九泰高管有望获高额激励股权

次新基金偏爱生猛“金手铐”

□本报记者 曹乘瑜

又一家基金公司有望进行高比例股权激励。根据证监会网站的公示信息，九泰基金在今年2月1日提交5%以上的股权变更材料。九鼎人士透露，这一申报的股权变更是给予总经理卢伟忠的股权激励。根据上市公司昆吾九鼎的公告，今年1月20日，九泰基金总经理卢伟忠通过参与对九泰基金的增资，获得比例高达10%的股权激励。次新基金给予个人股权激励的比例惊人，业内人士认为，次新基金公司没有历史规模沉淀，更乐意进行股权激励。

个人有望获高额激励

根据资料，卢伟忠出身于安信证券，曾任安信证券资产管理部产品总监，2016年1月6日上任九泰基金成为董事长、总经理以及法定代表人。

公告显示，根据增资协议，昆吾九鼎与九鼎集团、拉萨昆吾、九州证券和卢伟忠共同对九泰基金增加注册资本10,000万元，其中，卢伟忠认缴3,000万元，昆吾九鼎认缴2,300万元，九鼎集团认缴1,510万元，拉萨昆吾认缴1,510万元，九州证券认缴1,680万元。增资后，九泰基金的卢伟忠的持股比例从0增加到10%，后四方的持股比例相对稀释。

接近九泰基金的人士透露，该笔股权很有可能是卢伟忠个人持有，而非核心员工代持。九泰基金高层表示，由于该笔股权变更仍然处在申报受理阶段，尚未获得证监会批准，因此还不方便回应。

10%并不是个小数目。根据公开资料，目前基金公司个人持股到如此高比例的，只有一家——创金合信基金，其总经理苏彦祝通过合伙企业间接持有公司约10%的股权。股权激励的“样本工程”——中欧基金，其董事长窦玉明仅持有公司注册资本的4.9%的股权。窦玉明曾任富国基金总经理6年，是基金业知名的“老将”。而苏彦祝在公募基金行业也较为资深，曾任南方基金明星基金经理，后带领第一创业证券资产管理部实现快速发展。

次新和中小公司激励“生猛”

近两年，探讨多年的公募基金公司股权激励进入全面开花时代。2013年底，前海开源基金透露出实施大比例股权激励的消息。2014年4月，中欧基金给予窦玉明等5位高管激励。2014年5月，被蚂蚁金服收至麾下的基金公司天弘基金实行全员股权激励。2014年7月，创金合信基金公司进行股权激励。2016年1月，汇添富逾百员工获得股权激励。此外，同样有望被蚂蚁金服参股的德邦基金、挂牌新三板的中邮基金，都被外界猜测要进行股权激励。

从公司类型来看，上述大多数能直接获得基金公司股权激励的，大多是次新和中小型基金公司。上述公司中，九泰基金仅成立两年即实施激励，前海开源成立不到一年即传出股权激励消息，创金合信基金公司也是甫一成立就进行股权激励，且给予的股权比例相较大。根据企业信用信息查询系统，前海开源基金至今已有近28名员工通过合伙企业持有公司25%的股权，创金合信基金则拿出30%的股权给核心员工持有，而且给予重要员工的持股比例非常“慷慨。”

大多数老牌基金公司，采用的是子公司股权激励的方式。例如嘉实、易方达、广发、万家等，其基金公司高管均获得了子公司的股权。

业内人士认为，这主要是股东背景导致，也是历史沉淀导致。多家老牌基金公司背景以国企为主，要进行股权激励有国有资产流失的嫌疑。

南方基金首席策略分析师、基金经理杨德龙认为，次新和中小型基金公司没有历史规模沉淀，所谓历史规模沉淀，是指其目前资产规模相当一部分是在原有股东架构下产生，由于历史沉淀规模每年也能贡献了很大一部分管理费收入。因此，要老牌基金公司股东拿出一部分股权激励，无异于“割肉”。而次新基金公司的规模都是由新员工贡献，因此，股东更乐意进行股权激励。

此外，杨德龙认为，公募行业人才流失严重，利用股权激励这一“金手铐”留住人才，也成为次新和中小基金公司的有力武器。

值得关注的是，全资股东也是进行股权激励的捷径。九泰基金此前是九鼎集团全资子公司、创金合信基金是第一创业证券全资子公司，要划出股份进行激励阻力更小。

目前，前海开源基金的公募管理规模已达227亿元，规模相对较大，九泰基金达48亿元，在定增和新三板领域，发展势头良好。创金合信基金规模达到48亿元。

信托业协会组织信托公司培训

信托首次行业评级工作启动在即

信托业内备受关注的信托公司行业评级又有新进展。中国证券报记者了解到，2月24日，中国信托业协会组织68家信托公司进行“信托公司行业评级”培训。据参会人士透露，这次会议主要针对评级工作中的自评环节进行培训。

所谓信托公司行业评级，是中国信托业协会从行业角度对信托公司作出的综合评价。去年12月中旬，中国信托业协会正式发布《信托公司行业评级指引（试行）》，表示将从资本实力、风险管理能力、增值能力、社会责任四方面对信托公司进行考察，划分为ABC三个等级，并对外公布评级结果。

中国证券报记者了解到，信托公司行业评级工作包括信托公司自评、协会秘书处初评、审议及复议、评级结果发布等环节，信托公司应于每年3月底前完成上一年度的自评工作，评级工作原则上应于每年4月底前完成。业内人士认为，自评环节培训会议的举行，意味着信托业首次行业评级工作启动在即。

此外，对于业内普遍关心的评级结果对外发布问题，一位参会人士透露，从培训会议情况看，评级结果还是会公开的，“但至于公开多少，比如是ABC三个等级都公开，还是只公开前面等级高的公司，可能还有回旋余地。”

实际上，早在评级办法征求意见时，评级结果对外公布已经引发一些信托公司的担忧。例如，某中小型信托公司就认为，建议实施行业评级3-5年，待行业评级指标体系逐步完善后，再向社会公布行业评级结果，以提升评级结果公允性，避免因社会对行业评级结果误解而引起信托行业的声誉风险。中国信托业协会此前也表示，综合考虑各方因素，评级工作先期采取试行的方式，协会将在实践中不断完善评级体系，不断贴近信托公司实际情况，体现行业特征，最终实现行业评级的正向引导激励作用。（刘夏村）

逾15家基金大幅下调金亚科技估值

□本报记者 黄丽

新年伊始，公募基金行业便遭遇大型“黑天鹅”，曾经曝出财务造假的上市公司金亚科技陷入退市传言。截至目前，已有超过15家基金公司下调该公司估值，平均估值价格相当于其停牌前的25%，也就是约13个跌停板，提前上演2011年重庆啤酒复牌狂跌75%的悲剧性画面。

业内人士认为，此前并没有因为财务造假而直接退市的先例，金亚科技退市的传言有待进一步证实，而公募基金近日大幅调低金亚科技估值，相当于提前计提亏损，在某种程度上可以防止投资者提前赎回基金。

基金重仓

今年以来，已有10家创业板公司发布退市风险警示公告，分别是星河生物、欣泰电气、同花顺、锐奇股份、京天利、金亚科技、吉峰农机、恒顺众昇、宝利国际、安硕信息。与主板上市公司不同，创业板上市公司符合退市条件的，实行的是直接退市机制。其中，金亚科技于近期被传可能成为“创业板退市第一股”。

2015年6月，金亚科技及其实际控制人周旭辉相继收到《调查通知书》，因公司及周旭辉涉嫌违反证券法律法规，证监会决定对金亚科技及周旭辉进行立案调查。在经历连续3个跌停之后，金亚科技于2015年6月9日下午停牌至今。

金亚科技是众多公募基金和理财产品的重仓股，由于自去年6月开始停牌，这些产品均无法卖出脱身。基金2015年四季报显示，截至去年底，金亚科技共现身16只基金的前十大重仓股之列，其中银华消费分级、广发聚优灵活持有金亚科技市值占基金净值比例较高，均超过5%，值得注意的是，海富增利、海富稳固、长信可转债等3只债券型基金也持有少量金亚科技股票。

从绝对持股量来看，2015年金亚科技三季报显示，除了平安信托旗下的平安财富-睿富七号集合资金信托计划持有该股高达1495万股，为持有该股最多的理财产品外，汇添富移动互联、招商先锋和汇添富民营活力是持有该股较多的公募基金，持股数量分别为658.38万股、565.56万股和520.02万股。鹏华医疗保健、易方达新常态、招商医药健康产业、汇添富消费行业、广发聚富也位居金亚科技前十大流通股东之列，持股数量相差不大。另据金亚科技股东名册信息，除了公募基金之外，包括信托、券商集合理财在内的近百只理财产品均“踩雷”。

估值大幅下调

由于停牌期间股市暴跌，深陷退市风波的金亚科技尚未复牌，基金公司就已经对金亚科技的估值进行大幅调整。作为机构投资者的重仓股，金亚科技的前十大流通股东几乎全部被公募基金包揽。其中，持股数量最多的是汇添富，该公司的三只基金产品，合计持有约1223万股，持股比例共达4.71%；其次则是招商基金，两只产品共持有约1026万股，持股比例合计2.94%。截至目前，已有15家公募基金公司下调金亚科技估值。

1月12日，持有金亚科技34万股的富安达基金下调金亚科技估值到13.58元。1月19日，持有481万股的易方达下调其估值至8.67元，该估值价和按照行业指数估值价相比近乎腰斩，比停牌前34.51元跌了近75%。1月26日，汇添富下调估值至8.67元。2月19日，广发基金也紧急进行估值调整，直接给予8.67元估值。2月22日、23日两天，富国基金、交银施德罗、银河基金、海富通、汇丰晋信等5家公募基金集体下调了金亚科技估值。其中，富国基金给出的最新估值为8.8元，交银施德罗、海富通均为8.67元，银河基金则为8.6元。而最低的汇丰晋信，则仅为8.51元，下调幅度超过75%。近日，又有鹏华基金、招商基金、宝盈基金、泰达宏利基金、上投摩根基金、东吴基金也先后就金亚科技发布下调估值公告，给出估值均为8.7元左右。

按照这15家基金公司给出的金亚科技估值，该股票虽未复牌但已跌去停牌前31.54元价格的75%，相当于复牌后13个跌停，与2011年重庆啤酒乙肝疫苗失败复牌后累计18个交易日的下跌幅度一致。业内人士介绍，目前基金公司对停牌股的估值方法包括指数收益法、可比公司法、市场价格模型法、估值模型法等，一般情形下的停牌股多采用指数收益法，若按照中基协（AMAC）信息指数累计超过50%的跌幅来计算，金亚科技估值价格约为16.5元，而基金下调75%的估值做法表明其悲观情绪，提前计提了金亚科技可能带来的巨大损失。“退市警示公告并不是真的意味着会退市，但是如今市场比较弱势，利空容易被投资者放大，导致出现过度抛售和踩踏的现象。”上述人士表示，基金提前计提亏损，那么投资者如果现在赎回基金，就要一起承担金亚科技未来的下跌，这在某种程度上也可以防止提前赎回潮。

南方理财金H28天吸金45亿

近日，兼顾股市投资和流动性的场内货币基金规模水涨船高。Wind数据显示，截至2月24日，南方基金旗下的场内货币基金南方理财金H（511810）规模创新高，达155亿份。自1月28日以来，南方理财金H规模从110亿份增至155亿份，28天规模增长45亿。

业内人士分析，在内外市场仍不明朗的行情下，对于既想参与股市投资又想获取稳定收益的投资者而言，场内货币基金是绝佳的选择。以南方理财金H为代表的场内货币基金可以像买股票一样买货币基金。在交易规则上，南方理财金H具有T+0交易的机制，买入当天计息，卖出当天可用。对于股票投资者而言，南方理财金H能够实现股票市场和货币基金投资的无缝对接，既能够避免资金闲置，提高资产回报率；又能在股市机会来临时第一时间完成资产转换，及时把握股票时机，最大限度博取反弹收益。（黄丽）

恒天财富携手微影时代掘金文化产业

恒天财富25日与微影时代达成战略合作，双方将成立投资基金。微影时代总裁林宁表示，该基金将侧重文化产业并购整合阶段的投资。

恒天财富董事长周斌说，在宏观经济略显低迷的现在，文化产业将是为数不多的几个高成长性行业。基金的投资将注重“内容为王”，筛选优秀公司进行中长期股权投资。林宁同样认为，中国文化产业正进入高速发展期，特别是电影行业，正在不断创造市场奇迹。未来十年将是中国文化产业发展的黄金十年。微影时代也在整合产业上下游的资源，与恒天合作之前，微影旗下已拥有近40亿文化产业基金，集中于电影、体育、演出三大方向，涉足CP/IP、发行营销和场景三个环节。“在具体的电影投资思路上，我们对超级大片采取跟投策略，在中小成本电影上是以潜力IP以小博大，《大圣归来》、《老炮儿》都是典型案例。”（费杨生）

企业资产证券化基础资产缺乏同质性

体系化的分析框架亟待建立

□本报记者 周文静

自2014年11月，证监会将资产证券化由“审批制”改为“备案制”，并对基础资产采取负面清单管理，2015年交易所企业资产证券化出现跨越式发展，根据WIND统计，2015全年共发行189期，规模总计1854.22亿元，发行期数和规模分别比2014年增长575%和362.59%。招商证券分析师孙彬彬认为，日益丰富的基础资产类型和交易结构推动了资产证券化的大发展，但随之带来的分析困难也逐渐成为影响投资决策的不利因素。业内人士分析，与信贷资产证券化相比，企业资产证券化出现一些不同的特征，有些基础资产对于原始权益人而言尚未形成资产，算不上资产证券化，最多只能算是证券化。

基础资产类型和交易结构多样

规模快速增长的同时，交易所资产证券化的基础资产种类也得到了极大的丰富，出现保理资产、购房尾款、两融债权、物业费、学费、信托受益权等新型的基础资产类型。交易结构方面，也出现双SPV架构的证券化产品，通常有“专项计划+信托”或“专项计划+私募基金份额”等形式，主要运用在于不动产投资相关的证券化产品中。

与信贷资产证券化相比，企业资产证券化出现一些不同的特征。比如，有些基础资产，如未来债权、未来收益权等对于原始权益人而言尚未形成资产；有些作为基础资产的债权、收益权并非自我实现，需要原始权益人后续积极地经营管理；不同业务类型的原始权益人使得企业资产证券化的基础资产缺乏同质性，基础资产（现金流）的风险和收益特性与原始权益人的业务模式有很大关系；大部分企业资产证券化产品都设置有差额支付承诺和担保机制，企业资产支持证券带有明显的企业信用的烙印。

日益丰富的基础资产类型和交易结构也带来了投资分析的困难，包括基础资产是什么，风险在哪里，怎么看待现金流的测算，破产隔离效果如何，出不出表等。这些都是投资者比较关注的问题，但是由于缺乏系统性的评价方法，这些问题的答案并不是轻而易举就可以获得的。与传统的债券和银行间信贷资产证券化（尤其是CLO和RMBS等基础资产同质性较高的产品）已经具有相对完整的信用分析框架不同，交易所企业资产证券化产品仍然缺乏体系化的分析框架。

融资企业模式差异大

孙彬彬表示，银行间市场的信贷资产证券化，基础资产主要集中在企业贷款、消费贷款、信用卡应收款、汽车贷款等，这些证券化产品的发起人通常是商业银行等金融机构，其主要业务模式及因此产生的基础资产相对容易理解。但是交易所资产证券化的原始权益人大多属于（非金融）企业，由于细分行业较多，大多数投资者都无法对每类发起人的业务模式有足够的了解。

对于企业资产证券化来说，原始权益人的业务经营是基础资产存在的前提，不同的业务模式在根本上决定了基础资产所产生现金流的回收模式、稳定性、可预测性、风险因素和违约救济方式。例如保理资产证券化产品，保理是指卖方将其应收账款转让给保理商，由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。保理资产证券化的基础资产是保理合同的债权，现金流的来源是签订赊销合同的商品购买方，即应收账款的应付人。又如购房尾款资产证券化产品，需要对房地产销售的流程、尾款的含义和比率、尾款的支付方式和期限、购房人可以不支付尾款的条件做了解。此外，企业的行业特性决定了企业所面对的竞争环境。

招商证券研究报告分析，有些证券化产品的基础资产可以脱离原始权益人而独立存在，如信贷资产、租赁合同债权等，原始权益人在将基础资产转移至SPV后就完成了相应的义务，而有些基础资产需要原始权益人的持续介入经营或管理，较为典型的有公用事业收费收益权、物业费收益权等。可以自我实现的可以主要关注基础资产本身，需要持续介入的则需要更偏向于关注原始权益人的持续经营能力。

券商互金产品弱市抢客 固定收益类产品受宠

“我们最近的固定收益理财产品销售速度更快了。”一位券商资产管理部人士表示，在市场动荡的时候，最能够吸引客户的还是固定收益类产品，每期发行公司互联网渠道都有2亿的规模稳定入账。这家资管公司管理资产规模在业内并不算大。当前全国已经有50多家券商机构拿到互联网金融业务的牌照，这些公司的产品正逐步形成规模。

争相推出引客利器

通过新产品吸引客户被作为当下互联网券商的关键产品。在券商互联网金融从开户佣金优惠走到现阶段，已纷纷以理财产品来吸引客户了。多家着力于网上商城的券商近期都推出新手或者新客专区，他们给予投资者更为优惠的利率来吸引资金参与。“特别是P2P平台相继出事之后，产品销售规模明显增加。”有券商表示。

东吴在线推出的新客专享14天产品，预期年化收益率在8.5%，该产品目前也是处于限量供应的状态。东吴在线此前推出的第一款产品也是火爆发售。业内人士认为，券商系互联网公司的四个方面优势促使这类产品赢得市场认可。首先，产品都由券商的股东信用背书，很多自有资金参与。其次产品期限短，根据调研的用户需求反馈，首次购买的相对短期的产品，更容易打消投资者对新平台的顾虑；第三券商的互联网金融产品，不再像过去的高门槛，至少5万10万元起，而是降低了申购门槛，最低的仅为1元。第四就是这类产品收益率普遍比银行理财略高，但少于其他一些理财平台，不过东吴在线8.5%的年化收益也并不低于现在流行的P2P平台。

国泰君安证券君弘俱乐部中新手专区里有君慧新客，约定年化收益率为4.66%，该产品前两期推出后迅速卖完，这类收益凭证产品都是限量供应，当前投资者购买收益凭证产品暂不收取经手费、佣金和过户费。

未来资产配置能力受考验

“当前受欢迎的产品非常集中，客户的需求在这里，我们也发愁找优质资产去匹配。”有券商资产管理部表示，在投资方向上，今年的选择将更加有难度，普遍的资产荒问题没有解决，好的项目高的回报并不多，投资者在受到去年的市场大跌之后，对市场风险较为恐惧。

广发证券在互联网金融领域也风生水起，受到业内广泛关注，如其首款针对互联网开发设计的理财产品，e定发睿利系列提供不同的期限产品，利率5%-6%之间，并且也是多数买断货的状态。齐鲁资产管理公司所推出的齐鲁稳固21天理财产品，也是在滚动发售，每期销售都很快速。东海证券推出月月盈产品，一个月的利率在4.8%。月月盈投资范围主要是债券等固定收益品种，并且该公司表示这款产品也是用互联网思维贯穿各个环节。

目前大家都相对集中在获取新客户上，但未来如何用更丰富的产品留住客户，还是一个问题。上海一家券商资管负责人表示，产品设计和发行时机对于不同种类的投资收益影响非常大。例如2014年发行的定增产品收益颇丰，但去年发行这类产品就很难获得收益，每年的“爆款”产品都不同。但当下最重要的就是寻找合适的资产作配置，券商相对其它理财机构有优势在于，可以从项目源头上作把握。（朱茵）

融通基金张一格：债券牛市不会结束

□本报记者 黄丽

融通基金固定收益部部门总经理、融通通盈保本拟任基金经理张一格在接受记者采访时表示，债券的牛市格局不会结束，但是小牛市会有大波动，保本基金正迎来黄金配置期。

张一格分析，我国现在处于经济增速换挡期，这一阶段将会维持比较长的时间，预判中国经济将呈现L型走势。对债券来说，大的风险因素如通胀、经济过热等很难看到，所以债券市场大的牛市格局不太会动摇。

“但是，从央行今年以来公开市场的操作行为来看，其短期首要目标似乎有所调整，从过去两年着力引导社会融资成本下行过渡到维护人民币汇率的稳定。这对债券市场的预期或多或少会造成影响，带来市场一定的波动。”因此，张一格认为今年的债券市场会呈现小牛市大波动的状态。

之所以债券市场会出现一些大的波动，张一格表示，原因主要有三方面：第一，长端利率和短端利率的期限利差、不同评级信用债的信用利差目前都已经收得非常窄，如果债券市场利空突然出现，长端利率、信用债受到的保护不够充分，自然会出现大的波动；第二，信用风险的释放、债券违约事件将更加频繁地爆发。目前债券违约处在单个地雷爆发的状态，后市可能会有更多企业出现实质性违约。一旦信用风险爆发引发持有人赎回，这将影响组合的流动性，管理人将会被迫卖券，对资产管理行业带来冲击；第三则是债券去杠杆的潜在风险。

“就目前而言，2016年债券市场并不好做，2014年、2015年采用持有策略即可获得不错收益，但2016年这种情况可能会被打破。”张一格认为，如果只靠持有到期策略，很难取得理想的收益，所以在债券投资方面，需要通过短期波动寻找超额收益机会。

值得注意的是，与绝大多数保本基金采用的CPPI(固定比例投资组合保险策略)不同，通盈保本基金将采取TIPP(时间不变性投资组合保险策略)保本策略。张一格介绍，TIPP比CPPI风险更小。“CPPI是拿固定收益资产票息做安全垫去投资风险资产，通常会设立M值的阈值，可能是2也可能是4，由于有阈值保护所以股票下跌时不会跌破基金资产的面值。”张一格说，TIPP的不一样之处在于相对更加稳健，比如同样投资固收资产、股票资产，当股票资产达到一定涨幅后，需要把部分涨幅重新配置到固定收益资产，这种调整可以将投资者的收益及时落袋为安。

在建仓策略上，张一格表示，债券资产方面将先拿一部分债券建仓打造一定的安全垫，另外一部分参与交易性操作，争取在波动中抓住阶段性机会，同时也会用国债期货来对冲随时可能出现的利率风险；权益投资方面，坚持比较谨慎的操作，逐步累积仓位，主要依托于公司的投研团队精选个股，以新股策略稳步提升组合收益，同时部分介入股指期货对冲大盘风险，争取拿到一定超额的收益。