

■ 高端访谈 · “投行眼中的科创板”

兼顾各方合理诉求 打造投行全产业链

——访方正证券执委会主任、首席执行官高利

□本报记者 赵中昊

方正证券执委会主任、首席执行官高利日前接受中国证券报记者专访表示,科创板对券商综合实力、协同机制提出更高要求,券商要协调各条线资源,倾力打造投行全产业链。

充分发挥分支机构承揽能力

中国证券报:在科创板业务方面,方正证券有何业务布局?

高利:科创板对券商的行业研究能力、定价能力、内部协同效率、销售能力、资本实力、合规风控能力等各方面的综合实力提出了更高的要求。早在2018年,方正证券及其子公司借鉴国际投行的先进经验,确定了平台战略,建立了机构与投行业务条线,在合规前提下充分发挥分支机构的承揽能力,高效协同。同时,也逆周期吸引优秀人才,培育公司投行承做专业能力。

方正证券是业内较早组织科创板估值研讨会并且在集成电路、生物医药、环保以及信息技术等多领域提前布局的机构之一。这也为未来科创板业务的发展奠定了坚实基础。

中国证券报:科创板及试点注册制对投行的专业能力提出哪些新的要求?

高利:相较于A股主板严格的收入和盈利标准,科创板上市标准更多元化,也更灵活,能更好地满足科创企业的融资需求。在新股定价方面,科创板更加市场化,通过询价制与机构投资者的深度参与,能够使定价更加合理。此外,科创板不采用是否连续亏损作为单一的退市指标,通过完善并实施多元化退市制度,做到有进有出,将有利于资本市场的长期健康发展。

对投行而言,在发行承销环节,是否有一个令发行人满意又被市场认可的发行价格,将成为衡量投行专业能力的重要参考指标,也是国内投行开展跨境业务并参与国际投行业务竞争的重要基础。

更大范围来看,科创板对券商综合实力、协同机制提出了更大挑战,要求也更高,这包括承揽、承做、行业研究、股权投资等。

科创板重塑A股生态

中国证券报:从投行角度如何看科创企业的估值定价?

高利:科创板实质上不再单纯以利润作为企业价值的唯一评判指标,所有科创企

业,无论盈利与否,都面临着如何定价的问题。对投行来说,这正是难点所在。

科创型企业的成长能力和未来的行业规模、研发能力、现有技术的成熟度、发展路径、市场地位等指标,都将成为科创企业价值的重要评判依据。具体的定价,一方面,可以用已完成的股权投资估值作为参考;另一方面,需要专业的行业研究团队介入,通过专业分析,综合评判给出合理估值。

中国证券报:如何看待同股不同权架构的公司以及红筹、VIE架构企业在科创板上市?

高利:不同行业或是不同发展路径的企业,可能采取不同的公司架构。允许不同架构的企业上市,目的是顺应科创企业的发展特征,通过借鉴发达市场的经验,使优秀科创企业留在国内市场,促进企业发展壮大,并满足国内投资者需求。

允许特殊架构的企业上市,体现了科创板的包容性,降低了企业在境内资本市场上市的难度以及上市成本。与此同时,也应注意市场公平性。包容性并不意味着标准的降低,反而对公司的规模等提出了更高的要求。

中国证券报:科创板未来对A股市场会产生何种影响?

高利:科创板的设立在支持创新企业融资、助力科技强国的同时,也完善了资本市场基础制度建设,是我国资本市场深化改革的重要一环,也是一次脱离于原有体系的增量改革,最大限度降低了对原有制度的冲击,从而为创新提供了巨大的空间。从目前已经发布的规则看,在发行、定价、交易等各个环节,科创板都展现了创新点。

也正因为如此,科创板将起到很好的示范作用,使得主板、中小创等板块的改革有迹可循,同时也将推动这些板块主动寻求改革,使A股市场朝着更加市场化的方向发展,最终将重塑A股市场的生态系统,带动所有市场参与者回归资本市场的本源,进而推动实体经济转型升级。

打造投行全产业链

中国证券报:如何看待科创板“保荐+跟投”的制度设计?在你看来,券商内部各业务条线之间应该如何加强协调与合作?

高利:券商跟投机制是一次创新。科创板试点注册制,对大多数保荐机构的发行定价能力提出了较高的考验。

从投行业务的发展历程来看,保荐机构在执业过程中可能会存在重过去、轻未来,或是只保发行人高价发行、不保投资者利益的现象,而跟投机制恰恰使得保荐机构、企业、投资者三者利益相互捆绑,进而起到从保荐、发行承销再到持续督导整个环节全方位约束保荐机构的作用。

根据统计,在全球主要资本市场,发行首日即跌破发行价的比例近50%。这意味着如果发行人发行价格大幅高于市场预期,基于券商跟投机制,券商相关子公司则面临着跟投即亏损的可能,甚至出现券商整体项目收益为零甚至为负的情况。

保荐机构和相关子公司是相互独立的法人主体,拥有着不同的决策机制及考核机制,再加上合规、风控等多方面要求,事实上对券商的发行定价能力提出了更高的标准,也会部分改变券商直投业务的运作模式。

原有券商直投业务会根据自身投资风格,根据自身的专长聚焦于不同的行业,选择不同阶段的企业进行投资,进而形成不同的退出策略;而跟投机制使券商部分直投业务的投资方向相对明确为七大新兴行业,在退出渠道上也相对固定为二级市场退出。

虽然跟投机制给券商带来了风险和成本,但是如果券商进行合理布局,很好地利用跟投机制,那么就可能实现超额收益,从而拉开券商之间的差距。通过前期优质项目的准确预判、中期发行的合理定价以及后期良好的市值维护,均能够为未来跟投资金获得良好的退出收益提供保证。

从券商的整个业务架构来看,在科创板背景下,券商不再可能通过投行条线的单打独斗实现飞跃,这事实上对券商各条线的协同能力提出了更高的要求。因此,券商各业务条线应在合规的前提下,兼顾发行人、投资者和保荐机构的合理利益。

具体来说,即在合法合规的前提下,协调各条线资源,打造以股权融资、债务融资、并购咨询、资产证券化、风险投资等为核心的投行全产业链。券商在企业初创期可以协助企业募资,在上市前可以提供保荐与承销服务,上市后可以提供并购咨询、增发、做市、市值管理和财富管理等服务,实现企业发展的全周期覆盖,券商的综合实力及协同效率,将是成功的关键。

不惧车险亏损 安盛中国强调在华长期投资

□本报记者 高改芳

“作为全球最大的保险集团之一,安盛集团(AXA)在全球市场上积累的经验在中国市场上一定有效。我们希望带来车险行业的变革。”安盛中国执行主席兼首席执行官卫泽韦(Xavier Veyry)日前接受中国证券报记者采访时表示,安盛中国看好中国保险市场的发展前景,虽然持续亏损,但作为中国市场上最大的外资财险公司之一,安盛中国在国内的投资是长期的。

长期投资中国

2014年2月,法国安盛集团出资39亿元人民币购入天平车险50%股份,并将后者更名为安盛天平,经营范围包括商业车险、交强险、家财险、健康险等。2018年11月,安盛集团再次斥资46亿元收购安盛天平剩余50%股权。该项收购尚待监管部门的批准。上述交易完成后,安盛天平将变更为安盛中国,并与母公司安盛集团财务并表。

车险业务是安盛天平最大的保费来源。但从2013年起,安盛天平的车险业务即进入亏损状态。卫泽韦称,安盛天平管理层非常清楚公司的经营情况。“不过,我们来中国是长期投资的,致力于长期发展,我们希望建立长期稳定的机构。我们是在中国的中国公司,但有国际资源支持。如果有人认为安盛来到中国是为了短期目标的话,就大错特错了。”

他介绍,安盛中国今后将向个人保险拓展,除了车险外也会加大非车险业务,例如健康险、旅游险等。同时,并不会减少车险业务的份额和比例。目前安盛天平在车险市场占据0.5%左右的市场份额,也就是一年销售约200万辆车险。未来安盛中国的车险业务将从规模导向转向价值增长,并借鉴成熟市场的经验和技术,抓住监管政策变化的机会,例如商车费改,实现高质量发展。

他透露,安盛中国将把车险作为接触客户的一扇大门,通过车险与客户交流,创造机会拓展其他险种,拓展多元化发展。

多元化出击

卫泽韦认为,中国财险市场同质化问题严重,公司之间提供产品的差异性不大。因此,安盛中国需要提供多元化的产品,从而在中国市场上站稳脚跟,并实现很好的发展。

卫泽韦透露,未来安盛天平的“秘密武器”将包括:精准数据分析、设计新的产品和服务以实现交叉销售。他认为,目前按保费计算,安盛中国是最大的外资财险公司之一。拥有23家分公司,90多家支公司。安盛中国有三大优势:广阔的网络,在20个省都有客户,未来有很多机会;多元化,虽然91%的保费来自车险,但安盛中国已经开始了多元化发展;有强大的绩效推动文化,员工工作非常努力。

安盛中国2019年的车险业务怎样突破?独资或许是个不错的开始。第三方保险销售平台——惠惠保创始人陈文志指出,独资的中小险企会比特同等规模的合资企业更容易盈利。

一季度净利润增长 上市险企资产投资双改善

□本报记者 程竹

五大上市险企披露的2019年一季度报显示,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保当季分别实现归母净利润455亿元、260亿元、55亿元、34亿元和59亿元,分别同比增长77.1%、92.6%、46.1%、29.1%和12.1%。分析人士指出,一季度上市险企资产端和投资端双向改善,受益于权益类投资收益大幅提升以及“开门红”保费收入稳定,净利润创出新高。

保费结构持续优化

2019年一季度保费整体增速较为理想,多数险企首年期交保费同比正增长。海通证券分析师孙婷介绍,部分险企4.025%预定利率年金险销售情况较好,年金险新单同比降幅大幅收窄;险企“开门红”步入常态化经营,“开门红”及全年都重视常规保障型产品的销售。

申万宏源分析师马鲲鹏指出,一季度保费结构持续优化,续期占比稳定维持高位。中国人寿长险首年保费中趸交业务进一步压缩,同比减少92.6%至6.9亿元;首年期交保费达667.8亿元,同比增长9.1%,占长险首年保费比例达99.0%。中国太保个险渠道新单保费174.4亿元,同比下滑13.1%;期缴业务同比下滑18.1%,续期业务同比增长11.0%至686.7亿元,拉动整体个险渠道保费同比增长5.1%。新华保险一季度实现长期险附加首年保费71.6亿元,同比增长18.0%;短期险保费(主要为附加险)21.8亿元,同比增长48.7%;续期业务稳步积累,同比增长6.0%至338.3亿元。

平安证券分析师刘志平认为,整体看来,上市险企一季度表现较好,新单显著改善表现亮眼,产品转型之下价值突出。

投资端略超预期

一季度,五大上市险企合计归母净利润资产达11987.2亿元,同比增长14.8%,较去年同期增速(4.9%)明显提升。上市险企净利润大增,主要得益于投资端表现略超预期,可供出售金融资产出现浮盈增长。

孙婷指出,五大上市险企净利润高速增长,主要是权益市场上涨带动投资收益提升。一季度末,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的归母净利润分别较年初增长了7.6%、14.4%、8.4%、11.6%和9.9%,ROE分别为7.9%、7.7%、3.5%、4.9%和3.7%。随着多年来利润的较快增长,中国平安的净资产增长水平已经确立了相较同业的对优势。

“太保与新华的年化总投资收益率分别为4.6%和4.2%,略低于市场预期。”刘志平认为,这主要是受可供出售资产交易的影响,但其他综合收益项显著增加,投资收益后期仍然具弹性。

孙婷认为,一季度险企抓住权益市场机会,优先配置股票、基金及资管产品;对债券类配置仍较为谨慎,但存量债券公允价值提升对改善报表有积极作用;预计险企对收益率较高的非标资产和协议存款有所增配。

业内人士预计,十年期国债收益率企稳回升叠加股市上涨,估值上升空间有望打开。2019年上市险企的净利润、净资产和内含价值增速有望提升,其中,五大上市险企全年NBV有望实现10%以上增速。

信托业人均薪酬领跑金融同行

□本报记者 戴安琪

在官网已披露年报的66家信托公司中,包括上市的2家信托公司在内,仅有10家信托公司披露了2018年“支付给职工以及为职工支付的现金”数据。这10家信托公司的人均薪酬丝毫不逊色于其他金融机构,且有大幅超越之势。业内人士表示,虽然这10家公司的数据无法代表整个行业水平,但信托行业的薪酬确实比较高,且行业内部差异明显。

低调的金融圈“高富帅”

中国证券报记者测算,10家信托公司中,上海信托人均年薪最高,达118.00万元,其次为爱建信托,平均年薪为101.81万元,排名第三的是中铁信托,平均年薪为78.88万元。上市的两家信托公司陕国投A和安信信托,平均年薪分别排名第八和第九,为42.52万元和29.51万元。

横向来看,已披露人均薪酬的信託公司前三名丝毫不逊色于其他金融机构。据东方财富Choice数据统计,上市银行人均薪酬前三名分别为招商银行、上海银行和平安银行,人均薪酬依次为57.68万元、

十家信托公司人均薪酬对比表			
	2018年人均薪酬(万元)	2017年人均薪酬(万元)	同比
上海信托	118.00	121.99	-3.27%
爱建信托	101.81	116.19	-12.38%
中铁信托	78.88	79.76	-1.10%
云南信托	64.30	62.33	3.16%
苏州信托	58.69	76.91	-23.69%
新时代信托	53.76	76.97	-30.15%
华澳信托	48.85	48.54	0.64%
陕国投A	42.52	43.94	-3.23%
安信信托	29.51	165.86	-82.21%
中江信托	22.26	71.13	-68.71%

制表/戴安琪

51.86万元和51.17万元;上市券商人均薪酬前三名分别为中信证券、海通证券和华泰证券,人均薪酬依次为67.24万元、61.09万元和59.30万元;上市险企人均薪酬前三名分别为中国人保、新华保险、中国人寿,人均薪酬依次为22.90万元、22.89万元和21.93万元。

谈到信托行业普遍薪酬较高的原因时,资深信托研究员袁吉伟表示,信托公司人不多,靠的是敏捷反应市场,内部层级少,效率

高,所以造就了人均利润比较高,对应的人均薪酬就比较高了。

某中型信托前台业务员也提到:“信托是个很小众的行业,全行业才2万多人,但人均产出比其他行业要高很多,所以薪资高并不奇怪。整体而言,信托开展业务的难度要远大于其他行业,资产、资金两端都在外面,且不像银行和券商有大量的营业部及客户经理,资产撮合的难度也远高于其他金融行业。”

冲杀互搏 龙虎榜游资大旗变幻

的个股是格力电器、视觉中国、鲁西化工等。其余成交额居前的券商营业部的买卖“清单”中,美锦能源、春兴精工、国际实业等被大手笔买入,同时也被大额卖出,显示出营业部资金在相关个股上的左右“互搏”。

统计数据显示,机构专用席位在4月净卖出44.48亿元。而东方财富证券拉萨团结路第二营业部、银河证券绍兴营业部、东方财富证券拉萨东环路第二营业部、中信证券上海牡丹江路营业部、国泰君安上海江苏路营业部、华泰证券深圳益田路荣超商务中心营业部、银泰证券上海嘉善路营业部等成交金额排名前十的营业部则均为净买入状态,净买入金额合计为49.79亿元。

对照3月数据,机构专用席位延续了净卖出的状态,而游资活跃的营业部则延续净买入的状态。数据显示,3月,机构专用席位净卖出48.02亿元;东方财富证券拉萨团结路第二营业部、银河证券绍兴营业部、中信证券上海牡丹江路营业部、国泰君安上海江

苏路营业部、华泰证券深圳益田路荣超商务中心营业部等成交金额排名前十的营业部合计净买入金额为70.50亿元。上述券商营业部在3月买入居前的个股有顺灏股份、东方财富证券拉萨东环路第二营业部、中信证券上海牡丹江路营业部、华泰证券深圳益田路荣超商务中心营业部等成交金额靠前的营业部买入个股名单的第一位,分别买入10.96亿元、5.05亿元、4.32亿元和1.82亿元。而3月营业部数据显示,游资力量在工业大麻等概念个股上的参与较多。这显示出进入4月游资出现了一些不一样的操作思路。

游资进出速度加快

4月营业部数据中,游资力量在部分个股上的操作值得关注。例如美锦能源出现在东方财富证券拉萨团结路第二营业部、东方财富证券拉萨东环路第二营业部、中信证券上海牡丹江路营业部、华泰证券深圳益田路荣超商务中心营业部等成交金额靠前的营业部买入个股名单的第一位,分别买入10.96亿元、5.05亿元、4.32亿元和1.82亿元。而3月营业部数据显示,游资力量在工业大麻等概念个股上的参与较多。这显示出进入4月游资出现了一些不一样的操作思路。

行业内部差异明显

从同比来看,2018年,10家信托公司中仅有云南信托和华澳信托的人均薪酬有小幅上升,其余8家公司的人均薪酬均有不同程度的下滑。人均薪酬下滑的8家公司中,最为明显的是安信信托,同比下降82.21%。

安信信托在2018年年报中表示,2018年公司营业收入为2.05亿元,归属于母公司的净利润为-18.33亿元。在国内经济转型、去杠杆持续推进等不利因素影响下,实体经济绩效改善速度趋缓,偿债能力呈现分化,叠加资金渠道有限及融资成本抬高,部分实体企业经营压力进一步转向金融行业,导致金融机构的风险管理压力加大,公司一直定位实业投行,立足信托本源,深耕主动管理业务,以投贷联动形式服务实体经济,底层资产的实体企业经营压力传导尤为明显。

某华南信托从业人员表示,虽然这10家公司的数据无法代表整个行业的水平,但信托行业的薪酬确实比较高,且存在一定的下降趋势。不过,行业两极分化比较严重,业务稍微灵活的公司薪酬肯定比这些还要高,但也有些信托公司的薪酬远没有已披露的这些公司高。

“4月行情复杂多变,且面临多个时间节点,游资的选择相对多样。具体来看:因为行情在4月中旬进入高位盘整,营业部不少资金在操作上更趋谨慎,对部分概念机会的参与较为积极。整体而言,进入4月,营业部资金在操作上,选择相对有安全垫且具备一定热门概念等的个股参与,在参与的节奏上,对风险的控制更加严格,会选择快速进出,锁定收益,规避风险。”银河证券上海营业部人士称。

“4月行情复杂多变,且面临多个时间节点,游资的选择相对多样。具体来看:因为行情在4月中旬进入高位盘整,营业部不少资金在操作上更趋谨慎,对部分概念机会的参与较为积极。整体而言,进入4月,营业部资金在操作上,选择相对有安全垫且具备一定热门概念等的个股参与,在参与的节奏上,对风险的控制更加严格,会选择快速进出,锁定收益,规避风险。”银河证券上海营业部人士称。