

# 市值缩水过半 老虎证券商业模式待考

老虎证券在国际化步伐加快之际，尚有多重考验摆在面前。近日，老虎证券宣布收购美国券商Marsco 100%的股权获取清算牌照引发市场广泛关注，不过其股价长期破发、净亏损扩大、政策风险悬顶的处境也更为现实。北京商报记者注意到，截至7月8日美股收盘，老虎证券市值为6.78亿美元，较上市首日市值已经缩水过半。除此之外，从互联网券商发展上看，分析人士指出，虽然行业发展方兴未艾，但证券公司互联网化水平难以拉开差距，而只有在模式上有所突破，才能在最终业务上形成独特的市场份额。

## 收购清算牌照 谋求业务闭环

近期，老虎证券国际化进程再落一子。美东时间7月2日盘前，老虎证券发布公告称，老虎证券的美国全资子公司已与美国在线经纪券商Marsco签订最终收购协议，公司将以940万美元股票加现金组合的方式收购 Marsco 的100%股权。这笔交易已得到双方董事会的一致批准，预计将在今年三季度完成，这也意味着老虎证券很快将把清算牌照收入囊中。

北京商报记者了解到，老虎证券清算服务由盈透证券提供，目前老虎证券在App资金安全提示中仍然显示，老虎证券使用美国盈透等第三方清算通道，客户资产托管在清算机构的账户内。

一位互联网券商从业者对北京商报记者表示，过往互联网券商做类似通道类的业务虽然短期内好发展，但上游合作伙伴的业务能力直接限制了下游国内公司的服务能力，天花板显而易见。

老虎证券相关负责人对北京商报记者表示，收购Marsco后，老虎证券将形成完整的证券业务闭环，打通从前端到后端的全业务体系，这将大幅提升老虎证券的运营效率和获利能力。其中，在成本端自我清算将大幅降低清算成本；在

收入端，可以使得券商独立自主地开展融资融券业务，获取更多的双融收入，这将对公司收入的增长起到很强的助力作用，缩减对于佣金收入的依赖。

老虎证券宣传资料显示，老虎证券成立于2014年，公司当前以经纪业务为核心，主要面向普通投资者及机构投资者提供美股等全球主要市场的股票交易服务。根据艾瑞咨询的报告，从美股交易量来看，老虎证券在该细分市场的份额约为58.4%。

值得一提的是，收购消息宣布后，老虎证券股价未涨反跌，7月2日老虎证券收跌4.4%，当日美股三大指数收涨。

首创证券研发部总经理王剑辉对北京商报记者表示，从投资者视角上看，收购美国券商使得老虎证券资本支出进一步增加，但收购公司后带来的效益尚不明朗。

## 股价破发 久未盈利

事实上，老虎证券积极谋求证券业务闭环的背后，面对的股价长期低迷以及久未盈利的挑战也更为现实。

北京商报记者注意到，老虎证券上市以来，在过去的3个多月股价呈现“过山车”态势，并长期处于破发状态。老虎证券上市后曾有过一波上涨行情，北京

时间3月20日，老虎证券正式在美国纳斯达克交易所挂牌上市，发行价为每股8美元，首日大涨36.5%，收盘报10.92美元，总市值达14.52亿美元。在震荡上涨近一个月后，4月16日盘中最高触及23.89美元，随后迎来了连续下跌期，在5月16日收盘跌破发行价8美元后，截至7月8日美股收盘仍未止跌，最终收于5.03美元，较发行价8美元累计下跌37.125%，总市值为6.78亿美元，市值较上市首日跌幅过半。

从基本面上看，美东时间5月17日，老虎证券发布了上市后首份财报，数据显示，老虎证券一季度总营收为960万美元，与上年同期的800万美元相比增长20.1%。一季度净亏损290万美元，而上年同期净亏损200万美元，当季净亏损同比扩大45%。财报发布当日，老虎证券股价重挫，收盘跌17.34%。

关于一季度亏损扩大的问题，老虎证券相关负责人对北京商报记者表示，员工薪酬和福利的增长是造成公司当季亏损的主要原因。老虎证券总运营成本和支出为1400万美元，较去年同期的1030万美元增长36.4%。其中，员工薪酬和福利为780万美元，较去年同期的490万美元增长60.8%。

王剑辉表示，对于境外上市的互联网证券公司，在新业态没有呈现出更强的盈利能力之前，当期业绩表现是境外投资者判断公司成长的主要依据。另外，公司营收增速和营业支出增速也是重要参考指标，盈利前景不明朗是投资者对其股价缺乏信心的主要原因。

招股书显示，老虎证券至今仍未盈利，分别在2016年、2017年和2018年实现1080万美元、790万美元和4430万美元的净亏损。

苏宁金融研究院高级研究员王锟对北京商报记者表示，互联网券商在新发后，如果没有趋势性的大牛行情作为支撑，目前实际上是处于成本扩张期，盈利能力较弱。

## 商业模式、政策风险迎挑战

虽然互联网券商发展方兴未艾，但背后的政策风险悬顶及商业模式能否成就互联网证券业态还有待观察。

王剑辉认为，目前老虎证券等所谓的互联网券商相对于传统券商只是存在客户定位和境外开户差异，在模式上没有显著区别。券商互联网化水平难以拉开差距，而只有在模式上有所突破，才能在最终业务上形成独特的市场份额。王锟表示，互联网券商的挑战在于经营合规性和风险控制，以及与相关的业务主体（银行）之间的配合。另外，互联网券商拥有规模经济优势，如何摊薄固定成本、扩大客户量以及如何迅速将除经纪业务以外的业务与互联网挂钩，实现后续的盈利等问题也值得关注。

另有业内律师指出，在互联网券商追求业务发展的过程中，来自监管的压力和不确定性不可忽视。证券业务在我国是凭许可经营的业务，但目前大多数美股券商平台名义主体与实际运营主体不一致的状态，以及互联网跨地域的属性，使证监会对互联网券商的监管处于不明确的状态。以后是否会被纳入监管，还需要持续关注证监会的态度。

对此，老虎证券相关负责人对北京商报记者表示，关于监管方面，老虎证券始终遵循监管机构的要求，在合法合规的前提下，为用户提供更好的交易体验。

北京日报记者 苏长春 马嫡

# 风控收益两不误，华宝可转债基金收益再度登顶

2019年股债市场双双回暖，兼具股债双重属性的可转债也随之大幅走好。这无疑间接利好着可转债基金的表现。

众多可转债基金中，业绩最好的当属华宝可转债基金（240018）。Wind数据显示，2019年上半年，华宝可转债（240018）以15.18%的收益在152只同类基金中排名第一。而这是自2014年牛市之后，华宝可转债二度折桂。

亮眼业绩的背后，是一支优秀的固收军团。据最新数据，华宝固收团队管理资产约1400亿元，在公司成立至今的16年间，从未发生过任何踩雷事件和流动性危机，可谓一项业内奇迹。

## 五星可转债牛基两度折桂

2019年至今，股债市场总体双双回暖，兼具股性和债性的可转债迎来了春天，可转债基金多数取得了不错的业绩。高手之间，也有鹤立鸡群者。在众多可转债基金产品中，华宝可转债（240018）表现得尤为出色。Wind数据

统计显示，2019年上半年，华宝可转债（240018）净值上涨高达15.18%，在152只同类基金中排名第一。即便放眼过去一年，华宝可转债的业绩同样高居同类第一。

这已经不是华宝可转债首次折桂。早在2014年牛市中，华宝可转债就曾以62.96%的回报率，在113只同类基金中斩获第一名。如今再次登顶，更加彰显着投研实力。

记者了解到，华宝可转债基金专注于可转债投资，可转债具有债权和股权的双重投资属性。股市上涨过程中，可转债与基准股票同步上涨；股市下跌时，又能在一定程度上规避股市下跌的风险，可谓“进可攻、退可守”，也被称为“上涨有力、下跌有界”的债券基金。正因为出色的业绩表现，银河证券给予华宝可转债基金过去一年五星最高评级。

华宝可转债基金背后的掌舵人是李栋梁先生，作为一名固收老兵，其管理的多只固收产品长期均能斩获亮眼

的业绩。李栋梁管理的华宝宝康债（240003）业绩同样可圈可点。自2003年7月15日成立以来，已有16年运作周期，其中有15年拿下正收益。截至2019年6月30日，该基金累计收益超过160%，整体业绩大幅度超越基准。今年以来，其年化收益率也达到6.21%。

因表现突出，银河证券给予华宝宝康债基金过去一年、两年和三年五星最高评级，海通证券和招商证券也同时给予最新五星最高评级。

## 固收业务严控风险

### 16年“零”踩雷

优异业绩的背后，是一支优秀的固收管理团队。华宝基金固定收益团队风格稳健务实，实力形成并不依赖于明星效应，而是更强调团队作战的水到渠成。公司成立16年来，华宝基金固定收益部一直坚持走在价值投资的道路上，取得了令持有人满意的回报。

公开资料显示，截至2019年6月，华宝基金固定收益业务管理规模约1400

亿元，其中债券基金管理规模近150亿元。值得注意的是，团队16年来从未踩雷各类风险事件，除了近乎严苛的风控标准外，公司内部的风控体系一直是市场不为人知的秘密。

记者了解到，华宝固收和风控团队深知制度约束要比主观判断更为高效精确，其独立研发的一套风控体系，每一项风险指标都要远远高于法规规定的风险阈值，这就是造就公司16年“零”踩雷奇迹的法宝。这一严格的风控体系保障，使华宝基金固收基金系列得以在债市多轮牛熊转换及国内防范化解重大风险过程中成功穿越市场复杂波动，以“零”踩雷纪录建立起“避险圣手”的口碑。

根据海通证券数据，截至2019年6月30日，华宝基金固定收益投资业绩在同行业基金公司中具有明显优势，固收投资业绩排名过去一年位于行业前1/4区间，近一年、两年整体都处于1/2区间，近三年处于1/3区间。公司旗下产品也创下了多个业内“第一”。