

方正证券研究所所长杨仁文:

# 研究人才竞争正从“Pre-IPO”转向“早期投资”

证券时报记者 杨庆婉

卖方研究竞争进一步加剧。对外,分仓佣金收入争夺明显;对内,证券行业打造一流投行,需要高水平研究提供支持服务。可以说,整个卖方研究的生态和评价体系正面临重构。

日前,原方正证券研究所常务副所长杨仁文,首次以新任所长的身份接受证券时报记者的专访,并透露了关于研究、关于人才的种种看法。

杨仁文对记者表示:深度、前瞻、独到的研究不会过剩,始终是稀缺的。从研究到投资,如何有效转化是买卖双方一直矢志不渝追求的目标。考察评价分析师需要从‘事前、事中、事后’三个阶段来进行,需要把每一环节做好。”

他认为,研究所的竞争已经从以前的 Pre-IPO 模式“挖掘成熟头部分析师”走向“早期投资模式”(挖掘具成长潜力的新锐分析师),考验的是文化、体系、眼光和耐心。

## “研究是门手艺活”

今年3月,距离新财富评选暂停已有半年多。如何应对卖方生态的变局,如何在新形势下打造一流研究所,是摆在各大券商面前的一道难题。在这一背景下,原方正证券研究所常务副所长杨仁文接任研究所所长。

作为一名从传媒与互联网行业研究成长起来的分析师,杨仁文接任所长之后依然没有放下研究工作。他在传媒与互联网行业研究领域,曾获新财富最佳卖方分析师评选第1名,在各大主流研究评选中连续多年位居前2名。

目前除了研究管理工作,杨仁文仍是方正证券传媒与互联网行业首席分析师,也是海外研究首席分析师,一直专注于产业趋势、行业本质、商业模式研究。

研究类似于‘手艺活’,需要时间投入并继续精进。即便承担了管理职能,时间投入占比发生重大变化,研究也不可偏废,这样才能始终保持对卖方研究趋势的敏锐性。”杨仁文表示。

在他看来,卖方研究是一个古老的“手艺”行当,类似于作坊式、师徒制,同时又在不知不觉中进化,并且遵循四大规律:时间的力量——研究需要耐心,需要时间的积累,需要传承进化,在长时间中慢慢生长。体系的力量——研究需要集群,既具有共性,又有多元化个性,不同研究主体交织共振。规模的力量——卖方研究,本质上主要是偏B端,容易讲究门当户对,即大客户偏好大研究所。技术的力量——技术一定会改变投研,卖方研究如何适应?或许需要循序渐进,分为三阶段推进:第一阶段,构建逻辑关系;第二阶段,投研信息化;第三阶段,投研智能化。

## 研究所竞争模式转变

纵观各大券商研究所,研究人才的来源主要靠外部挖人和内部培养,因此产生不同的团队文化和运作模式。

杨仁文认为,研究所的竞争正在从以前的 Pre-IPO 模式,走向“早期投资模式”,即从内外部挖掘成熟头部分析师,到内外部挖掘具成长潜力的新锐分析师,其中考验的是文化、体系、眼光和耐心。

他进一步表示,目前研究所的发展模式分为并购驱动模式(主要靠大规模挖人组建)、内生驱动模式(主要靠自我培养)、内生兼外延模式(挖人和自我培养两条腿走路)。

如果这样划分,以十年为周期看,或许可以预见每种模式的优势和劣势。”杨仁文说道。

据了解,方正证券研究所定位于打造大型研究机构,研究配置基本齐全,大约有30个研究小组,分为总量、TMT(科技、媒体和通信)、海外研究、大消费、中游周期四大板块,包括传媒、机械、食品、汽车、环保与公用事业、电子、军工等新财富

深度、前瞻、独到的研究不会过剩,始终是稀缺的。从研究到投资,如何有效转化是买卖双方一直矢志不渝追求的目标。考察评价分析师需要从‘事前、事中、事后’三个阶段来进行,需要把每一环节做好。”

方正证券研究所所长 杨仁文

**卖方研究是一个比较古老的“手艺”行当,类似于作坊式、师徒制,同时又在不知不觉中进化,遵循四大规律:**

- 1 时间的力量——研究需要耐心,需要时间的积累,需要传承进化,在长时间中慢慢生长。**
- 2 体系的力量——研究需要集群,既具有共性,又有多元化个性,不同研究主体交织共振。**
- 3 规模的力量——卖方研究,本质上主要是偏B端,容易讲究门当户对,大客户偏好大所。**
- 4 技术的力量——技术一定会改变投研,卖方研究如何适应?或许需要循序渐进,分为三阶段推进:第一阶段,构建逻辑关系;第二阶段,投研信息化;第三阶段,投研智能化。**

**重建卖方分析师评价体系**

在杨仁文看来,最好的评价体系一定是简单明了的,卖方分析师的评价体系也经历从“传统标准”到“新标准”的升级。

后新财富时代,如何评价卖方分析师,需要从思考研究所的存在意义开始,研究所的存在价值无非是三个——品牌塑造、研究收入、业务赋能。”杨仁文说。

据了解,券商对研究所的整体考核也体现在研究品牌、佣金收入、对内服务三大方面。

对应这三大目标,研究所对卖方分析师的考核主要是研究声誉(研究评选、研究水平)、创收能力(创收占比排名、收入成本比)、业务赋能(对内服务)。

杨仁文表示:优秀的分析师一般在这三个方面都很突出:研究声誉好、研究水平高;服务客户积极、佣金收入高;产业资源网络广。”

因此他认为,卖方分析师评价标准应该从“传统标准——新财富”升级到“新标准——研究声誉、创收能力、对内服务”。

而对内服务如何突破?关键还是看清本质,建立体系和抓关键问题。

杨仁文坦言:各大券商都在强调对内服务,各券商越来越重视对内服务,但这么多年,并没有很好的实现对内服务的重大突破。”

他提出,首先得重新打地基,重构对内服务体系,定价、流程、合规,需要全面梳理。其次,本质上研究所对外服务与对内服务,服务机制、定价机制、盈利模式存在很多差别,如果不能看清这些,容易盲目。只有想明白这一点,才能有所侧重,才可能聚焦突破。最后,从研究到业务,如何有效衔接与转化,也值得探索。

# 进口铁矿石重上100美元 钢企积极利用期货降成本

证券时报记者 魏书光

随着全球三大铁矿石巨头接连受矿难、飓风等意外事件影响,铁矿石供应局面持续紧张,普氏铁矿石价格指数重上100美元/吨大关,创下五年新高。而国内铁矿石期货主力1909合约价格也在昨日6月20日收盘于711.5元/吨,同样创下五年新高。面对铁矿石价格的大幅走高,钢铁行业利润在一季度下降30%。利润的大幅收窄使一批钢铁企业在利用衍生品工具规避铁矿石价格风险上,表现得更为主动和积极。

今年淡水河谷矿难虽然是突发性事件,但很多企业提前布局,在一定程度上降低了矿价大幅上涨对钢厂的不利影响。”唐山万阳贸易有限公司负责人李津告诉证券时报记者。数据显示,我国铁矿石期货连续多年保持全球最大铁矿石衍生品市场的地位,2019年前4个月成交量、日均持仓量分别为8314万手、77万手,为企业参与套保提供了充足的流动性。在今年以来的国际铁矿石价格大幅波动中,钢铁产业链企业积极参与我国期货市场避险。2019年前4月,法人客户持仓占比47%,较去年同期增长了10个百分点。

南钢股份证券投资部主任蔡拥政表示,今年以来,我们操作的锁价长单实现了对矿石、焦炭采购价格的锁定,风险对冲作用明显。目前,期货套保已成为我们常态化的风险管理模式。”据介绍,从去年年底到今年上半年,该公司铁矿石库存整体处于正常偏高水平。矿难发生后,该公司一方面增加了现货采购力度,保证生产供应;另一方面,更主动利用衍生品工具来避险。

衍生品避险策略成为当下钢铁企业的主动选择,这从当前钢铁行业的供需局面来看,已经显而易见。中泰钢铁研究员笃慧认为,从最新数据来看,4月粗钢日产量高达283万吨,不仅突破限产前的270万吨,

更创下历史第一销量。在供给端边际增长空间超市场预期,需求端尤其地产端更为强劲,1-4月地产投资同比增长11.9%,新开工面积同比增长13.1%等,让钢铁行业供需出现双增局面。

但从效益来看,行业盈利却在持续下跌。中钢协一季度数据显示,其会员钢铁企业实现利润总额375亿元,同比下降30.2%。

数据显示,今年年初以来,进口铁矿石成本在快速攀升,铁矿石期货价格迎来一波大幅上涨行情。据公开数据,2019年1月2日-5月17日,普氏指数自72.35美元/吨上涨至100.4美元/吨,涨幅39%;新加坡交易所铁矿石掉期月合约结算价自69.41美元/吨上涨至97.76美元/吨,涨幅41%。同时,青岛港金布巴粉自481元/吨上涨至686元/吨,涨幅43%;我国铁矿石期货主力合约结算价自491.5元/吨上涨至695.5元/吨,涨幅42%。

今年钢厂利润较去年明显收窄,钢厂在成本控制方面将更严格。”华南地区一家大型钢厂有关负责人对记者表示,从目前整个钢铁产业链条角度来看,随着矿价快速上涨,行业上下游利润正在重新分配,国外矿山利润快速回升,而钢厂利润大幅缩水。对此,钢厂必须利用衍生品工具加快避险,适当通过实物和虚拟库存来应对市场变化,才能保持企业利润不被削弱。

蔡拥政补充称,随着铁矿石期货功能有效发挥,实体企业越来越关注期货价格波动。目前,不少港口铁矿石贸易商参考期货价格调整现货定价,还有不少客户在尝试进行以期货价格为基准的基差点价模式。可以说,在铁矿石贸易中期货结合的程度不断加深。”



券商中国 (ID:quanshangen)

# “躺赚”模式结束! 去年6成信托公司净利下滑

突出的主动管理能力逐渐成为信托公司的核心竞争力之一

证券时报记者 胡飞军

尽管68家信托公司年报业绩披露已落下帷幕,但关于信托业务发展模式的探讨仍在继续。

2018年的信托业,可谓“寒气”逼人。受资管新规、强监管和去通道等因素影响,信托资产规模出现近十年首次下降;同时,68家信托公司有43家净利润出现负增长,且出现了信托行业近年来罕见的亏损现象——有2家净利润为负。

不过,寒冬中孕育着希望,与之形成强烈对比的是,在行业六成公司业绩大幅下滑时,东莞信托、杭州工商信托等却实现营收和净利润两位数增长。值得注意的是,它们拥有的特征类似:主动管理型信托规模占比和信托报酬率位居行业前列。

业内人士认为,这意味着信托业的发展在2018年迎来了真正的拐点,以前靠通道业务收管理费“躺赚”的经营模式走到了尽头,信托业要可持续发展必须创新业务模式和经营模式,尤其是加强主动管理业务和增强资本实力,否则有可能在未来的理财市场中被逐步边缘化,甚至被替代。

## 超六成公司净利下滑

数据显示,信托行业资产管理规模从2017年底的26.25万亿元下降

到2018年底的22.7万亿元,降幅达到13.52%。

对比2017年末的数据,2018年有52家公司信托资产规模下降,16家公司信托资产规模增加。

除了信托规模的下降,68家信托公司整体业绩也出现下滑。2018年,68家信托公司实现总收入1105.49亿元,同比下降7%。其中,2018年总收入增加的公司有33家,总收入降低的公司有35家;35家总收入减少的信托公司中,有11家公司总收入下降幅度超过30%。

净利润方面,2018年68家信托公司实现净利润552.54亿元,较2017年减少13.68%。其中,25家信托公司净利润实现正增长,43家公司净利润呈现负增长,即净利下滑的信托公司占比达到63.24%。

记者了解到,在净利润下滑的公司中,不乏前几年行业排名靠前的龙头公司。数据显示,2018年,有6家公司下降幅度超过5亿元,15家公司下降幅度超过30%。更为严重的是,有2家信托公司出现了近年来行业罕见的净利润亏损现象。

## 一批公司逆势增长

记者梳理68家信托公司年报发现,实现净利润正增长的主要是以产业系央企系信托公司和一些主动管理型信托管理规模占比比较高的中小型信

托公司为主。

例如,大股东均为产业系央企的华能贵诚信托、昆仑信托、五矿信托、外贸信托、中航信托、中海信托等,净利润均实现两位数增长。尤其是五矿信托在注入上市公司五矿资本后,2018年净利润录得17.2亿元,同比增长47%。

如果说,上述净利润增长的信托公司有着央企资源支持和主动管理信托资产规模较大的特征,那么东莞信托、杭州工商信托等则代表了行业另一种标签:发力主动管理,不求大而全的规模,严控风险追求“小而美”、“小而精”。

财报显示,2018年东莞信托实现营业收入9.18亿元,同比增长21.1%;实现净利润4.64亿元,同比增长17.5%。截至2018年末,存续信托项目226个,管理信托资产规模达到603.3亿元,较年初增长31.23%,其中,主动管理型信托规模超过七成,达到426.77亿元,具体占比为70.74%。

杭州工商信托2018年相关业绩表现类似,其全年实现营业收入11.32亿元,同比增长10.98%;实现净利润6.38亿元,同比增长11.54%。截至2018年末,杭州工商信托管理信托资产规模为524.2亿元,较年初增长3.6%,其中,主动管理型信托规模95.03%。

记者统计,截至2018年末,主动

管理型业务资产占信托资产规模比例超过70%的信托公司仅有民生信托、百瑞信托和上述东莞信托、杭州工商信托,行业龙头公司如中信信托和华能信托的主动管理型信托占比分别为33.52%和32.46%。

与此同时,东莞信托和杭州工商信托的信托报酬率近年来一直位居行业前列,该指标反映信托公司作为受托人,发行或管理信托项目收取报酬的水平。

数据显示,2018年68家公司加权平均信托报酬率为0.32%,与2017年的0.37%相比微降。其中,信托报酬率超过1%的公司仅有8家,不足0.2%的公司有10家,而东莞信托和杭州工商信托的信托报酬率分别达到2.33%和1.71%,位居行业第一和第二名。

业内人士认为,“小而美”、“小而精”信托成为2018年业绩表现中的亮点公司,反映的是应对行业形势变化,突出的主动管理能力正成为一些信托公司差异化优势,也逐渐成为信托公司的核心竞争力之一。

记者了解到,东莞信托能在2018年成为逆势增长的亮点公司,有包括资本实力增强、管理体制变革、积极创新业务和严格把控风险四个方面的因素。

杭州工商信托在其年报中表示,该公司积极开展主动管理业务和风险管理,不开展通道业务。同时,信托产品均以直销为主,注重客户资源培养与积累。