

## ■ 记者观察 | Observation |

### 新股发行市盈率 必将持续下降

证券时报记者 杨冬

在新股破发潮影响下,新股发行市盈率相对于历史峰值有所下降。业内人士据此认为,新股发行的“三高泡沫”已被完全刺破。

事实上,近期新股发行的绝对市盈率水平仍然偏高。据WIND数据统计,1月份44家启动网上发行程序的首发企业平均发行市盈率为52.15倍。

当然,该平均值数据较以往动辄上百倍的发行市盈率水平已有一定程度下降,但相对于海外成熟市场,该数据仍明显偏高。

那么,新股发行市盈率水平未来是否会继续下降呢?

在相当长的一段时间内,人们普遍认为在“资金市”的环境下,新股发行定价水平完全取决于当时市况,亦即市场火爆时容易获得高定价,市场冷清时则定价偏低。

在新股发行第二阶段改革持续推进的环境下,这种逻辑的结果可能出现偏差,亦即无论市场未来走向如何,新股发行市盈率均将呈现持续下降的走势。

首先,所谓新股发行定价,通俗地讲就是股票供给方,亦即发行人进行一次性定价的过程;而对于股票购买方则是一个持续定价的过程,不但要对股票发行前进行定价,而且要对股票挂牌后进行持续定价。

抛开上市后再融资的考虑,发行人通常会定价抱有预期,因为这不仅关系到募资规模,更关系到自身所持股权的账面利得倍数;但询价机构则在承受高持股成本的前提下还必须忍受长达三个月的禁售期,这期间其他股票购买方对股票的持续定价将会给询价机构带来巨大风险。

以往这种风险容易被询价机构忽视。在股票稀缺的年代,打新被视为稳赚不赔的生意,这种低风险的投资行为令询价机构出现了“羊群效应”,最终推高了一只只的新股发行定价。近年来,中小板、创业板高速扩容,应该说,国内A股市场中股票的稀缺属性已大大弱化。

这对询价机构的打新“逻辑”构成挑战,“逢新必打”的固化思维已被当下市场证明是愚蠢的,询价机构趋于理性是必然趋势。

对于质量拙劣的首发企业,毫无疑问,未来此类企业无论在市场好坏时都将遭到询价机构用脚投票。尤其在目前加息通道已经形成的环境下,询价机构的资金成本不断提高,对此类劣质企业做出较高报价无疑将会使风险收益比提升到一个令人担忧的程度。

质地优良的首发企业,理应获得市场较高的定价,但由于市场整体的股票稀缺性弱化,未来融资融券标的券种可能扩大至中小板、创业板等市场(机构可以运用该工具对于具有发行泡沫的企业进行做空套利),优质企业的定价水平较以往很可能也出现较大幅度的下降。

# 信托公司净资本“硬约束”进入实操层面

对评级不同的公司实施不同的风险资本计算标准,各项业务采取差异化风险系数

证券时报记者 张伟霖

信托公司净资本管理制度在操作层面有了实质性的进展。

继2010年8月公布《信托公司净资本管理办法》之后,银监会近日下发了《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》(银监发[2011]11号),对信托公司净资本、风险资本计算标准和监管指标作出了明确规定。

同时随通知下发信托公司净资本计算表、信托公司风险资本计算表以及信托公司净资本风险控制指标监管报表。

### 风险资本计算随评级变化

《通知》规定,银监会将对不同监管评级信托公司实施不同风险资本计算标准,评级结果为3级以下的信托公司风险资本计算系数为标准系数,而评级结果为1级和2级的信托公司风险资本计算系数在标准系数基础上会下浮20%。

北方信托人士表示,从表面上看这对于目前已经在评级上领先的公司有利。但由于现行评级是年度审核制,其评级结果也与各信托公司在风险控制方面紧密挂钩,这就需要信托公司在当年收益和下半年评级上做一个相对平衡,以免出现当

年在享受政策红利的基础上忽略风险控制,而导致下年度评级下滑的问题。

而对于同时包含融资类和投资类业务的信托产品,《通知》要求信托公司在计算风险资本时应按照融资类和投资类业务风险系数分别计算风险资本。其中所说的融资类业务包括但不限于信托贷款、受让信贷或票据资产、附加回购或回购选择权、股票质押融资和准资产证券化等业务。

信托人士认为,这意味着目前流行的组合投资方式也将按其真实的投资方向纳入到现行的监管政策当中。不过,信托公司对此已有相应准备。根据对今年1月信信产品投资方式的统计显示,组合投资类产品仍占据信信合作产品投资结构的主导地位,但其他类型的信信合作产品发行数量较上月有很大的起色,例如债券类产品占比达到10.23%。

### 业务风险系数差异化

此外,《通知》还对TOT产品、信托受益权投资产品、银信理财产品、关联交易产品等在计算风险资本时作出了相关规定。

《通知》同时明确了计算净资本和风险资本时各项业务的风险系



数,采取差异化标准,目前信托公司三大业务——固有业务、信托业务和其他业务的风险系数均不相同。

在诸项业务中,房地产类业务成为调控的核心部分。其系数的设定与当前的监管政策紧密挂钩。其中受监管层支持的公租房及廉租房信托融资风险系数就比其他房地产信托融资风险系数较低,单一类融

资业务中公租房及廉租房融资风险系数为0.5%,其他房地产融资为1%。集合类融资业务中公租房及廉租房融资风险系数为1%,其他房地产融资则为3%。

这意味着100亿元的房地产融资类业务总规模,其占用的风险资本就高达3亿元,按照此前公布的净资本管理办法的计算公式,相应地也将

占用信托公司大量的资本金。

从2009年的情况看,54家公布年报的信托公司注册资本合计为605.6亿元,平均每家信托公司的注册资本约为11.21亿元。以此计算,对于“72号文”下发后的“房地产类融资业务”,平均每家信托公司最多只能做到400亿元左右的规模。

## 期货投资咨询业务只欠人才东风

证券时报记者 游石

日前,证监会就《期货公司期货投资咨询业务试行办法》向社会公开征求意见。这意味着,内地期货公司3项创新业务里,投资咨询将率先破冰。不过,业界认为,期货公司申请投资咨询业务的门槛将出现在人员上。

期货咨询是指基于客户委托,期货公司及其从业人员从事风险管理顾问、期货研究分析、期货交易咨询等营利性服务。《暂行办法》规定,期货公司申请该业务

需要满足:公司注册资本不低于1亿元、净资本不低于8000万元;最近6个月净资本等风险监控指标持续符合监管要求;至少1名具有3年以上期货从业经历和取得期货投资咨询业务从业资格的高管人员,至少5名具有两年以上期货从业经历和取得期货投资咨询业务从业资格的从业人员;公司最近3年持续合规经营;具有完备的业务管理制度等。

目前国内期货公司的注册资本平均为1.5亿元左右,大部分公司在资本方面符合《暂行办法》的规

定;不过,与另一条件相关的期货投资咨询业务从业资格考试尚未开始,有消息称首次考试将在6月启动,也有称在4月。

据期货公司研究人员介绍,该考试难度大,内容涵盖宏观经济分析、期货投资基本面分析、期货品种投资分析、技术分析、金融工程统计、交易策略分析、期权分析等部分的题目,并对期货分析师的职业道德行为准则和自律规范都有要求。据传在此前进行的试题难度测试中,业内2个著名资深分析师刚刚过了及格线,主要是卡在统计计算方面。而刚

从高校毕业的从业人员应试可能没太大问题,却不具备至少两年以上从业经历,因此期货公司申请投资咨询业务,人员配备将是一道坎。

另外,期货公司投资咨询业务出来后,也可能引发一轮研究人员加薪潮。目前国内期货业与证券基金业薪酬待遇差距仍然较大,尤其研究人员上,收入差距将近3-5倍,在期货业内部,不同公司间研究人员甚至也有1-2倍的收入差距。业内预计,前期取得期货投资咨询业务从业资格的人员将会变得非常抢手,成为众期货公司争夺的对象。

### 全牌照诱惑 纯经纪券商仅存3家

证券时报记者 伍泽琳

随着一批大型券商创新业务试点的扩大,中小券商也在积极拓展业务,申请更多的业务牌照。最新统计数据表明,券商经纪业务转型正如如火如荼开展中,传统意义上的纯经纪类券商只剩下3家。

中国证券业协会公开资料显示,全国106家证券公司名字中依然保留着“经纪”二字的有6家,分别为川财证券、大同证券、和兴证券、天源证券、万和证券以及众成证券。不过,其中有3家公司近年已获得投资咨询、财务顾问以及基金销售业务资格,这意味着传统意义上的纯经纪类券商只剩下3家。

沪深交易所公布的会员交易数据显示,上述纯经纪类券商中,川财证券、和兴证券去年股票成交额市场占有率同比均小幅下降,仅众成证券股票市场份额同比持平。

业内人士表示,随着资本市场发展,传统经纪业务的利润逐年下降,特别是去年佣金激战进一步改变了行业格局,而创新发展势头正猛,未来将成为重新划分市场格局的重要因素。目前,在进军全牌照中,中小券商表现可圈可点,其中有一部分成功抓住了机会不断提升市场份额。

我们正在努力提高服务质量稳住大客户。”某中型券商经纪业务负责人表示。据了解,该券商目前尚无融资融券业务资格,但去年以来有越来越多的客户表示想试水两融交易。近期更有多名大客户因为该券商无法提供两融业务而转走。为此,该券商经纪业务负责人表示将采用提高投资咨询质量、推出咨询产品以及推广投资顾问等方式稳住现有客户,此外还积极申请第四批融资融券试点资格。

内地某中型券商营销中心总经理表示,虽然目前该券商并没有出现因无法提供两融业务而转走的大客户,但今年以来表示想了解两融业务的客户有所增长。目前内地二、三线城市客户对融资融券此类创新业务还在了解阶段,但随着两融业务的推广以及逐渐成熟,想要参与其中的投资者势必会越来越多。届时没办法提供服务,只能眼睁睁看着客户流失。”该总经理表示。

分析人士指出,未来证券公司之间的竞争在于创新能力,创新业务不仅为券商带来新的盈利增长点,而且能够带来稳定的业绩增长。毫无疑问,券商已经从过去的冲刺全牌照时代转战到争抢创新业务牌照时代。

## 上期所北京灾备中心启用

系国内证券期货交易所建立的首个异地灾备中心

证券时报记者 游石

近日,我国证券期货交易所首个异地灾备中心——上海期货交易所北京灾备中心正式启用。中国证监会副主席桂敏杰、主席助理姜洋出席启用仪式。证监会信息中心、会计部、期货一部的负责人也参加了仪式。

桂敏杰说,上期所建成我国证券期货交易所第一个异地灾备中心,这是防范市场风险、维护市场稳健运行的重要举措。他表示,上期所一直以来都非常重视信息技术系统的建设,张江同城数据备份处理中心目前运行良好,

已发挥出积极的作用。此次北京灾备中心正式启用,在证券期货交易所中率先实现了“两地三中心”的运行模式,是上期所进一步完善技术系统方面的重要一步。

桂敏杰指出,近年来我国期货市场不断扩大,市场功能进一步发挥,对大宗商品的定价能力显著增强,在国民经济中扮演着越来越重要的角色。这对交易所的稳健安全运行提出了更高的要求。因此需要上期所在信息技术系统的建设上同国际一流标准接轨、向国际一流水平看齐,进一步提高市场运行质量。

姜洋表示,上期所近年来不断加大

加大对信息技术系统的建设力度和基础设施的投入,此次在证券期货交易所中首家建成“两地三中心”的运行模式,具有示范效应。上期所今后需要从业务连续性的角度考虑,不断评估使用效果,总结经验,逐步完善包括决策机制、管理机制、配套法规、人员培训等一系列细节,真正发挥完备的信息技术系统对于保障交易平稳运行的作用。

上期所总经理杨迈军说,为增强应对大规模自然灾害及重大突发事件的能力,按照证监会的战略部署和会领导的要求,上期所根据国家灾备规范的有关要求,综合考虑社会经济人文环境、自然地理条件、高科技

人才资源、配套设施、成本和政策环境等因素,选定了北京电信机房作为异地灾备的数据中心。

据了解,2010年8月,上期所对交易系统进行了并网试运行,11月进行了首次切换演练,所有期货公司会员均参加了测试。根据测试结果,交易系统从上海切换到北京的时间不到10分钟,容量方面可支持每天交易7000万笔报单,每秒可持续处理12000笔报单,与上海两个同城数据中心切换基本相同,大大优于设计目标。北京灾备中心的正式启用,标志着上海期货交易所数据处理能力和市场信息化水平得到了全面提升,灾难应变能力大大提高。

## 海通国际衔枚疾进 投行领跑在港同侪

证券时报记者 孙媛

2009年11月19日,海通(香港)(现已更名为海通国际控股)成功并购大福证券;2010年11月22日,原香港大福证券正式更名为海通国际证券集团。据彭博数据计算,在此一年间,海通国际在香港IPO市场占有率增量排名中,名列第六,同比上升1.3%,成为在港股市场进步最快的中资券商。在民生银行、中国太保、金风科技等一系列大单基础上,海通国际迅速整合内地与海外的优势金融

资源,协同效应已初见成效。

在一个没有背景、制度迥异的环境中开拓市场,既可以稳扎稳打,也可以积极进取,既可以选择各项业务齐头并进,也可以将长项“长出去”形成自我特色。海通国际要的却是兼顾。靠着惊人胆识,海通国际一方面通过收购整合大福,实现原有业务全面的渐进式发展,另一方面又独吃“中资券商海外并购”和“人民币基金”两只“螃蟹”,成为包括海外券商在内的竞争对手竞相跟风的对象。时至今日,海通国际已

成为经常见诸香港报端的知名金融机构。

据海通国际证券集团副主席及行政总裁黄绍开介绍,投行业务是合并后集团利润增长的爆发点。在过去大福平均每年4个IPO的基础上,海通国际对国内大型IPO项目的引入将成为突破口,预计今年投行贡献收益在集团总收益中占比将在去年不到15%的基础上,继续上升到20%至25%。”黄绍开说,在上游业务带动下,集团资管业务今年将计划再募60亿港元,以将管理资产总额提高到100亿港元。”

海通国际目前已成为全国社保基金海外投资顾问。黄绍开表示,原大福担任各种财务顾问的项目已累计超过430个,一直以来是集团各项业务中的强项,收入十分稳定。除了海通国内的资源源源不断向香港输送大单以外,在高端机构客户和高净值客户资源的引入渠道上,香港平台也与内地各地营业部迅速展开了合作。大福证券原是在内地品牌知名度甚高的香港本地券商,再与海通在内地的强大网络及雄厚实力相结合,产生了巨大的协同效应,今后能为客户提供更卓越、先进的国际金融服务。

**CIFCO 中国国际期货有限公司**  
CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.  
客服电话:  
**010-65082706**

**上海东证期货有限公司**  
ORIENT SECURITIES FUTURES CO.,LTD.  
一流衍生产品投资服务提供商  
**东证热线: 95503**

## ■ 一周数据 | Data |

8.52亿元

兴业银行将以约8.52亿元的对价收购联华国际信托51.18%股权。至此,兴业银行成为继交行、建行之后第三家控股信托公司的银行。

287亿元

沪深融资融券业务今年1月共成交286.82亿元,为券商贡献佣金收入约2800万元。此外,融资融券为券商贡献的融资利息和融券费率分别达到9600万元和19.34万元,三者合计券商可入账1.24亿元。

871家

截至2010年12月底,全国共有证券营业部4573家,较2010年初新增871家。从拥有证券营业部数排名上,广东省以613家位居第一位。紧随其后的为上海市和浙江省,分别拥有证券营业部数476家和333家。

(整理:彭妮)