



解密并购王西南证券的“超车”战略

●西南证券多个目标的实现有诀窍，方法有三个：一是通过并购实现快速“超车”；二是构建市场化的激励机制，调动员工的积极性；三是调动所有的资源服务客户，满足客户多样化的投资需求。

●创新方面可以树立一个很简单的目标，比方说现在香港的券商有 50 岁，内地的券商才 20 岁，找到两者之间的差距，在哪项业务上有差距就去努力发展这项业务，差距将会逐步缩小。

证券时报记者 杨冬

在新一轮中国证券业的赛场上，有一台重庆牌照的战车正蓄势待发，目标直指证券业赛道前十的排名。

这台重庆牌照赛车就是西南证券。作为目前重庆地区唯一在 A 股上市的金融机构，该公司承载了重庆市政府的厚望——加快市场化发展，打造千亿资产券商等等。

西南证券身上的担子显然并不轻松。在西南证券负责人看来，**多个目标的实现也有诀窍，方法有三个：一是通过并购实现快速“超车”；二是构建市场化的激励机制，调动员工的积极性；三是调动所有的资源服务客户，满足客户多样化的投资需求。**

战略异常清晰，行动异常果敢，效果异常显著。”这是业界对其管理风格的评价。

处在证券业政策大变革的新时代，只有那些具有勃勃雄心、风控良好、业务基础不错且注重创新探索的券商才能笑到最后。西南证券有此种潜质，但最终的战略实施效果还有待市场的进一步检验。

现在是最好的时候

中国证券行业路在何方？在中国证券市场赚钱很难吗？面对 2011 年国内券商业绩大面积下滑，市场难免会发出类似的疑问。

西南证券负责人坦言，去年至今的市场环境对于券商有一定的负面影响，去年 A 股日均交易量同比下降了 20%，A 股整体估值水平出现了一定幅度的下调，有一些客户开始不愿意做再融资；在新股发行制度深化改革的政策环境下，新股的超募收入也在减少。”

对于证券市场发出的疑问，该负责人谈道，这个时候叫苦的大都是严重依赖通道业务的券商。如果把券商之间的竞争比作一场球赛，那么通道业务只扮演着守门员的角色，理财咨询、综合化服务才是前锋，才是制胜的关键，才是券商核心竞争力之所在。”该负责人一针见血地指出，如

果券商不改变这种通道业务依赖症，即使今年市场转好、赚钱了，也无法真正具备持续盈利能力。换个角度说，与其他行业相比，证券业的利润率、人均创收水平都非常高，只要我们提高工作效率和管理效率，在公司层面做好整体资源的合理调配，完善合规制度、风控制度，建立有效的激励机制，围绕市场、客户的需求不断开展业务创新，向客户全方位地提供增值服务，在经济下滑、市场下跌的情况下，反而蕴藏着很大的市场机会，正是券商自营、资管、私募股权投资（PE）等业务表现投资能力、获得高收益的时机，也是券商帮助客户赚取高额利润的良好时机。”

关于投资能力的构建，该负责人有着独到的理解，投资能力有两层含义，一是能够正视风险，不惧怕；二是能够获取利润，不贪婪。西南证券在今年二、三季度将举办投资策略报告会，将从专业的角度告诉客户现在什么是有成长性的投资标的、什么是未来市场的热点以及相关的投资建议，这就是投资能力的表现。”同时，该负责人坚信券商的投资能力能够对提升佣金率产生实质性的影响，如果服务水平提升了，如果无论市场好坏都能帮客户赚钱和规避风险，作为服务价值体现的佣金率自然就会提高。**西南证券未来在考核营业部时，将把客户资产增值率作为一个重要的考核指标。”**

构建市场化机制

一家成功的企业，除了拥有适销对路的产品，还必须拥有一整套完善有效的内部经营管理机制。机制无时无刻不在悄然改变着行业的格局。

国信证券、招商证券、广发证券等南方券商高度市场化的运作机制，是它们快速赢得市场份额和巨额利润的重要前提。榜样的力量是无穷的。西南证券目前也正在着手搭建更加高效率的内部管理机制。

在重庆金融版图上，西南证券有着非常重要的地位。西南证券负责人表示：在中央打造西部增长极和长

江上游经济金融中心的政策驱动下，重庆近年来的改革开放步伐迈得很快、很大，各种机制都非常灵活。作为重庆市重点国有企业和唯一一家证券公司，**西南证券的战略发展得到了地方政府及相关部门的充分支持，这也是西南证券朝着市场化目标进行改革的最大动力和最重要的基础。”**

证券业是一个以人才为核心竞争力的行业，构建内部机制首当其冲的就是建立一个有效的、市场化的激励机制，吸引更多人才的加盟，提高员工的积极性，让所有人全身心投入到公司业务发展上来。”该位负责人说道，建立一套有效的、市场化的激励机制，重点不在于投入的绝对数，而在于投入产出比。

此外，作为机制构建的重要部分，西南证券亦正在紧锣密鼓地整合内部资源。

任何一个客户的需求都不是单一的，尤其是投行、资管，服务的都是高净值客户，这些客户的需求具有更加多元化的特点，因此西南证券要调动一切资源为客户服务，满足客户的多种需求。”该位负责人举例说，比如一家投行有 50 个大客户，每个客户的个人资产有 20 亿元，那么加起来就有 1000 亿元。我们可以帮助这些客户托管资产、管理资产，也可以帮助这些客户做好股份增减持、市值管理，甚至去做一些 PE 投资、房地产投资等另类投资。这就是资源整合的力量，帮助高净值客户在风险可控的前提下获取高收益。”

为了更好地让内部资源整合发挥效用，西南证券亦制定了各项业务详细的发展规划，旨在迅速做大业务规模，为内部资源整合夯实基础。

在谈到西南证券各个业务板块发展规范方面，该负责人表示，在卖方研究业务方面，西南证券今年将大力扩充研究员队伍，年内将正式挂牌成立“重庆金融研究院”；在投行业务方面，西南证券将在继续保持已有业务优势的基础上，顺应重庆经济发展的势头，加大对重庆地方企业的投融资服务；在直投业务方面，西南证券将增加直投业务规模，并将逐步做大另类投资业务；在经纪业务方面，**西南证券拟在提升现有营业部盈利能力的同时，加快对外并购的步伐，重点选择在经济发达区域开设营业部；**在资管业务方面，西南证券拟向资管分级产品方向发展，并将在适当的时机推出一些高风险高收益的结构化产品。

该负责人解释说，目前券商资管产品多少存在“天下文章一大抄”的问题，产品没有自身独有的特点和优势，结构化产品应是未来一个重点发展方向。为了增强券商进行资产管理的责任，还应多发一些分级产品。

与此同时，作为内部机制构建的另一组成部分，西南证券亦正在着手对组

织架构进行调整。我们**准备成立量化投资部做股指期货套利，还要成立一个机构客户服务部专门服务于公募基金、保险、财务公司、私募等机构以及高净值个人客户。**”该负责人透露，合规管理和风险控制是证券公司长远发展的重中之重。今年我们要进一步加强内部各项制度的建设、梳理和完善，强调合规工作，设立专门的风险控制部门加强对公司各业务线的风险控制。”

通过并购快速“超车”

2011 年 3 月，西南证券发布重组公告称，拟通过换股吸收合并方式收购国都证券。一石激起千层浪，市场马上把目光投向了这宗 A 股历史上首例上市券商采取市场化手段的并购案。

虽然这宗并购案迄今为止还未获得证监会的批复，但西南证券表现出的敏锐、果敢、奋进还是令投资者印象深刻。

按照并购方案，西南证券将以 10.78 元的价格向国都证券所有股东进行定向增发，以换股方式吸收合并国都证券的所有资产、负债和人员。经过资产评估，国都证券每单位注册资本的评估价格为 4.3 元，西南证券额外为参与换股的国都证券股东支付了 0.7 元的溢价，亦即国都证券参与换股的股东每单位注册资本最终作价 5 元。

有人认为我们并购国都的价格贵了，其实不然——单从国都证券单个营业部去年的盈利来看，是不划算；但从长远来看，国都的客户、人才队伍的价值是不能简单用钱来衡量的。而且，通过本次收购，我们不仅新增了 23 家营业部，还得到了国都期货、国都香港等业务牌照。”西南证券负责人谈道。

安信证券曾发布研究报告对上述并购案做出点评，西南证券 41% 的业务量集中在重庆，而国都证券 43% 的业务集中在北京，两家券商的网点存在明显的互补效应。以 2010 年数据计算，此次合并完成后，西南证券的股票交易额市场份额将从 0.74% 提升至 1.2%，排名从行业第 40 名上升至第 22 名。”

与对并购发展模式高度认同形成鲜明对照的是，西南证券对于新设营业部的策略显得意兴阑珊。

从行业整体的情况来看，新设营业部一般至少要亏损 3 年。西南证券也

不例外，从 2010 年至今我们新设了 11 家营业部，截至目前都还没有扭亏为盈。因此，采取同业并购的策略来迅速扩大经营规模更具效果和针对性。”该位负责人坦言。

一旦并购国都证券成功，西南证券将横跨证券、期货、基金等多个金融牌照业务，初步形成金融控股集团的雏形。

该负责人指出，未来我们还会择机投资商业银行，形成一个较为完整的综合经营链条。”

三个方面重点创新

自去年年末证监会主席郭树清上任以来，人民币境外机构投资者（RQFII）制度、国债期货、中小企业私募债、券商股票约定式回购业务等创新业务（产品）已经推出或即将推出。

对此，西南证券负责人指出，券商综合治理改革之后，证券市场的创新业务将会越来越多，证券市场将随之迎来一个快速发展期。为了能够在这种创新浪潮中取得优势，券商必须快速提升自身的综合能力。”

具体而言，该负责人认为，在政策逐步放开、创新型产品市场逐步成熟的趋势下，券商一方面应该加强产品开发能力和风险管控能力；另一方面要加强

西南证券未来业务创新重点之一，是在传统业务模式上的创新，各项传统业务要做到延长产品线，通过产品多样化、服务专业化来保留客户。

西南证券未来业务创新重点之二，是切实提升客户的服务体验，通过有效营销，深入挖掘客户需求，推出适合的理财产品来增加客户的认可度和忠诚度。

西南证券未来业务创新重点之三，是业务线的创新，券商应紧跟政策导向，争取在融资融券、PE 基金、股指期货等创新型产品方面取得突破并做大业务规模，通过良好的风险管理和营销手段，使得创新业务和产品形成一个个有效的利润增长点。

构建有效的激励机制

调动所有的资源服务客户

通过并购实现快速“超车”

■ 记者观察 | Observation |

上市券商有望成为并购主角

证券业大规模并购潮5年内或现

证券时报记者 杨冬

国内现有的 109 家券商在 5 年之后还能剩多少家？证券时报记者在日常采访中曾向多位券商老总抛出过这个问题。

出乎意料的是，这些老总给出的答案惊人的一致，还剩 50 家左右”。按照这个逻辑，未来 5 年内将有超过 50 家券商将被兼并或者无奈破产。

不过，就目前情况来看，券商在未来 5 年内大规模破产的概率很小。在经历 2007 年的大牛市和 2009 年的反弹行情后，国内券商大多积攒下了丰厚的家底，这些家底足以令他们安然度过数个行业“寒冬”。

此外，在综合治理改革之后，国内券商的日常运作得到了极大规范，客户资金和股票实行了第三方托管制度，这也令券商的经营风险大幅下降。

因此，并购行为是实现证券业重新洗牌最为现实的路径。尤其是在目前的环境下，上市券商与非上市券商的差距越拉越大，这种差距也成为了证券业并购的基础和动力。

一家上市券商总裁坦言，我们对外接触中发现，一些中小券商一旦在短期内无法实现上市，其股东往往会压力很大。如果价钱合适或方案合理，这些券商的股东往往很难经得起诱惑。”

按照 2011 年 11 月监管部门下发的《关于进一步完善证券公司首次公开发行股票并上市有关审慎性监管要求的通知》规定，在经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务、投资咨询业务、财务顾问业务、新业务等 6 项业务中，券商应当至少有两项业务近两年均位于行业中等水平以上，或至少有一项业务近两年均位于行业前 10 名。

目前，国内至少有 40 家券商无法满足上述上市标准。此类券商往往呈现出业务模式单一、盈利能力不强、抗风险能力较差的特点。一旦出现持续时间较长的熊市，此类券商极容易成为手握大量现金、再融资能力较强的上市券商并购的目标。

在实际操作中，此类券商股东往往很难拒绝上市券商优渥的并购方案，比如溢价换股，再比如现金选择权。以西南证券并购国都证券

为例，西南证券为参与换股的国都证券股东每单位注册资本支付了高达 0.7 元或 16.28% 的溢价，并赋予国都证券异议股东每单位注册资本 4.3 元的现金选择权。

在部分中小券商股东看来，既然短期内上市无望，股权价值受市场环境影响不确定性较大，且股权流动性亦较差，那么为什么不通过溢价换股成为上市券商的股东呢？如此划算的买卖，既能提高股权的流动性，又享受了溢价，还能规避业务规模偏小所潜藏的经营风险，可谓一举多得。

而在一些上市券商看来，通过新设营业部来扩大业务规模、提升利润规模无疑是一项费时费力且效果极差的策略，因为目前券商新设营业部鲜有能够打破“至少亏损三年”的魔咒。目前上市券商再融资的便利性为其对外收购提供了强大的资金支持，一位上市券商老总指出，即使用 30 倍的市盈率来融资，然后用 40 倍的市盈率对外收购也是划算的。”

因此，在双方面的需求驱动下，国内证券业未来 5 年内出现大规模并购潮将是大概率事件。这是来自市场的声音，也是中国证券业做大做强必经之路。