。1月24日，与众多即将在全国中小企业股份转让系统挂牌的企业一起，由南京证券推荐挂牌的南京亚奥科技、郑州众智科技、郑州云飞扬、北京易丰印捷、北京中天金谷、宁夏上陵牧业6家企业的掌舵人，将与南京证券总裁李剑锋共同站在交易大厅的大屏前，见证挂牌鸣锣这一企业发展的历史性时刻。

“在新三板业务方面，我们目前正在运作的新三板项目遍布全国各个地区、累计达50余个，并储备了一大批项目资源。”南京证券董事长步国旬对中国证券报记者说，“过去一年多来，面对‘史上最长的IPO空窗期’，我们的投行部门积极转型，抢抓机遇，全力推进新三板业务、企业债权融资、财务顾问等项目，保证了队伍稳定、业务不断，巩固了发展基础。”

步国旬说，“下一步，南京证券将竭尽所能，为中小企业提供更多、更全面的金融服务。”

挂牌新三板实现“质”的飞跃

“我很庆幸，当初听了南京证券的建议，将公司由一家与资本市场跨山隔水的民营中小企业，推上资本市场舞台，实现了质的飞跃。”郑州众智科技董事长杨新征说，“最初我们对于新三板这个新事物，把握不准，更不能确定让企业挂牌新三板是好事还是坏事。在与南京证券相关团队接触后，深入了解新三板，我们在众多接洽的主办券商中选择了‘实打实’的南京证券。今天，我们终于如愿以偿。”如果有可能，他还希望与南京证券继续合作，在企业的经营发展达到一定水平时，考虑转入创业板甚至主板市场上市。

步国旬说，“在新三板挂牌对长期受制于融资瓶颈的中小企业来说，益处很多，如拓展融资渠道、实现财富增值、提高股权流动性、促进公司规范发展、提高企业知名度、更快实现转板上市等。现阶段在新三板挂牌，还能享受政府的资金扶持政策。在创业板上市的新开普就是一个很好的例子。他们原本是我们推荐挂牌新三板的项目，经过周详的尽职调查，我们发现这家企业发展潜力和前景很好，就鼓励他们上市，经过双方的共同努力，新开普成功登陆创业板，打开了新的发展局面。”

全力支持中小企业发展

据南京证券场外市场管理总部相关人士介绍，作为首批获得全国中小企业股份转让系统主办券商资格的证券公司，南京证券专门成立场外市场管理总部负责中小企业股份转让业务，引进培养了一批包括保荐代表人、注册会计师、律师、行业分析师等人才在内的专业团队。

截至2013年12月31日，南京证券在全国股份转让系统推荐挂牌的企业累计达11家，市场排名居行业前茅。此次集中挂牌后，这一数字将增至17家。

步国旬说，通过帮助挂牌企业进行定向发行，南京证券累计为各家中小企业实现融资8280万元。2013年成功挂牌的优炫软件，挂牌7个月后就完成定向融资1680万元，二期定向融资项目也正在推进。

新三板扩容以来，南京证券继续秉承立足长三角、面向全国的发展定位，与全国多个省、市级政府及广大企业建立起广泛联系。本次集中挂牌的企业中，除江苏南京的亚奥科技外，还有来自河南、北京、宁夏等地区的众智科技、云飞扬、易丰印捷、中天金谷、上陵牧业等五家企业。

步国旬介绍说，除了推荐企业挂牌新三板，南京证券还积极利用2012年获得的国内首批中小企业私募债承销券商资格，积极帮助中小企业进行融资，已帮助江苏、浙江、内蒙古等地的企业发行11只中小企业私募债。今年1月2日，由南京证券主承销的宁夏为民建设工程有限公司2013年中小企业私募债券顺利发行。利用新三板、私募债等新的手段，南京证券为地处西部的宁夏地区中小企业打开了直接融资的新通道。步国旬说，坚持服务资本市场发展，为经济建设作出应有贡献，是南京证券铭记于心的社会责任。

全力推进转型新路

“当前，我们要做的就是牢固坚持改革创新、稳中求进、融合协同、合规发展的理念。”步国旬强调，近期南京证券加快了致力于改善盈利模式的创新转型步伐。

“创新转型必须在有效的合规管理、风险管理前提下进行。去年全公司开展‘制度建设月’及‘制度建设回头看’等一系列活动，完善制度体系、规范工作流程；对投行组织架构进行重新调整优化，将投行业务部门与投行质量控制部门分开设置，并由不同的公司领导分管，最大限度地保障投行质控部门的独立，以此强化内控职能。”步国旬说，“今后一段时期，我们将坚持创新与合规并重的发展思路，以转型发展作为南京证券克服薄弱环节、提升业务能力的有利契机，不断提高服务实体经济、服务资本市场的能力。”

步国旬表示，下一步，南京证券将全力推进转型发展，顺应监管政策要求和证券市场变化，不断提高合规管理、风险管理以及基础管理水平，实现公司的科学发展、创新发展、规范发展。

长江证券研究所所长陈志坚：

合理佣金率有助维护本土券商定价权

□本报记者 朱茵

“我们觉得未来佣金率不是下滑，而是有提升的可能。”长江证券研究所副所长陈志坚说，只有佣金率与券商的研究服务形成良性循环，本土投行的定价权才能够实现。

陈志坚表示，研究的必要性乃至券商研究所设立的必要性随着资本市场的深入发展而越加凸显，在真正实行注册制后，定价将是市场核心，而研究所是否具有定价权也是决定其影响力的关键。

当然，陈志坚也承认，研究力量必然与公司整体实力匹配，任何一个业务存在短板，都不可能在未来的竞争中获胜。在今后资本市场的竞争必然是研究与大投行的协同作战。对于持续获得机构评选的认可，他并不认为有何秘诀，唯一就是勤劳和拼搏，目前长江证券的团队比较年轻，并辅以高度市场化的评判标准，研究所整体的拼搏氛围强烈。

2013年市场佣金率下滑趋势有所遏制，陈志坚认为这是一种市场纠偏的过程，在市场极度低迷的时候，甚至有公募基金提出降低佣金率，认为散户的佣金率比机构还低是不合理的。对于这种说法，他认为并不正确。机构投资者享受的是研究所的专业服务，很多内容甚至是定制的，这种是专业分工的结果，也有利于市场公平公正的。在基金公司成立之初也曾有讨论是否开设基金自己的交易席位，但最终监管层还是要求通过券商通道做交易。目前研究的价值通过佣金分仓返还形式体现，这种研究的价值在今后还将进一步凸显。他介绍说，在香港以及成熟市场等地，机构投资者所收取的费率远远高于国内的万分之八，这也表明佣金费率的市场化，并不只有降低一条路，优质的研究服务必然有议价能力。