

“强者恒强”料延续

# 2018年券商投行业务将向精细化转变

□本报记者 林婷婷

在IPO常态化、再融资收缩、债券市场调整的大背景下，券商投行业务收入结构在2017年发生显著变化。业内人士预计，2018年券商投行将延续平稳发展、结构调整态势，竞争将向精细化转变，更加注重项目质量。

## 投行业务结构生变

Wind数据显示，2017年包括增发、配股、优先股、可转债在内的再融资募集金额1.53万亿元，同比下滑21.9%，仅可转债募集金额同比增加了3.3倍，其余均同比下滑。按发行日统计，2017年共有104家券商参与投行业务，股权承销金额共1.76万亿元，同比下降16.58%。

债券承销方面亦不乐观。Wind数据显示，2017年102家券商共承揽7725只债券，累计承销债券金额4.34万亿元，较去年下滑14.57%。

从券商股权承销收入看，结构发生了较大改变。2017年共有66家券商投行股权承销收入合计177.22亿元，同比增长12.02%。其中，IPO承销收入为150.13亿元，同比增长67.31%，占总承销收入的84.82%；增发承销收入为24.83亿元，同比下降61.52%，占比14.01%；配股承销收入为1.59亿元，可转债承销收入为0.67亿元。与2016年相比，股权承销收入结构发生了较大改变，2016年IPO承销收入占比56.78%，增发收入占比40.84%。

“投行业务方面，监管政策取向主导了业务变化。”国开证券分析师程凌表示，2017年券商IPO收入占比显著提升，再融资等其他业

务收入占比相应下降。债券承销方面，受2016年末开始的债市波动影响，2017年债券发行骤减。

对于2018年的投行业务情况，平安证券分析师缴文超表示，进入2018年，发审委将严把“准入关”，关注材料的真实性、盈利的可持续性和独立性、内控的完善和有效性，审核尺度全面从严，IPO发行步伐较2017年将放缓。除此之外，由于高折价带来高安全垫的套利时代不复存在，定增的发行主体主要是基本面优秀、长期发展向好的公司。信用债市场虽然风险加大，但资产证券化持续火热，目前审批速度很快，是2018年投行非常好的业务机会。

## 行业集中度料继续提升

从IPO、债券承销收入来看，前十大券商的行业占比在继续提升。业内预计，2018年将延续这种强者恒强态势。

整体看，2017年中信证券以2154.89亿元占据股权承销业务总排行榜的榜首。承销总金额的亚军和季军由中金公司、中信建投夺得。同时，承销数量排行榜的前三为中信证券、中信建投及广发证券，分别承销了86家、79家、76家。

从IPO来看，共有60家券商加入了IPO承销大战，但仅7家券商承销金额超过百亿，中信证券居首，广发证券、国信证券位列第二、三名。广发证券、中信证券、海通证券位列IPO承销数量排行榜前三。

从总收入看，2017年主承销收入超过1亿元的有36家。其中，中信证券、广发证券、中信

建投证券、国信证券、国金证券和海通证券的主承销收入超过10亿元。中信证券以14.9亿元位居榜首。2017年IPO承销收入前十券商占总收入的58.14%，相比2016年的51.47%的占比，集中度进一步提高。

债券承销方面，2017年13家券商的债券承销总金额超过千亿元。其中，中信证券以4979.12亿元位居第一，中信建投证券以3835.02亿元位居第二，招商证券以3470.09亿元排名第三。同时，前三名的市场份额占比均同比增加。

“投行业务集中度有提升的态势。”缴文超表示，2017年与2016年相比，从IPO业务来看，主承销规模前五名的行业集中度略有下滑，但主承销收入的集中度有所增加；从增发业务来看，主承销规模和收入前五名的集中度均有大幅提升；从公司债业务发行看，主承销规模集中度也略有增加。

在投行新规影响下，投行集中度将持续提升。缴文超预测，一系列新规发布后，对冲业绩、过度激励的中小型投行不利，对制度规范、专业程度强的大型投行影响不大；从长期看，新规实施有利于投行业务健康发展，禁止不合理价格战也有利于投行承销费率企稳回升。

## 业务竞争更趋精细化

随着IPO进入常态化及债券发行环境的变化，对于券商如何突破瓶颈实现业务突破，华融证券分析师赵竞萌表示，2017年IPO审核通过率的降低从侧面反映出监管层对于质量

的要求更高，对于券商业务开展过程中的政策解读、业务流程、风险把控要求更高。未来传统投行业务将从粗放式向精细化转变，券商间竞争的已不仅仅是项目数量，更要注重项目质量，打造精品投行将成为传统投行业务焕发新活力的重要路径。

另外，创新投行业务的发展也为券商带来了新的机遇。赵竞萌表示，近两年来，除了传统的股权承销和债券承销业务外，并购重组、可转债、可交换债等新投行业务同样蓬勃发展，为券商投行带来的新的力量。

“未来，投行不仅是指传统的投行业务，将会向‘投资+投行’和交易型投行两种模式转变。”赵竞萌分析，大型券商在转型过程中拥有丰富的资金、人员和品牌等优势，在券商传统投行业务精细化的过程中，大券商凭借其充足的项目储备、优质的客户资源和严格的风控体系，将在转型过程中扎实脚步率先胜出。后续随着项目的不断积累和品牌知名度的持续强化，大券商的业务集中度将有所提升，传统投行业务亦会呈现强者恒强的局面。

广发证券分析师陈福也表示，伴随着我国经济结构调整，跨区域、跨行业的并购重组不断增加，企业客户对财务顾问、多品种融资等专业化需求日益增多，投行业务竞争已由传统的股权承销服务，延伸至覆盖企业成长路径的财务顾问、IPO、融资、并购、产业整合、资产证券化等综合服务，市场化竞争日趋激烈，投行产业链发展趋势下，大型券商更具业务整合发展潜力。

# 信托产品“刚兑瘾”该戒了

□本报记者 刘夏村

“刚性兑付”一直是包括信托产品在内的不少资管产品的老大难问题。这些年来，打破刚兑呼声持续不断，但刚兑依旧绵延不绝，这源于不少信托产品投资者和信托公司上了刚兑瘾。

此前，在刚性兑付“助力”下，信托产品为投资者提供了理想收益回报，在资管市场中积累了“良好”口碑。中国信托业协会统计，仅2016年，信托业就累计支付受益人信托收益7587亿元。投资者也很享受这种所谓的“稳稳的幸福”，买产品时按收益率高的挑，一旦产品

难以按期兑付，就“一哭二闹”，要求信托公司刚性兑付。

这种看似“称情我愿”的市场选择，却隐藏着巨大的金融风险。刚性兑付严重扭曲资管产品“受人之托、代人理财”的本质，违反市场规律、加剧道德风险，已成为金融业内共识。不过，知易行难，戒掉“刚兑瘾”着实不易。业内人士说，打破“刚兑”，离不开明确的政策规定，清晰的买者、卖者责任界限，适当、合规销售，较为成熟的投资者教育。

2017年11月，央行等五部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，打破刚性兑付正是其中一

大原则。文件规定，根据行为过程和最终结果对刚性兑付进行认定，包括违反公允价值确定净值原则对产品进行保本保收益，采取滚动发行等方式使产品本金、收益在不同投资者之间发生转移，自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付等。对刚性兑付的机构分别提出惩戒措施：存款类持牌金融机构足额补缴存款准备金和存款保险基金，对非存款类持牌金融机构实施罚款等行政处罚。

近期，中国信托业协会酝酿出台《信托公司受托责任尽职指引》，对尽职调查、投资者适当性等方面作出规定，旨在明确信托的良机

公司开展信托业务受托责任尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责、买者自负”的目的。多年来，信托产品难以打破刚性兑付的一大原因在于信托法对受托人受托责任尽职要求的规定不详尽，实践中对受托人职责边界、信托财产风险分配等问题存在一些争议和模糊认识，导致信托公司与投资者的责任边界不够明确。此次《指引》的出台，将为信托行业打破刚性兑付进一步奠定制度基础。

上述种种迹象表明，无论是信托公司，还是信托产品投资者，都该考虑，如何更稳妥地戒掉“刚兑瘾”。

## 指数股(ETF)讲堂

# 当前市场下的ETF配置与交易机会

□广发基金 罗国庆

## 一、市场短期调整不改长期向上趋势

近期，A股市场经历一波快速回调，有投资者担忧未来经济与流动性基本面利空。但从当前时点各项指标分析，都不支持基本面看空的结论：从短期流动性来看，本轮调整期间隔夜和7天Shibor保持稳定，短期流动性基本无忧；从长端利率上行看，投资者担心10年期国债利率过快上行对经济产生的滞后影响，而实际上从2016年下半年以来，在债券利率和企业盈利大幅上行的同时，企业融资成本上行的幅度却很小；从经济下滑的压力看，10月工业企业盈利继续高增长，11月PMI超预期，都显示出了实体经济回升的韧性。

预计本轮市场调整受交易性因素的影响更大。前期涨幅较高的股票（以金融和白马股为主），无论基本面如何，都出现了大幅下跌，表明部分获利资金兑现收益，从而引发“囚徒困境式”的踩踏。但由于相关行业的基本面未出现向下的拐点，因此预计当前市场的调整是暂时性回调而非趋势性下跌。

**二、市场短期调整提供ETF配置与交易的良机**

ETF是国内基金市场的重要组成部分。截至2017年11月底，沪深交易所共有137只ETF（不含货币），规模合计2118亿元，相比上年末增长115亿元；2017年日均成交额近49亿元，相比上年增长超过9亿元。从ETF涵盖的标的来看，国内ETF已涵盖A股指数、境外权

益指数、债券指数以及黄金等大类品种，能够满足投资者主流资产配置与交易的需求。

市场的短期调整为ETF交易者与长期投资者提供了布局的良机。经过本轮快速调整，市场风险已有所释放，部分基本面向好的行业或主题已出现较好的布局时点。当前环境下，可以从“中长期价值配置与中短期交易”两类思路参与ETF市场的投资，具体而言：

在价值配置方面，看好银行与保险业、国家政策大力扶持的先进制造业（如通信、半导体、新能源）等行业中长期的配置价值。银行受益于经济向好及利率上行趋势，行业基本面确定性好转；保险受益于中产对保险认知与需求的提升，新业务价值不断提升，且当前保险

行业估值属历史中枢位置，仍有向上空间。投资者可关注银行、非银以及金融类ETF的配置机会。在先进制造业方面，看好我国在全球具备较强竞争力的行业（如通信设备）、进口替代趋势明确的行业（如半导体产业链）以及国内渗透率提升的行业（如新能源设备产业）的投资机会，投资者可关注智能制造、信息技术、TMT等类别ETF的投资机会。

在交易方面，看好军工、传媒等近年超跌行业的交易性机会。军工与传媒行业已连续两年跌幅排名市场前列。自2016年年初至今，中证军工指数累计跌幅超35%，中证传媒指数累计跌幅近43%。大幅调整后，两个行业的估值已处于历史中低位，投资者可予以关注。

# 严审关口前移料成新股发审“常态”

（上接A01版）袁绪亚认为，IPO保荐环节，需要由各中介机构严格把关。作为保荐总协调和主导的证券公司更重要。将IPO质量控制前置到保荐机构，从2017年10月开始，就成了各证券公司的自觉行动。IPO问题公司对保荐机构影响巨大，对证券公司分类评级打分等影响也是极为直接的。有鉴于此，证券公司积极响应证监会严格监管和自觉行使保荐机构的职责已成业内共识。

## 优胜劣汰将更明显

证监会日前表示，将保持定力，适当加快

新股发行节奏，不断健全新股发行常态化机制，着力化解存量。

潘向东表示，新股发行节奏适当加快需要找到均衡，既要兼顾市场稳健运行，也要顾及投资者的感受。实际操作中，一是需加大IPO企业全面现场检查力度和质量，防止企业“带病上市”；二是要完善审核制度，并找到化解存量和保证质量之间的平衡点。

田利辉认为，2018年新股发审工作重点有三方面考量，一是如何保障优质企业及时上市；二是如何在做好市场预期管理的前提下增市；三是如何在做好市场预期管理的前提下增市；四是如

大上市公司数量；三是如何提高券商保荐机构工作质量。

袁绪亚表示，2018年新股发审工作重点在四个方面：一是将符合产业发展的好公司审核发行，扶持新兴产业的发展。如何审视和把握国家产业政策、经济发展趋势与IPO审核的对接成为关键；二是尽管在国有企业中需要IPO的公司越来越少，但配合国企改革，将更好的国有企业IPO，壮大国有经济也是发审工作的一个重大课题；三是如何接受新三板公司，通过IPO转板主板市场；四是如

何把握和调控IPO上会的数量与节奏，是发审委平衡IPO数量、规模和二级市场稳定的一个高精度的技术层面，需要做得更稳妥、更好。

“从12月7日证监会的两份监管问答来看，证监会将进一步保持新股发审的透明化、公开化，优化股票发行审核流程，不断提高审核效率，建立高效、优胜劣汰的市场机制。”潘向东预计，在IPO常态化的同时，从严审核这一趋势不会改变，优胜劣汰的节奏将更为明显。

# 收购标的屡现失控

中的风险。

深交所日前给飞利信下发问询函，要求公司说明未能对天亿达进行审计的具体原因，是否对收购标的的管控存在不足，是否与交易对方签订业绩对赌协议，如果是还要说明是否因承诺业绩产生纠纷。深交所向新日恒力下发问询函，要求公司补充披露失去对博雅干细胞的控制对公司生产经营的影响，同时要求博雅干细胞说明其对上市公司安排的预审计工作不予配合的相关情况、原因和依据。

今年以来，在一系列监管政策的影响下，A股并购重组市场正在发生一系列变化，“忽

# 疯狂并购警钟敲响

“悠式”、跟风式及盲目跨界重组大幅度减少，追求产业整合、具有协同效应的理性并购占比正在增多。

“过去几年非常流行的盲目跨界炒概念、追逐热点炒题材的并购重组将更加困难，监管力度会进一步加大。”广州某投资公司负责人认为，在经济转型升级背景下，并购重组依然是资本市场资源整合的重要手段，而产业并购会逐渐成为并购重组市场的主流，并有望得到政策重点支持。

Wind数据显示，同行业、上下游产业整合单数占比不断提高。2017年，横向整合的重大

资产重组达346起，较上年增长46%，而多元化战略的跨界收购年内发生116起，同比增长仅35.7%，在所有重组事件中的占比也降至不足两成。

“并购重组是企业发展的机遇，但伴随巨大风险。从初期的目标企业价值评估到后期的业务板块整合、业绩承诺兑现，并购重组的每一个环节都存在不确定性。”该负责人表示，对上市公司而言，应注重谋求企业战略升级与产业链的整合，而不是迷失在对热门题材的追逐和套利上，“在市场和监管的双重引导下，未来更加谨慎理性的产业整合并购将成主流。”

# 保监会：防控金融风险是未来3年重中之重

□本报记者 程竹

保监会网站2日消息，保监会副主席陈文辉在近日举办的局级主要领导干部专题培训班上表示，保监会坚持“监管姓监”，就是要把防控金融风险作为未来3年工作的重中之重。

陈文辉要求，保监会系统要不断深化“1+4”系列文件的落实。不断提升保险服务实体经济水平，全面提升保险供给体系的服务效率、质量和水平。切实把打好防控保险风险攻坚战作为监管的头等大事，谨防发生“处置风险的风险”，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。要毫不动摇整治市场乱象，必须让监管“长上牙齿”，重拳出击，拔乱纠偏。要抓质量改革，着力转变发展方式，从过去关注增长速度“快不快”，转变为强调质量效益“好不好”上来；抓效率改革，着力优化市场体系，深化简政放权，创新监管方式，完善监管制度环境；抓动力改革，着力转换增长动力，鼓励一批企业创新、培育一批产品创新、引导一批科技创新、推动一批产业创新，激发市场新活力，释放发展新动能。

陈文辉指出，保险业要统筹推进关乎保险监管长远建设的系列改革。完善监管法律法规，加快构建更加成熟完善科学的保险法律法规体系。改进监管体制机制，使之与行业发展创新相适应。提升监管科技水平，把技术纳入保险监管顶层设计，坚决打击监管套利、保险欺诈、非法集资等违法违规行为。加强监管资源调配，注重统一监管标准，加强各层级监管信息的统筹协调和互联互通。注重整合监管资源，增强分类监管能力，避免重复和交叉监管。注重加强监管联动，合理配备和充实基层监管力量，不断提升保险监管的专业性、统一性和穿透性。

# 投服中心：探索示范判决和证据认证创新机制

□本报记者 周松林

中证中小投资者服务中心日前在上海召开证券支持诉讼案件研讨会，就证券支持诉讼的现状、存在的问题、对策及发展路径等进行了探讨。

一年多来，投服中心共提起7例证券支持诉讼，代表广大中小投资者向有关侵权责任主体索赔4000余万元。目前已已有3起案件胜诉，部分中小投资者已获全额赔偿；4起案件正在诉讼中，进展顺利。

与会人士认为，投服中心的证券支持诉讼已形成独有特色：第一，立足国情，构建支持诉讼机制，开启帮助投资者维权新篇章。第二，持续丰富案件类型，支持诉讼多点开花，专业性特点不断凸显。第三，开创支持诉讼全国范围公开征集投资者的新模式，并在实践中不断完善。第四，积极推进损失计算软件开发工作，提升支持诉讼工作效率和权威性。第五，向“首恶”精准追责，确立“追责到人”的支持诉讼原则。第六，有针对性的宣传使支持诉讼走进广大投资者。

为破解支持诉讼瓶颈，缩短诉讼周期，降低维权成本，提高支持诉讼工作效率，投服中心与相关法院正在探索示范判决和证据认证创新机制。与会律师认为，这两项机制的设立是中国特色中小投资者维权工作的重大突破和创新，将极大提高审判效率，节约司法资源和人力成本，最大范围地维护中小投资者合法权益。

投服中心表示，本次会议是投服中心公益律师团队组建后首次证券支持诉讼案件研讨会。下一步，投服中心将进一步发挥公益律师团作用，加强与公益律师深入合作，坚持“事前持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼”投服模式，切实维护广大中小投资者合法权益。

# 北京2017年超额完成共有产权住房供地

□新华社电

北京市规划国土委2日宣布，2017年北京市商品住宅用地供应量达到721公顷，其中共有产权住房用地供应量达到207公顷，完成率104%，顺利实现住宅用地供应总量及结构的“双完成”。

据了解，2017年北京市共完成共有产权住房用地供应38宗，用地面积约207公顷，规划建筑规模约403万平方米，是往年供地可建设规模的3倍。城区和近郊新城区内供应的共有产权住房用地面积达到157公顷，占全部供应地块的三分之二。为盘活存量用地、扩大供地渠道，北京市进一步完善企业利用自有用地建设共有产权住房工作机制，并于2017年年底首次推出两宗企业利用自有用地建设共有产权住房项目。

北京市规划国土委相关负责人表示，北京首次将共有产权住房用地列入年度计划并超额完成，是加大土地供给侧结构性改革的成果，是实现住有所居目标、增强群众获得感的重要举措。2018年供地计划将适时向社会公布。

# 中国证券监督管理委员会行政处罚罚没款催告书送达公告