

券商弱市自救：掘金债券业务平抑业绩波动

证券时报记者 李东亮

经历 20 多年证券市场的潮起潮落，券商始终未摆脱业绩随股市波动而起伏的困局。但这种盈利模式的路径依赖正在改变，一批券商正大力开拓债券市场业务，全面提升固定收益在 4 项传统业务——经纪、投行、自营和资管中的业务规模。

股市低迷重创传统业务

如单纯依赖股票投资和承销，今年券商的 4 项传统业务难免再受重创。

公开数据显示，经纪业务方面，受股市低迷影响，今年前 8 个月股票成交额仅为 22.24 万亿元，较去年同期下降 31.37%。雪上加霜的是，据中信证券研究结果显示，今年上半年证券全行业平均净佣金率跌至约 0.076%，较 2011 年再降 5%。成交量和佣金费率双降重创经纪业务，中证协统计的数据显示，仅今年上半年全行业证券代理买卖净收入下降了 33.41%。

股市疲软倒逼新股发行速度趋缓。公开数据显示，今年前 8 个月，首次公开募股 (IPO) 企业家数为 137 家，较去年同比下降了 33.8%，首发募资规模仅为 866.61 亿元，较去年同期下降了 54.1%。首发发行费用为 62.98 亿元，同比下降 46.7%。

与此同时，以股票为重要投资标的的资管业务和自营业务，也受到不同程度的影响。接受证券时报记者采访的中信证券、国泰君安证券等券商高管均认为，尽管股市近日出现反弹，但这并不能尽扫上证指数屡创新低的阴霾，毕竟自 2009 年 8 月起，上证指数已连续调整 3 年，券商权益类投资已饱受煎熬。

截至 8 月 31 日，券商发行的 34 只资管产品中，仅 4 只产品累计净值超过 1 元，占比仅为 11.76%，其中，上海证券发行的 1 款理财产品亏损幅度甚至超过 50%，这让素以追求绝对收益为目标的券商资管陷入尴尬境地。今年前 8 个月，券商发行的股票型产品仅 4 款，约为债券型产品数量的三分之一。

此外，由于券商自营主要投资于权益类和债券两类标的，券商股也由此被业界称为“偏债型混合基金”，

每逢股市下跌，券商自营都不可避免受到重创。

以 19 家上市券商为例，截至今年上半年自营规模为 2404 亿元，占净资产 81.1%，其中权益投资为 616.07 亿元，占自营规模的 25.6%，较去年同期下降 9.5 个百分点。上海某大型券商高管无奈地表示，不考虑对冲因素，股指每下跌 1%，19 家上市券商将亏损 6 亿元。

加码债市抵御股市周期

穷则思变。部分先知先觉的券商已开始转型，且并未局限于创新业务，传统业务的转型也在布局之中，积极开拓债券市场的承销和投资成为重要布局之一。

公开数据显示，截至昨日，今年以来由券商主承销的企业债和公司债规模分别达到 4079 亿元和 1571 亿元，同比增幅分别为 166%和 69%。国开证券、国信证券和平安证券分列企业债承销家数前三位，市场占有率分别为 10.58%、6.69%和 6.41%。瑞银证券、国泰君安证券和中银国际证券分列公司债承销家数前三位，市场占有率分别达到 8.25%、7.22%和 6.7%。

接受记者采访的多家券商高管表示，顺应我国大力发展债券市场的趋势，在股票发行放缓的背景下，各家券商均致力于扩大债券承销团队规模，加大债券项目的承销力度，以平滑因股票承销骤降而带来的业绩剧烈波动。业界预计，债券承销收入的比重将会越来越高。

众所周知，投行业务是券商各项业务的引擎，众多投行加码债券承销的显著效果是为自营和资管业务提供了更为丰富的投资标的。

各大券商纷纷高薪挖人组建和加强债券投资团队，提升债券研究和投资水平，将过半净资产投向债券市场。北京某上市券商总裁透露，该公司高薪从银行间市场招揽的债券投资团队，已经为公司创造了数亿元的收益，不少券商自营也在如此效仿。

不仅如此，近年来，各大券商还加大了债券型资管产品的开发和销售。数据显示，券商资管去年发行的股票资管产品数量为 7 只，平均发行规模高达 7.49 亿元，而年初至今发行的该类产品仅为 4 只，平均发行



统计时间为 2012 年 1 月 1 日至 9 月 13 日

李东亮/制表 翟超/制图

规模仅 3.31 亿元，同比下降 55.8%。

债券类资管产品显然成为各大券商主攻方向。数据显示，今年以来券商发行的债券类产品多达 23 只，而去年仅为 11 只；平均发行规模高达 10.47 亿元，较去年同期的 5.62 亿元高出 86%。

国泰君安证券、兴业证券等券商资管负责人表示，相比股票型产品，今年整个行业设计和开发的债券型产品要更多，一方面是券商资管出于保护客户的目的，在不看好行情的情况下减少了发行；另一方面则是客户需求决定了产品供给，毕竟目前客户投资申购股票型产品的热情相对不足。

华泰证券一位高管表示，证券行

业体系内的客户均投资于股市的现状必须改变，券商业务过度依赖股票市场的现状也必须改变。伴随着债券市场的大发展，该公司将向追求低风险和低风险收益的客户提供更多的固定收益类产品。“不能让风险承受能力低的投资者进入股市，否则将使越来越多的投资者在股市受损，或者选择远离股市。”该人士称。

中信证券相关负责人则称，过去 20 年，证券公司的各项业务过度依赖股市，会给投资者造成“炒股在券商、理财在银行”的偏见，正是这一偏见使证券行业管理的客户资产大幅波动，未能随着经济增长而增值。

记者观察 | Observation |

经纪业务价值不止于营收利润

证券时报记者 李东亮

今年前 8 个月，股市成交量和佣金费率分别同比下降 31%和 5%。事实上，即便成交量达到 2007 年的规模，以目前 0.76%的佣金率计算，券商经纪业务也难以回到从前的暴利时代。2007 年的佣金费率为 1.9%，为目前水平的 2.5 倍。

不过，如果就此轻视经纪业务价值，甚至认为经纪业务应该缩减规模，或者趁早卖掉好价钱那就大错特错了，这种想法或许正中中信、招商等券商的下怀，他们正时刻准备出手并购。因为他们眼里，营业部未来真正的价值不是盈利能力，而是客户资产。

从国际视野看，经纪业务等卖方业务真正的价值在于积累资源，而实现盈利的业务应是那些提供服务的买方业务，包括提供的研究、资讯和资本服务，这一理念切中了国内券商经纪业务未来的发展方向，紧盯营业部盈利能力的老眼光显然已经过时。

记者调查显示，经纪业务暴利时代的结束早已被业界接受，但这丝毫不

影响中信证券、招商证券等券商的并购雄心。某上市券商总裁的言论能够恰如其分地解释这一悖论：“其实我们买的早已不是固定网点了，而是在买存量客户。”

如果说固定网点是经纪业务本身，那么存量客户即代表了经纪业务能够给相关业务带来的附加价值。事实上，目前券商的融资融券、资产管理和投行等多项业务都离不开经纪业务的支持。

数据显示，截至 9 月 12 日，沪深两市融资融券余额已经达到 714 亿元。仅今年上半年，融资融券利息和手续费收入合计约 30 亿元，收入贡献度 4%。而据国泰君安证券测算，假设 2015 年融资融券利率达到 100%，并考虑到投资者及标的券种的扩容，两融业务收入将达到 383 亿元，收入贡献度达到 16%，届时净利润贡献度可达 22%。

然而，倘若没有经纪业务积累大量客户，这些收入无异于海市蜃楼。中信证券两融业务一位高管就曾表示，该公司的融资融券业务规模一直与行业领头羊的地位不匹配，主要原因是该公司大型营业部数量明显少于海通证券、国泰君安等券商。从根本上讲，新业务的竞

争也是和经纪业务系统内的客户数量、质量密不可分的。

传统业务也不例外，资产管理、投行业务同样也离不开经纪业务。招商证券一位高管的话可谓一语中的：“资管业务和投行业务其实都是为客户提供的服务，没有客户，谈何服务。”因此在保证经纪业务不亏损的情况下，快速增加客户数量才能争取在未来竞争中立于不败之地。

对于未来的行业并购，中信证券和招商证券均抱有浓厚的兴趣，中信证券的逻辑是公司经纪业务无法与领头羊地位匹配，无法为其他业务提供充足服务；招商证券则站在理财服务的角度，认为经纪业务是一个综合销售平台。两者的异曲同工之妙在于认同了经纪业务是其业务的基础。

中小券商也并非坐以待毙。记者调查显示，现在有些中小券商往往通过降佣、送礼等方式争取更多客户，他们的盘算是，将来的客户将按“久头卖”，可以保证收回成本。尽管这些方式存在不正当竞争性的掇角行为，却体现了经纪业务未来的着力点在于客户，而不是网点本身。

首家银行系PE连续收获两单IPO

证券时报记者 桂衍民

作为国内首家银行系私募股权投资 (PE) 公司，国开金融有限责任公司刚成功斩获隆鑫通用的首次公开募股 (IPO)，又迎来中节能风电的收获季。

9 月 6 日，中节能风力发电股份有限公司披露《首次公开发行股票招股说明书》，这对持有中节能风电 10%股权的国开金融而言，将迎来又一个通过 IPO 成功退出的 PE 项目。

中节能风电招股书显示，国开金融现持有该公司 1.6 亿股，占目前中节能风电总股本的 10%。如果对照中证指数公司电力供应业最新滚动市盈率 56.61 倍和中节能每股盈利 0.09 元计算，国开金融账面浮盈近 5 亿元。

按照现行 IPO 发行规则，预披露 1 个月会上会，会上后顺利领取发行批文，则中节能风电年内也有望成功登陆 A 股市场。这也意味着，国开金融在不到 5 个月内，有望通过 IPO 退出方式连续收获两单。

8 月 10 日，隆鑫通用成功登陆 A 股市场。持有该公司 8800.56 万股的国开金融，扣除划转给社保基金

800 万股股份后，如果按发行价计算，则账面浮亏近 3000 万元。不过，按隆鑫通用最新的收盘价计算，国开金融账面还是浮盈近 2 亿元。

值得一提的是，国开金融对中节能风电的投资，竟然发生在该公司成立不到 3 个月的时段。中节能风电招股书显示，2009 年 11 月，通过上海联合产权交易所，国开金融以 2.43 亿元的价格获得中节能风电 10%股份。而彼时，国开金融才正式成立不到 3 个月。

2009 年 8 月 24 日，国务院批准国家开发银行股份有限公司按商业化转型方案设立的全资子公司——国开金融有限责任公司，彼时该公司也是国内银行业唯一具有人民币投资功能的专业 PE 机构。当时该公司注册资本金 350 亿元，主要定位于从事私募股权基金、城市开发、直接投资、投资咨询和财务顾问等业务。

作为国内银行业唯一具有人民币投资功能的专业 PE 机构，国开金融资产目前已经升值不少。该公司审计年报显示，截至 2011 年 12 月 31 日，国开金融的总资产为 393.55 亿元，净资产为 378.11 亿元，年度实现净利润 7.91 亿元。

财经早茶 | Financial Teas |

卖方研究巴结买方 美女销售送爱心早餐

证券时报记者 黄兆隆

9 月的上海，清晨的风中带着寒意。陆家嘴装修豪华的写字楼下往往会零星出现携着饭盒的靓丽女生，当她们搓着冰冷的手将饭盒递给写字楼内的男生时，或许你会感慨，这其中必然正演绎着一段浪漫故事。

真相却令人意外。女主角的真实身份，或是某券商的研究员或是销售人员，而男主角则是某公募基金的研究员，送盒饭似乎并非份内工作，却又不得不做。

由于基金研究员上班较早，为其送早餐在上海地区的券商卖方服务中颇为常见。

虽说是一种情感关怀，但这种服务降低了研究服务的专业性，券商研究不能将精力过度投放于这种服务上。”上海某大型券商研究所所长表示。

时值中秋佳节临近，券商研究员的情感关怀则变得更有针对性，因为一年一度的行业评选即将拉开帷幕，手握投票权的公募基金无疑掌握着券商研究员与销售人员的“生杀大权”。

券商研究员上门拜票时必然是带着各种活动计划，以期取得基金经理的认同。“深圳某大型国有券商研究人员表示，不过，有些公募基金并不会买账，态度往往并不友善。”

日前，证券时报记者在业内调研时发现，公募基金的高姿态也让不少券商研究员颇感无奈。近期，国金证

券研究员在中海基金路演时的纷争就引起了业内广泛关注。

公募基金的态度确实令人感觉到被轻视，有些时候，研究员在台上发言，基金经理作为听众却表现得漫不经心，甚至冷言嘲讽。”上海某券商研究所研究员表示。

记者调查发现，基金经理颐指气使的态度在业内并非个案。因为依赖基金给予的分仓，在不对等的地位下，券商研究所卖方服务多少就有了些“雅眉折腰”的意味。

“只给你 1 分钟，说不清就滚蛋。”这并不是电影对白，而是某大型基金投资经理对深圳某大型券商研究所策略研究员所说的一句话。

在业内人士看来，这正是券商研究服务与公募基金历年来的不对等相处方式所导致的。

印象很深刻的是，公募基金研究员会把卖方研究员当苦力用，比如需要某个数据，便跟研究员打个招呼，让研究员去 Wind 数据里面找给他，但这个工作往往只需要自己点点鼠标。”上述深圳券商研究员表示。

卖方研究盈利模式的单一性似乎正在让专业的券商研究服务“变味”。

研究是一项专业严谨的工作，要想扩大自身研究对市场的影响力，那就必须摆脱对公募基金的依赖，寻求更多种类的客户，以期达到服务平衡，研究才不会被动绑架。”上海某上市券商研究所相关负责人表示。

太平洋证券 遭股东减持近 2000 万股

太平洋证券公告称，公司接到持股 5%以上股东祥盛实业的股份交易告知单，祥盛实业自 5 月 25 日到 9 月 11 日收盘，通过上交所集中竞价交易系统累计减持公司股份 1979.4 万股，占公司总股本的 1.23%。(伍泽琳)

南方 RQFII 获 新增 20 亿元额度

日前，南方人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 南方富时中国 A50ETF 公告称，该基金获新增外汇额度 20 亿元人民币，该基金总外汇额度规模增至 70 亿元人民币。(杜志鑫)

浦发银行携手上海市慈善基金会 推出“阳光慈善”产品

日前，浦发银行和上海市慈善基金会携手推出“阳光慈善”托管综合服务产品，借助金融创新推动社会公益慈善事业的阳光化、透明化发展。浦发银行刘义副行长和上海市慈善基金会施德容常务副理事长共同启动了象征着创新和温暖的爱心之塔。

公益慈善事业被誉为社会财富的第三次分配，在现代社会保障体系中占有重要地位。对比发达国家，中国的公益慈善行业在参与人的结构比例、捐赠总额的占比、信息

公开透明和后续服务方面都还存在很大的发展空间和改革动力。其中，捐款人的慈善资金如何实现阳光透明运作，已成为未来整个慈善行业健康、良性发展的重中之重，承载着广大社会公众的强烈期待。

商业银行托管人制度最早诞生于投资领域，其独立公正的制度设计优势已经为越来越多的人所认识和接受，应用领域也越来越宽。本次浦发银行和上海市慈善基金会一起共同研究并推出的“阳光慈善”托管产品，正是把商业银行托管人制度独

创性地引入到公益慈善领域：慈善机构以产品项目的名义在托管银行开立独立的资金托管账户，托管银行通过全程全额的托管服务来保障和监督每一分善款的安全和使用。通过这样的制度设计和服务组合，双方将进一步探索建立社会公众对于中国公益慈善行业的信任之桥。

据悉，本次“阳光慈善”一期产品募集的善款将定向用于“生命之光”——造血干细胞移植项目和“共享阳光”——新生代农民工培训两个项目，项目具备帮扶对象针对

性强、受益人群广泛的特点。

浦发银行表示，未来将会继续运用“阳光慈善”托管模式，与包括上海市慈善基金会在内的各类公益慈善机构开展持续合作，借此引起社会对这种探索的广泛重视和关注，与大家一起来共同探索和推动中国公益慈善的阳光发展之路。

浦发银行是国内商业银行资产托管业务的引领者，自 2003 年资产托管业务正式推出之初，就提出了“大托管”的业务理念，强调“个性化、专业化”，致力于创

建专业品牌，提供更加全面的附加服务。迄今该行已先后取得 14 项监管部门批复的托管业务资格；资产托管服务已涵盖证券投资基金、产业投资基金、社保基金、信托资产、专项资金、委托资产、保险和境外投资资产等不同领域、不同性质的 8 大类近 20 种托管服务品种，是目前国内托管业务资格最多、托管产品线最齐全的银行之一。

上海市慈善基金会是经上海市社会团体登记机关核准登记的非营利性公益组织。自 1994 年 5 月成立以来，致力于发掘慈善资源，实施慈善救助，传播慈善理念。举办了形式多样的慈善活动，广泛动员民众和团体参与慈善。累计募集善款 60 多亿元，开展了 200 多个救助项目，惠及了 300 多万人次的困难群众。多次被评为上海市文明单位；是首批获评中国社会组织等级评估 AAAAA 级的社会组织之一；2011 年福布斯中国发布最透明的 25 家基金会之一。(CIS)