



视觉中国图片

券商研究“出海记”

A股投资者结构生变 海外龙头股研究升温

□本报记者 戴安琪 潘昶安

券商发力海外研究

中信建投日前推出了《“龙头时代”系列报告之一：星巴克成长启示录》、华泰证券发布了《海外龙头成长复盘系列之家得宝：精准定位市场需求，渠道发力铸造龙头》，还有此前中信证券推出的“中信海外消费龙头系列报告”。

以华泰证券的《海外龙头成长复盘系列之家得宝》为例，研报回顾家得宝发展的三大阶段，分析其DIY文化与高速渠道扩张奠定了发展的领先优势，优质低价产品与高水平服务巩固公司护城河，助力公司营收、业绩高速增长，认为渠道数量与质量仍是当前我国家居企业的重要护城河之一，龙头企业有望借助渠道广泛布局快速占领市场、提升市占率。研报亦提示，海外龙头发展历程对我国企业具有一定借鉴作用，但考虑到海外国家与我国在经济、人口、消费者行为等方面国情的不同，仍需辩证看待海外公司成功经验的适用性。此外还需注意若渠道拓展不及预期，或将影响其收入及利润表现。

有券商研究人士表示，研究国内企业，需要参照国际市场的价格波动、供求变化。要在未来取得中国乃至全球研究的话语权与定价权，唯有在提升研究水平方面不懈努力，研究机构需要参考海外投行的运作机制，从影响国内资金发展到引领国际资金的流向。

中信建投社会服务行业首席贺燕青认为，券商发力海外龙头企业的研究主要有以下原因：一是A股投资风格和策略的深度转型、发展和演变，离不开部分海外龙头企业在全球市场上具有的深刻影响力。随着A股市场机制不断完善，投资逻辑不断成熟，投资者对于龙头企业的价值认识也在不断深入。加之，A股在全球证券市场的影响力和权重变大，越来越多的外资参与进来，有价值的龙头及各领域的细分龙头成为投资的重要选择；二是从社会服务行业角度来看，部分优质的海外消费及文旅产业龙头企业的发展历史长，运营较为完善，发展的阶段较为成熟，经历的经济周期更多，好的商业模式对于其具有非常重要的意义。纵观海外成熟的消费及文旅龙头，其对于消费需求的把握、商业和运营模式以及产品的塑造、产业链的打通、文旅业态融合等领域都有非常独到的优势。通过对比海外龙头的发展路径和发展阶段，判断当前国内龙头的发展阶段，结合国内情况，预判未来国内龙头的发展趋势和方向，对于龙头时代的投资逻辑和产业发展的参考价值均较大。

除在研报内容本身发力外，券商在技术层面也下足功夫。今年1月，广发证券研报全球发布平台上线，内地和海外签约机构投资者可通过该平台获取24小时实时更新研报动态。广发证券首席经济学家、董事总经理沈明高曾表示，随着我国金融对外开放的步伐加快，境内外市场的关联度越来越高，中资券商想要更好地国际化，需要借鉴外资投行的做法，与国际规则接轨。此前，广发卖方研究服务的主要客户是以交易A股为主的机构投资者，研究佣金主要来自于境内客户。广发证券相关负责人表示，研报全球发布平台的推出，打通了境内与海外市场的研报流通渠道，实现了两地市场实时互动和客户群体全面覆盖，也令海外业务收入获得可观的增长。

近期，华泰证券、中信建投等研究所纷纷推出海外龙头企业研究系列报告。分析人士称，头部券商率先嗅出A股市场投资者结构生变，开始着眼于满足客户对于海外市场、海外产品的需求及满足境外机构和个人投资者对于境内的业务或者产品的需求。券商发力海外龙头企业研究，一方面是通过复盘细分龙头成长史，寻找龙头企业成功的基因，来对标寻找出A股中的优质企业；另一方面也是券商研究“出海”的重要一步。

外资流入推动研究方向变革

业内人士指出，尽管龙头、核心资产等概念前几年就开始在资本市场兴起，有关龙头企业的研究报告却在近期格外火热。背后的主要原因则是券商率先嗅到A股市场投资者结构生变，A股机构化、国际化成为市场的长期趋势，投资理念已经悄然生变。

中金策略分析师王汉锋指出，外资在A股的成交和自由流通市值持股占比未来3—5年可能达到10%或以上，甚至成为

A股最大的单一机构类别；机构在自由流通市值中的占比可能进一步提升。伴随着纳入MSCI系列指数等事件的推进，A股国际化程度将会持续提升，外资持股比例仍有进一步上升的空间，外资的风格偏好会进一步影响市场风格。

宝盈基金认为，外资偏好的标的一般是具有大中市值、高盈利和稳定的业绩、高股息以及低估值的企业。从北上资金的口径来看，首先北上资金所持大中市值的投资标的比重明显高于A股整体水平，其中大消费、大金融作为两个大中市值企业集中的行业，更是北上资金配置比例最高的行业。仅食品饮料、家电、非银金融、银行、医药5个行业就已经占据北上资金A股投资的近六成。其次，外资投资还会注意结合公司基本面情况综合衡量。北上资金偏好标的过去三年ROE平均水平在均值和中位数层面显著高于非北上资金偏好标的。外资更为偏好高盈利公司，注重盈利的稳定性。此外，北上资金非常看重股息回报，股息率高的企业通常情况下市场表现较好，也更容易受到长线资金的青睐。北上资金所持股票中，有超过60%的股票近12个月股息率超过1%，而其他公司占比不足40%。在估值方面，北上资金所持低估值股票的比重明显低于A股市场整体分布水平，而低估值股票往往具备相对较高的安全边际和长期投资价值。

投资理念的变革也带动了研究方向的变革，市场的估值体系逐渐向海外优质龙头靠拢，稳健成长、现金流充沛、分红较高的优质企业估值溢价将会持续凸显。目前券商对海外龙头企业的研究主要集中在两个维度：一方面，券商研报通过复盘细分龙头企业的成长史，寻找龙头企业成功的基因，对标寻找出A股中的优质企业。另一方面，伴随着国内市场估值体系逐渐与海外接轨，与海外龙头企业对标可以判断A股龙头企业的估值是否有溢价空间。

多领域发力国际化业务

业内人士认为，目前，国内中资券商

收入来源依托于境内的业务，未能摆脱“靠天吃饭”的现状，在市场严峻的情况下，券商非常困难。要摆脱这一现状，国际化是最好的路径。

谈及未来券商研究在国际化进程上的变革，贺燕青表示，券商研究所将实现传统投研业务与创新业务的全面结合，研究的方向和领域将迎来进一步拓宽。从社会服务行业的视角来看，将深入产业链进行研究，并注重各行业之间研究的配合，形成综合性和战略性的研究成果。研究所大消费领域未来也会更多借鉴国际消费巨头在国际资本市场和消费市场的发展历程，形成比较全面的研究体系和丰富的研究结构。此外，也将进一步加深对国际市场的整体研究，注重研究的全球视野和格局，更多关注国际资本市场动态对于国内市场的影响。

除了卖方研究变革外，券商还发力多领域以完成国际化布局。

华泰证券7月18日公告称，美国证交会已于2019年7月17日（美国纽约时间）宣布该公司境外子公司AssetMark招股章程有效注册。长城非银团队认为，AssetMark的上市很有可能会为华泰业务增长进一步助力，尤其是为客户的海外资产配置提供进一步支持，华泰证券的国际化发展布局会更进一步。近段时期以来，华泰证券的国际化布局不断加快。不久前，华泰证券已经成功发行GDR，成为了首家A+G+H的中资券商。而华泰证券（美国）有限公司获得在美国开展证券承销、面向机构投资者的证券经纪、并购财务顾问等业务的资格，相较于通过收购AssetMark进行资产管理业务，在其国际化进程上更有意义，也更有挑战性。

此外，还有券商积极获取跨境业务资格。据中国证券报记者不完全统计，目前已有中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、中金公司、招商证券、银河证券和中信建投等券商试点开展跨境业务的申请获批。分析人士称，对于已取得境外子公司的券商，向境外子公司增资有助于扩张海外业务。



数据来源/中金点睛 制图/潘昶安

头部券商金融债相继落地

□本报记者 郭梦迪

中信证券7月23日起发行该公司第一期金融债券，计划发行规模为90亿元。募集说明书显示，此次募集资金主要用于疏解市场流动性风险、支持实体企业债务融资及用于公司的流动性管理。此前，广发证券7月19日起发行50亿元3年期的该公司2019年度第一期金融债券，这是由证券公司发行的首单金融债。

业内人士认为，核准发行金融债和提高短融规模，丰富了券商融资工具，降低了融资成本。头部券商获得融资以自有资金向其他非银机构提供流动性，将对质押品的信用等级和交易对手方的资质进行风险评估，不会采用“一刀切”的方式。

提供流动性支持

广发证券在募集说明书中表示，此次发行金融债所募资金将用于补充营运流动资金及向中小非银机构提供流动性支持。中信证券也表示，此次募集资金主要用于疏解市场流动性风险、支持实体企业债务融资及用于公司的流动性管理。据中国证券报记者不完全统计，近日获得央行核准发行金融债的券商有中信证券、广发证券、华泰证券、招商证券、中信建投、国泰君安，额度分别为90亿元、50亿元、60亿元、50亿元、40亿元和90亿元。此外，中国银河、海通证券、申万宏源也已获得证监会对其发行金融债无异议的监管意见书，具体发行额度有待央行进一步核准。

“此前券商并未有过在银行间市场发行金融债的先例，券商发债补充资本金主要依靠短融、可转债和次级债等方式。”北方某券商固定收益部负责人告诉中国证券报记者，此次扩容，也是希望可以通过大券商向中小非银机构输送流动性，提高资金在非银体系内的循环。

广发证券非银团队认为，核准发行金融债和提高短融规模，丰富了券商融资工具，降低了融资成本，有助于提升证券行业整体杠杆倍数，头部券商具有先发优势。

头部券商融资渠道拓宽

在头部券商获准发行金融债之前，已有多家券商公告短融余额上限提升。中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、中信建投证券、中国银河和招商证券、申万宏源等此前相继收到央行关于短期融资券最高待偿还余额有关事项的通知，九家券商待偿还短期融资券余额上限合计3041亿元。

光大证券表示，央行提高头部券商短融余额上限，允许大型券商更多地利用短期融资工具补充资金，有望通过头部券商向中小非银机构传递流动性，缓解部分券商的流动性风险。中低等级信用债的质押式回购等业务有望恢复正常。长期来看，头部券商的融资渠道将更为宽广，行业资源有望继续向头部集中。

申万宏源指出，头部券商获得融资以自有资金向其他非银机构提供流动性，将对质押品的信用等级和交易对手方的资质进行风险评估，不会采用“一刀切”的方式，信用等级较低的质押品将给予较低的折扣，同时对于交易对手方杠杆过高、风险过大的情况，头部券商也不会无原则的帮助，因此头部券商的风险可控。

金融科技赋能投行业务 中小券商争夺“弯道超车”机会

□本报记者 潘昶安 戴安琪

近期招商证券、华鑫证券、海通证券纷纷推出金融科技平台，借助金融科技提高服务效率，降低运营成本，有效控制风险。投行业务如何利用数字化赋能亦是券业近期关注的焦点。头部券商已关注到投行数字化改造的必要性，加速科技投行建设。中小券商也在尝试借助金融科技实现投行业务的“弯道超车”。

券商积极布局

近日，招商证券历时一年打造的“智能大投行”项目成效初现。上线一年以来，不仅在项目质控上做到“全流程、穿透式”管理，更将关联方核查、申报材料审核等工作中繁杂的人工处理工作自动化，大大提高了投行人员的工作效率。

7月17日，为了帮助投资者在开市前对科创板股票的上市、申购和交易等过程有深刻的理解，华鑫证券通过自主研发的N视界模拟交易平台举办了以“科创将至，演练先行”为主题的“华鑫证券首届科创板投教及仿真交易大赛”。华鑫证券总裁陈海东介绍，公司为发挥金融科技的优势，推出一种全新的投教方式，将科创板投教和模拟炒股比赛相结合，帮助投资者尽快熟悉科创板的交易规则，为后续的真实交易打下良好的基础。

7月16日，海通证券召开以“开放、合作、生态、共赢、创新”为主题的金融科技合作伙伴大会。首次对外发布“海通证券金融科技合作伙伴计划——OCEANic海通聚”。该计划将以海通证券为核心，利用联合创新实验室、产学研联盟等多种形式，打造全新的“开放式、平台化、生态型”金融科技创新平台，为金融科技的创新发展提供沃土。同时，海通证券还将充分践行开放合作，共赢创新，凭借专业的投资、融资和保荐服务能力，全面助力合作伙伴，打造互联互通的生态体系。

数字化变革助力投行

分析人士称，投行是典型的人员密集型行业，项目时间周期长、处理环节和事项繁多，需投入大量人力长期跟进，项目调查、资料准备及项目审核主要依托大量项目组成员手工完成，资源及时间代价巨大。随着证券行业加快向数字化和智能化转型，传统的投行业务依靠人脉资源的时代走向尾声。投行业务该如何进行数字化改造，是券业共同寻找的解决之道。大小投行都在探索让人的资源和智慧叠加金融科技应用和海量信息整合分析的能力，更加精准地洞察企业的价值及风险。

目前，头部券商已关注到投行数字化改造的必要性，加速科技投行建设。华泰证券表示，前瞻性地布局先进科技平台能够有效降低运营成本、提升运营效率、控制风险并保障信息安全，助力证券公司提供更加智能化、数字化、精准化和专业化的服务。海通证券亦认为，通过人工智能与业务相结合，推动科技运维、财务管理、业务运营、风险管理迈向智能化时代，未来将加快科技投行建设，推进重大项目落地。

中型券商也在尝试借助金融科技实现投行业务的弯道超车。国海证券副总裁燕文波表示：“对于金融机构而言，无论是投资业务、还是投行业务，谁的研究更深入谁就能更精准地发现价值。为风险定价，比拼的是谁能掌握更全面的信息，谁的研究更深刻。对于中型券商而言，借助金融科技特别是人工智能的应用，是实现业务弯道超车的机会。”