

# 券商研究所谋变 收缩服务回归本源 考核引导功能重构

□本报记者 王蕊 赵中昊

“最近我们研究员同行聚会都在大倒苦水。很多研究所将来可能要‘血拼’佣金了，我们就得更加卖力去讨好那些大客户。”供职于北京某大型券商研究所的金融行业分析师张林(化名)告诉中国证券报记者。事实上，券商研究领域正在发生的这些变化，让不少业内人士感到有些迷茫。无论是新入行的研究员抑或是首席分析师，甚至各家研究所及券商管理层都在重新思考：未来卖方研究将会走向何方。

## 政策加持 业绩回升 券商股复苏基础更扎实

□本报记者 张焕灼

券商板块本周一“罕见地”集体涨停，重新点燃了萎靡已久的市场热情。分析人士指出，这一方面得益于政策面利好频出，市场活跃度回升；同时此前市场最担忧的股权质押风险也将得到有效化解。而从券商自身业绩层面来看，9月月度数据显示环比已经明显回升。

### 估值修复在即

Wind数据显示，申万二级行业中，10月15日—10月25日，券商行业上涨12.74%，在103个申万二级行业中排名第一。而此前，今年以来截至10月15日，券商行业已经下跌了超过35.06%。

“市场不热，券商日子当然不好过。”一名券商营业部人士坦言。

确实，今年以来A股市场持续调整的行情，使得占券商利润比重较大的经纪业务、两融业务等受到直接影响。据招商证券统计，此前市场已达“冰点”：一方面，今年9月两市股基日均成交额仅2470亿元；两融余额降至8227亿元。另一方面，上周(10月15日—19日)两市股基日均成交额仅2517亿元，环比下降12%；两融余额跌破8000亿元大关至7649亿元；周换手率3.55%，处于历史底部。

与此同时，对于股权质押风险的担忧，也是此前市场对券商“冷眼相看”的关键原因。联讯证券指出，本轮下跌很大程度上原因在于市场对股权质押风险的担忧，近期政策利好频现，尤其是纾解股权质押困难的相关政策能够有效化解担忧，券商板块悲观预期得到改善，促使券商板块上涨。

招商证券认为，政策底线思维明确和刺激政策有序推出，推动券商开启估值修复趋势。此前，制约券商左侧领涨的质押风险和市场化风险，在政策态度明确背景下类似“螳臂当车”。随着后续有政策利好不断释放，券商板块类似计算机板块具备极强的政策弹性，甚至可能脱离业绩约束，将成为确定性领涨板块。

从估值角度来看，券商早已具备估值底的条件，并且当前甚至仍有部分券商破净。对此，国信证券非银团队指出：“当前证券板块PB估值为1.24倍，处于历史最低位。多家券商破净，已充分反映了股票质押业务的风险。随着监管层采用市场化手段缓解股票质押业务风险，在股票质押担忧缓解后，券商股估值修复在即。”

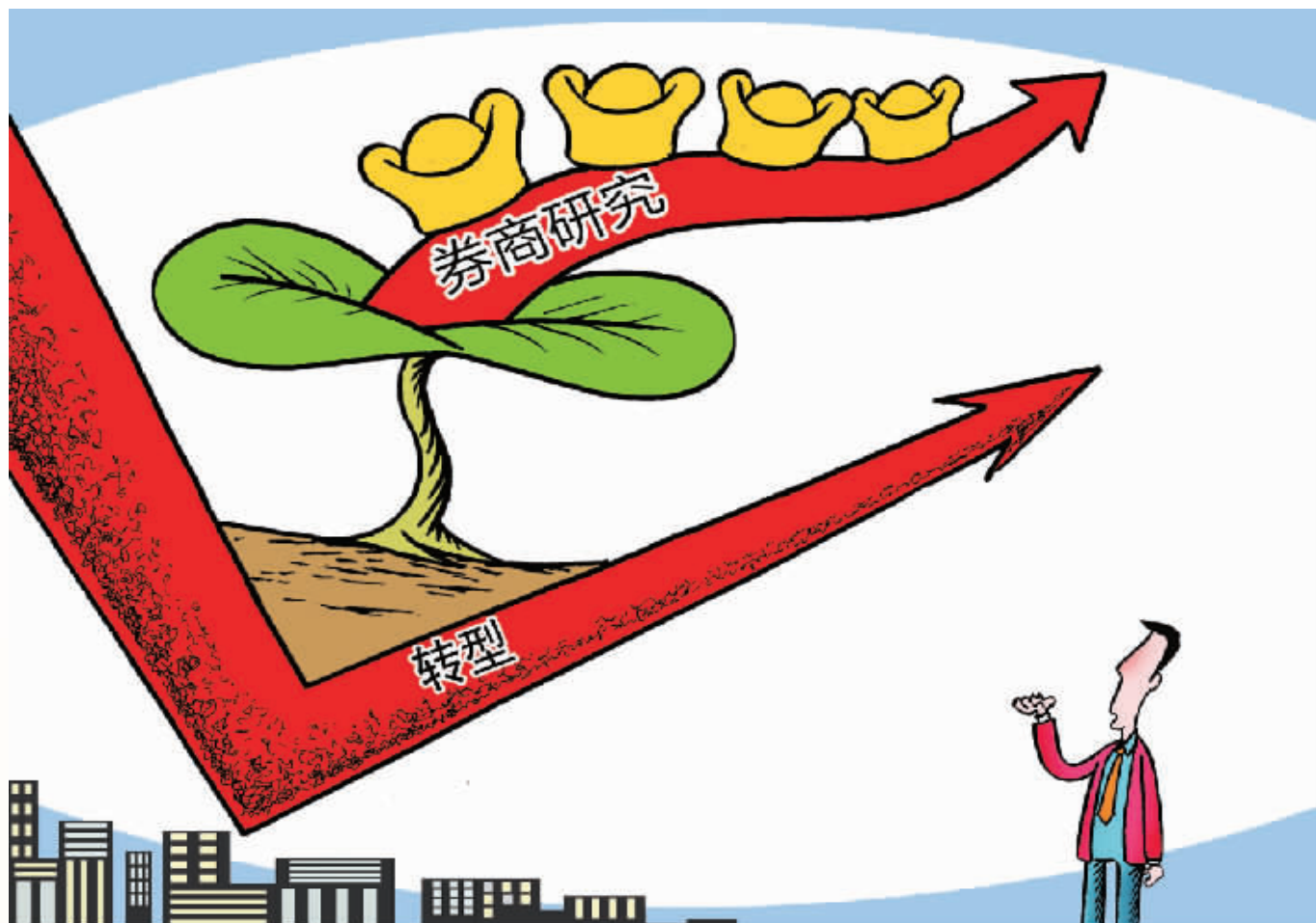
### 9月业绩环比已回升

业内人士表示，除了外部政策与市场环境回暖的原因外，券商自身业绩也是投资者关注的要点。近日，9月券商业绩月报出炉，从业绩角度来看，部分券商的业绩已出现环比回升。

中信建投证券统计数据显示，37家券商公布9月财务数据简报，单月合计实现营收170.65亿元，环比增长73.85%，实现净利润57.54亿元，环比上升216.67%。其中，28家券商实现单月净利润环比正增长，方正(+16049%)增速领跑，主要系收到子公司民族证券现金分红9亿元所致；兴业(+766%)、光大(+572)、东吴(+402%)等大中型券商增速紧随其后；龙头券商增速在50%—211%之间，表现稳健。剔除5家缺乏同比数据的券商后，32家券商1—9月合计实现营收1287.55亿元，同比下降15.17%，实现净利润455.40亿元，同比降27.16%。申万(+28%)、华创(+5%)、方正(+2%)、中信(+0.42%)是仅有的4家实现累计净利润同比正增长的券商，国君(-18%)、海通(-20%)、华泰(-21%)和广发(-25%)增速排名靠前，彰显龙头券商的业绩韧性。

万联证券认为，券商业绩在9月份改善的原因主要来自三方面：首先是二级市场的回暖带动券商自营业务整体向好，权益市场在9月的阶段性蓝筹行情极大地缓解了券商自营盘的压力，部分前期亏损严重的券商获得了较大的业绩改善空间；其次是IPO景气度回升，发行规模大增213.32%，达到1811亿元，较6、7、8月不足百亿元的水平有大幅度改善。受此影响，投行业务收入快速增长。尽管再融资和债承业务较为低迷，但投行业务对于券商业绩的改善作用明显；最后是资管业务的稳中向好。从券商资管子公司的角度来看，9月营业收入和净利润的环比增幅均接近70%，在管理规模压缩、产品发行放缓的情况下，券商资管的良好表现反映了行业主动管理转型的稳步推进。尽管9月券商业绩环比大幅改善，但由于受到8月低迷业绩的影响，券商前三季度的表现依旧承压。

万联证券表示，尽管券商前三季度业绩依旧承压，但随着利好政策的集中出台，各业务条线呈现边际向好态势，股权质押风险和二级市场下跌风险有望得到改善，建议关注具有估值优势、业绩增长稳定、风险管理领先的龙头券商。



视觉中国图片

## 多种方式获取牌照 券商发力公募基金业务

□本报记者 赵中昊

近日，中国证券报记者获悉，继2017年底获得公募基金管理业务资格后，中泰资管的首只公募基金产品将于11月发行。至此，中泰资管的公募基金管理业务获得实质性进展。

中国证券报记者梳理发现，今年以来，券商获批公募基金牌照的数量较以往有所增加，形式上以设立公募基金管理公司为主。业内人士认为，券商作为公募基金的后来者，受制于自身的发展历史和特点优势，公募业务虽然发展缓慢，但也不失为券商未来转型的重要方向。

### 多家券商“染指”公募基金业务

近期，东方财富证券全资设立的东财基金管理有限公司获批，意味着东财正式获得公募基金牌照。而在今年6月，湘财证券发起设立的公募基金管理子公司——湘财基金管理有限公司获批；2月，华融证券发起设立的公募基金管理子公司——华融基金管理有限公司获批。上述基金公司均由券商100%全资控股。

业内人士透露，券商出资设立基金公司有助于实现风险隔离，摆脱券商的行业监管束缚。记者梳理发现，券商申请公募牌照主要有三种方式：一是直接由券商申请公募基金资格，以华融证券、国都证券等为代表；二是成立资产管理子公司，由子公司申请公募基金牌照，以上海东方证券资管、华泰证券资管等为代表；三是出资设立公募基金公司，今年以来以湘财基金、华融基金等为代表。

除去上述3家券商以出资设立公募基金公司的形式在今年获得公募牌照外，据中国证券报记者统计，2018年以前，直接由券商或者券商资管子公司的形式获取公募基金牌照的券商还有长江证券资管、中泰证券资管、渤海汇金证券资管、财通证券资管、上海东方证券资管、华泰证券资管、浙商证券资管、山西证券、华融证券、北京高华证券、中银国际证券、东兴证券和国都证券等。

证监会官方数据显示，截至10月19日，申请设立公募基金管理公司待审批的有42家，其中包括东兴证券和联储证券两家券商正在申请设立公募基金公司。此外，华林证券则在申请公募基金基金管理业务资格。

### 业务转型新方向

证监会官网信息显示，今年以来，已有10家公募基金管理公司的设立获得证监会核准批复。其中，仅9月以来就有4家新的公募基金获批。今年以来总获批数量为近5年以来之最。Wind数据显示，截至目前，国内共有公募基金公司141家，按照股东的机构背景可分为券商系、信托系、保险系、银行系、私募系和个人系等模式，其中券商系有65家，占比最多。

业内人士表示，当前券商青睐公募牌照，是资管新规之下的自然选择。公募业务不仅会拓展券商资管的产品线，拓宽券商资管客户群，在服务高净值客户的同时践行普惠金融理念，还能为券商的财富管理转型提供重要支持。

有券商分析人士指出，从海外券商的发展历程来看，无论是作为创新券商的嘉信理财，还是传统老牌券商瑞银集团，都非常重视财富管理的获得有望加快其财富管理业务的战略演进进程。

值得注意的是，与整体市场水平相比，券商资管的公募业务成长略显缓慢。有券商资管人士介绍，券商资管的业务链条繁复，此前多专注私募业务，兼有定向、专项、集合以及公募基金等多样化金融产品，公募业务成为一些券商资管的“软肋”，但其未来转型方向。

## 服务收缩成定局

“一个明显的转变就是我们对私募的服务在收缩。”北京某大型券商的研究员小刘(化名)对中国证券报记者表示，这部分客户给证券公司创造的佣金收益较为有限。某券商研究所负责人亦指出，分析师薪酬不断上涨，导致券商在研究上的投入水涨船高。但作为商业机构，不论是公司股东还是管理层，都不愿意看到成本如此高的一群人，将过半精力花在难以带来佣金收入的客户上。

与此同时，卖方研究机构对于公募的佣金派点的竞争会变得更加激烈。“从9月份的数据来看，各家分析师拉佣金的

激烈程度加剧了，毕竟市场上分析师还是那么多，但是服务的范围缩减了。”小刘称。

佣金竞争的加剧，人员精简被提上各家研究所的议程。同样供职于北京某大型券商研究所的非银行分析师刘力(化名)表示：“我们有部分人可能要被‘去产能’了，证券研究行业原本就是个‘产能过剩’的行业，因为研究所本身依靠卖研报和佣金分仓其实盈利有限。”

据知情人士透露，过去一个研究团队通常是一位首席配备7名左右的助手，如今不少团队已在考虑改为“一首席三助

## 功能化重构

值得关注的是，券商研究所考核标准的变化正在悄悄酝酿。

有券商研究资深人士向中国证券报记者表示，预计未来佣金派点和内部服务将成为主要考核指标，考核规则也将更加细化。而考核标准转为单纯的“效益导向”后，行业定价主导权预计将更多地回归券商研究所手上。

近些年确有一些中小券商通过高薪聘请明星分析师等方式一举成名，获得了不错的佣金收入，但同时也将分析师薪酬推得水涨船高。新时代证券首席经济学家潘向东认为，当前，券商通过高薪聘请明星分析师实现佣金快速增长的模式依然存疑，一是整个佣金规模有限，在蛋糕只有这么大的前提下，想进一步实现弯道超车的难度增加；二是竞争越激烈，龙头效应越明显，其他券商想打破这一格局的难度在增加；三是一旦高薪聘请的明星分析

师整体支出过大，难以覆盖佣金收入时，将会给研究所带来亏损。

潘向东表示，除了外部聘请之外，研究所自身建立一套完善的人才引进、培训、考核和激励体系，逐步构建自我培养与外部引入相结合的人才建设机制，才是券商研究所可持续发展的关键。当然这个过程中，明星分析师的议价权将会被削弱，平台本身也就更加重要，分析师的薪酬天花板也会降低。有助于分析师将更多精力放在为客户提供高质量研究报告方面，实现研究创造价值，更好地为客户和市场服务。

另一方面，随着考核指标的构成发生变化，券商研究未来或将逐渐加强对于内部服务部分，即从主要依赖卖方服务，开始逐渐转型为公司的投行、资管、私募子公司等部门提供更多服务。

此前，平安证券总经理何之江在接受

## 回归研究本源

某资深证券分析人士表示，为了获得机构经纪市场的份额，并进而支持零售经纪业务，越来越多的证券公司开始进入卖方研究业务，由此对卖方分析师的需求剧烈扩张，来自高校和实业的新进入者的大量涌入，甚至到了供大于求的地步。

需要注意的是，一个理想的成熟卖方分析师需要透彻地理解行业，并经历过资本市场完整的牛熊交替，从而积累对市场的感悟和敬畏，这无疑需要时间的积淀，很难速成。该人士认为，随着市场交易规模的持续萎缩，加上卖方分析师成本的高企，已经使得边缘上的券商难以由此获利，行业整合的压力正在开始显现。

因此，业界其实一直以来对“去产能”的担忧其实不无道理。有券商高管曾

表示，券商研究团队的过剩已是业内的共识，研究员收入上依靠佣金的提成机制，有时会导致其在提供卖方研究时出具偏离上市公司基本面有失客观公正的研报，商业模式背后存在的问题值得注意。

由此可见，券商研究的变革其实酝酿已久。当前的加速整合会带来阵痛，但同时更会带来愈发成熟而有秩序的未来。华南某资深分析师表示，预计过去肯花三倍甚至五倍薪水去挖人的小型研究所未来可能会更加慎重，不会再向过去一样大手笔把所有行业全面覆盖，而更多可能会保留少数特色研究，在某些方向上打造品牌。这也意味着，由于高薪挖人而导致的行业人员流动频繁现象未来会在一定程度上有所减少，这对于悉心培

养自家研究员的大型机构来说，不失为一个好消息。

有分析师坦言，上述券商研究领域的变化，让大家有些迷茫，但归根结底还是要回归研究能力的建设。小刘认为，以后可能路演跟研究的时间将对半分了。对于首席研究员而言，过去工作中80%的时间用来路演，仅有20%的时间才是用来指导研究。而对行业而言，未来竞争力相对较弱的中小券商，将来的研究业务或许可能只对内不对外。此外，从行业整体趋势来看，针对一些冷门小票的研究或许会逐渐退出卖方的跟踪覆盖范围。一位资深分析师表示，毕竟冷门小票通常蕴含的风险更大，同时也经不起公募基金的大笔买入。

中国证券报记者采访时表示，今年上半年，平安证券把投研单独划分为一个新的板块，并进行了功能化的重构。他指出，投研应该放在最先的位置，因为它要为其业务板块提供支持。目前，大部分证券公司的投研服务集中在卖方市场，而卖方最看重的是个体价值判断。证券公司本质是中介机构，不仅服务投资人，也服务融资人。基于此，平安证券的投研板块在功能上增加了买方研究，主要服务内部业务板块以及提升获客品质。

这一趋势并非平安证券独有，中国证券报记者此前在进行券商私募股权机构调研时了解到，几乎所有的券商私募股权机构，都曾向公司研究所申请研究协助，帮助深入分析判断拟投资标的的行业景气和公司质地，这也成了券商私募股权机构相对于其他社会化私募的一大竞争优势。