

券商研究所改革挺进3.0时代

本报记者 崔文静 夏欣 北京报道

随着注册制改革的推进,券商研究所对证券公司的内部价值进一步凸显。一场关于券商研究所的改革拉开帷幕。

中信建投研究所所长武超

赋能兄弟部门

注册制下,研究所可以与投行相互赋能,加深合作。在服务企业IPO方面,投行和研究所如同产业链上下游,投行提供产业链上游服务,研究所则侧重产业链下游服务——挖掘企业价值,并帮助企业匹配资产买家。

在武超看来,资产定价能力是券商的核心竞争力。证券公司本身是中介服务,只有在资本市场上具有资产定价能力,券商才能充分发挥作为中介机构的价值。

尤其是注册制改革的当下,券商研究所的价值愈加显著,成为券商提高定价权的重要力量。

“注册制下,券商研究所对投行的赋能作用进一步凸显,是上市公司和基金公司等买方机构之间的桥梁,助力投行将承销股票卖出。”武超则告诉记者。

她介绍道,注册制之后,企业上市标准更加明确,投行前端服务的可操作性相对降低,在保荐企业上市方面,不同投行间的差距相应缩小。此种情况下,如何做好后端服务,帮助企业找到更为合适的战略投资人,把股票更好地卖出去,变得格外重要。而在寻找战略投资者和股票卖出方面,研究所则大有可为。

武超则进一步解释称,要想把股票更好地卖出去,一方面,需要对上市公司进行深入研究,出具相应的估值报告和定价报告等,告诉市场公司的核心竞争力是什么,对标公司有哪些。另一方面,需要对接买方资源,将体现上市公司价值的相应报告传递到看重上市公司价值的买方机构手中,实现资源有效对接。上述两方面,均是研究所的擅长所在。

武超则认为,注册制下,研究所可以与投行相互赋能,加深合作。在服务企业IPO方面,投行和研究所如同产业链上下游,投行提供产

业链上游服务,研究所则侧重产业链下游服务——挖掘企业价值,并帮助企业匹配资产买家。而当券商能够同时提供优秀的上下游服务时,方可拥有良好的定价权,享有更好的市场地位。

2021年以来券商高管、研究所人员变动

月份	姓名	新单位、职务	原单位、职务
2月	任志强	德邦证券研究所所长	红塔证券研究所所长
	姜超	中泰资管联席首席投资官	海通证券首席经济学家、研究所副所长
3月	笃慧	上海领久私募基金董事长	中泰证券研究所副所长
7月	胡又文	民生证券副总裁、研究院院长	安信证券研究所所长、计算机行业首席分析师
	冯福章	招商基金研究部总监	安信证券研究所副所长、军工行业首席分析师
	崔秀红	川财证券总裁	万联证券副总裁、研究所所长
9月	励雅敏	野村东方国际证券研究部主管	中银证券研究所所长
12月	杨仁文	国海证券总裁助理兼研究所联席所长	方正证券研究所所长
	陈果	中信建投投委会副主任、首席策略官	安信证券首席策略师、研究中心副总经理
	邱祖学	民生证券研究院副院长和金属与材料首席分析师	兴业证券钢铁有色首席分析师
2022年1月	苏晨	国金证券研究所所长	中泰证券副所长、新能源行业首席分析师
	周励谦	华福证券首席战略官、研究所所长	西南证券研究中心总经理
	刘军	山西证券研究所所长	华金证券研究所所长

据公开资料整理

业链上游服务,研究所则侧重产业链下游服务——挖掘企业价值,并帮助企业匹配资产买家。而当券商能够同时提供优秀的上下游服务时,方可拥有良好的定价权,享有更好的市场地位。

除赋能投行部门以外,研究所可在资管、自营、财富管理等方面,均可发挥重要作用。

以正在转型中的财富管理业务为例,大财富管理建设需要个人投资者提高专业理财能力,投资者教育任重而道远。在投教方面,研究所具有不可替代的作用。

武超则告诉记者,券商经纪业务端正向财富管理转型,良好财富管理的发展需要个人投资者不断提高专业素养,投资者教育十分关键。在投资者教育方面,研究员具有丰富的经验,以往,投资者教育主

要的靠营业部的投顾来做,如果券商研究员可以参与其中,则可为投资人提供更为专业的服务。

与此同时,券商研报专业性,目前主要针对机构客户,对个人用户的参考价值有限。但随着投资者教育的发展,当个人投资者具备足够的专业知识时,券商研报则可为其提供更多支持,研究所出具的总量经济研究、宏观策略、行业策略等,可助力投资者更多关注基本面而非仅聚焦技术面和博弈面,以做出更为客观、理性的投资决策。

研究所与资管、自营部门的合作上,武超则把资管、自营部门看作外部买方客户,像服务买方客户一样服务于兄弟部门,提供针对性的专业研报。如何提供针对性的专业研报?武超则认为应当从三方面着手。

第一,把专业作为根本,建立完善的数据库,完善的研究方法和研究体系,实现行业的全覆盖。为了做到这一点,需建立稳定的团队。研究是需要沉淀的,无法平地起高楼,只能像垒沙包一样一点一点盖起来。券商研究所只有建立一只以自我培养为主、流动性相对较低的优秀研究团队,才能具有良好而长期的专业研究能力。

第二,输出具有一定前瞻性和独立思考能力的优质研报。对于买方来说,有实操价值的研报是具有市场前瞻性、引领性、经得起逻辑推敲的,而非一味跟风;不是什么火了做什么,而是今天火的东西,一年前已经预判到并出具相关研报。

第三,熟悉用户所需,提供精准、高效服务。真正懂客户之所需,提供定制化研报服务。

证券公司的2022:洗牌加大 分化依旧

本报记者 任威 夏欣 上海报道

作为典型的周期性行业,券商股的业绩和股价表现与资本市场息息相关。被称为“牛市旗手”的券商板块在2021年股价表现上也符合分化市场情况。

2021年券商行情极度分化,广发证券等部分券商年内涨幅超过50%。《中国经营报》记者发

现,股价涨幅较好的券商旗下均有发展迅猛的公募基金子公司。业内人士告诉记者,公募基金不仅可以为母公司贡献丰厚收益,还能提供优质的公募产品,在产品端与券商母公司产生协同效应。

“预计2022年流动性合理充裕,股市扩容下A股成交量中枢抬升至万亿,产品代销、机构佣金

的增长将缓解佣金率下降带来的经纪业务收入压力。与此同时,全面注册制改革,券商的投行业务处于资本市场改革发展红利期。此外,机构客户扩容的同时需要券商提供更专业化、综合化的金融服务,加速机构业务向头部集中。”中信保诚基金研究员吴一静表示,2022年可关注财富管理业务和机构业务双主线。

参股公募基金助推券商股价

对于过去几年国内资本市场及财富管理行业来说,无疑是“大时代”。无论是从资本市场的制度性建设,还是从股票市值与成交量、股票指数表现、公募基金管理规模等一系列指标来看,都取得了巨大的跃升。在此背景下,券商行业整体受益。不过在2021年的股价表现上,仅有10家上市券商出现上涨行情,其余42家上市券商股价均出现下行。

在股价表现上,财达证券、广发证券、东方财富、东方证券、兴业证券在2021年股价涨幅最多。分别为:137.24%、55.77%、43.88%、30.04%、15.60%。其中财达证券为2021年上市的新股。

某不愿具名的分析人士指出,广发证券上涨的驱动力有三:其一,控股的广发基金和参股的易方达均为权益公募龙头,投资管理类子公司2020年共贡献公司归母净利润比重超40%。其二,财富管理成效正在兑现。得益于大力推动传统经纪业务向财富管理转型,广发证券代销收入排名券商前三,同比超高速增长。其三,分类评价重回AA级,投行保荐承销资格恢复。

2021年券商股股价涨幅前十	排名	股票代码	涨幅
	1	600906.SH	财达证券 137.24%
	2	000776.SZ	广发证券 55.77%
	3	300059.SZ	东方财富 43.88%
	4	600958.SH	东方证券 30.04%
	5	601377.SH	兴业证券 15.60%
	6	832970.NQ	东海证券 9.69%
	7	601211.SH	国泰君安 5.42%
	8	002939.SZ	长城证券 1.68%
	9	601688.SH	华泰证券 1.34%
	10	600369.SH	西南证券 0.45%

至于东方证券、兴业证券上涨的主因也与其参控股公募基金有关。上述人士表示,上述两家券商旗下公募基金业绩高增,2021年上半年汇添富、东证资管、兴证全球净利润同比增速均超一倍。另外,公募基金公司还能为券商母公司提供优质的公募产品与母公司产生协同效应。

“主要由券商财富管理业务的发展预期被提振所致。”华泰柏瑞相关投研人士也持相同观点。

他具体指出,部分券商拥有优质公募牌照,优秀公募基金在资源禀赋和规模效应上具有较强优势,受益于居民理财需求不断提升,公募基金规模与收入不断攀升,盈利能力优秀,业绩稳定性

强,正在为券商贡献稳定收益。

其次,上述人士还分析,前大部分券商财富管理转型领先于同业,通过推进经纪业务向财富管理转型,经纪业务收入增速位列行业前列;2021年市场表现出色的几家券商在基金代销业务上也相对领先,代销收入持续增长。财富管理属于轻资本业务,享受估值溢价,因此券商财富管理业务优势比较突出的券商,在2021年能够跑出显著超额收益。

在博时研究优选混合基金经理吴鹏看来,上述券商涨幅较好的原因还可能是由于其独特的互联网经营模式,持续积累客户AUM(客户资产的总市值)并由此获得持续高速的盈利增长。

行业首席分析师苏晨,加入国金证券,担任研究所所长;西南证券研究中心原总经理周励谦转战华福证券,出任首席战略官兼研究所所长;华金证券研究所所长刘军加盟山西证券,职位同为研究所所长。

卖方研究向内外价值兼具转变

研究所需要立足于外、服务于内,在做好外部业务的同时,把服务于证券公司自身的价值体现出来。

毫无疑问,随着注册制改革、财富管理转型等,券商研究所对证券公司内部的价值日渐显现,券商研究所转型迫在眉睫。

在武超看来,券商研究所已经经过两大阶段,现在正是向券商3.0转型的重要节点。

她告诉记者,2010年以前,是券商研究所发展的第一阶段(1.0时代),彼时,研究所不是独立业务部门,而是以内部服务为主。

在以内部服务为主的体制下,研究所价值难以凸显,于是,从2011年起,券商研究所向卖方服务转型,开启卖方研究时代(2.0时代)。在此阶段,券商研究所成为独立的业务部门,服务于基金公司、保险资管、银行等全市场买方机构。此种模式下,市场对研究所进行了合理定价,一方面,通过新财富等评选,进行口碑和品牌的定价;另一方面,研究所实现创收,稳定的收入进一步凸显其价值所在。

但2020年以后,评选出现各种问题,外加注册制改革等使得证券公司研究所的内部需求增大。现在,券商研究所正步入第三阶段,由打排名、打佣金的极致卖方服务,向内外兼具的均衡发展模式转变。既要讲求对外服务,培养一批有竞争力和影响力的研究员,提供专业化、精准化研报,又要考虑研究所对证券公司的长期价值,赋能投行、财富管理、资管、自营等业务部门。

武超则强调,研究是证券公司诸多业务的基础,注册制以后,研究所对证券公司的内部价值变得格外重要。服务外部的十年,解决了研究所的价值认可、市场影响力问题,接下来,研究所需要立足于外、服务于内,在做好外部业务的同时,

以传统业务为主的券商业绩平平

在52家上市券商中,仅有10家券商在2021年涨幅为正。Wind数据显示,不少券商遭遇了超过30%以上的跌幅,个股首尾股价涨幅差距超过150%。

“尽管部分券商近几年也不乏多种革新举措,但其与头部券商以及个别互联网券商,在一些新赛道的业务能力上还是差距明显,这最终限制了其盈利能力及成长表现,从而产生较大分化。”吴鹏告诉记者。

对于大多数券商而言,下跌是2021年的“主旋律”。Wind数据显示,2021年52家上市券商中有42家券商股价下行。跌幅最大的有:中银证券、中泰证券、华鑫股份(控股华鑫证券)、中金公司、国联

证券,涨幅为-51.10%、-45.51%、-38.65%、-34.65%、-33.97%。

对此,吴鹏分析,2021年市场结构性行情更为显著,部分热门赛道以及个股取得较高涨幅,但指数其实表现相对一般,因此作为β属性(相对于整个股市的价格波动情况)较强的券商板块表现受到一定影响。

在吴鹏看来,券商行业在传统业务上竞争激烈,而在财富管理、衍生品市场等领域,行业中的大部分公司仍难取得明显突破,这些公司并未摆脱过去波动且估值有上限的特征,故而板块表现较弱。

“以传统业务为主的券商业绩表现平平。”蜂巢基金投研团队具体谈到,2021年市场整体区间

震荡,A股成交量并未显著增加。鉴于券商整体估值在2020年末已处于历史相对较高水平,以传统业务为主的券商在2021年估值承压,而财富管理业务突出的券商却能够突破传统PB(市净率)估值。

华泰柏瑞投研人士对记者分析,2021年下半年财富管理赛道核心券商估值及盈利成长性得到验证,渠道具备流量和平台优势的互联网券商以及产品端具备优质资产供给能力、旗下拥有优质公募基金的头部券商显著跑赢行业和大盘指数,市场对于公募基金对券商利润贡献的长逻辑认知程度不断提升,对公募基金业绩贡献度高的券商给予一定的价值重估。

财富管理、投行业务增量确定

分析人士普遍认为,财富管理市场将步入黄金发展期,券商的财富管理业务和机构业务会带来确定增量。

华泰柏瑞投研人士告诉记者,居民增配权益资产是趋势。目前我国居民权益投资占比低,居民财富搬家并增配权益投资将推动未来十年财富管理重大发展机遇。

上述人士还表示,券商机构业务也会带来确定增量。公募基金规模的持续增长,也会推动A股机构化与产品化提速,并加快培育“券商+机构投资者”为主的新金融体系。此外,随着全面注册制改革不断推进,投行业务市场空间日益提升。同时专业投资者对融券、衍生品及跨境业务需求增长,融券余额、场外衍生品市场持续扩容。

“从股东角度出发,券商最核心的还是盈利能力。”吴鹏告诉记者,从券商角度来看,资本的利用

效率问题比较重要。其背后的核心竞争力是如何利用资产负债表、各业务条线的专业及协同,为包括零售客户、机构用户提供优质的产品服务。在吴鹏看来,前述竞争力的提升,都是券商估值提升的来源。

吴一静认为,券商应继续深化财富管理转型。随着居民财富管理的深入推进,持有权益类资产占比提升,优质公募基金有望持续释放业绩,为公司贡献更多利润来源。此外,投行、资管等与“券商+机构投资者”占比增加,将使券商业绩波动与市场关联度逐渐下降。

2022年随着全面注册制的推进,投行专业化程度有望提升。吴一静分析,投行业务仍处于资本市场改革发展红利期。大投行模式下,投行与其他业务线的联动日益密切,如直投子公司为投

行输送科创板与创业板项目储备,同时投行部门作为企业客户和高净值客户入口,将进一步提升公司整体业绩。

“稳增长的大环境对板块相对有利,目前券商板块估值不贵。”吴鹏对于2022年券商板块持乐观态度。

蜂巢基金投研团队则认为,2022年牛市概率较低,券商板块整体投资机会有限,聚焦于财富管理、投行业务的券商更有结构性机会。

“券商机构业务(如投行、融券、场外衍生品业务)、业务牌照壁垒和创新业务资质等将延续头部集中的趋势,”华泰柏瑞投研人士分析,2021年头部券商整体利润率相较2018年均有所提升,收入结构得到改善,盈利稳定性提升。受益居民增配权益及投资者机构化的趋势,龙头公司业绩确定性较高。