

聚焦 FOCUS 券商研究转型之买方调查

满足买方标准五项需求的券商研报仅有1%

编者按：这是一组令人不解的对比，2007年至今，粗略估算卖方研究投入的人力物力已经翻倍，但取得的分仓收入却下降了一半。与此同时，买方对卖方的满意度正日渐下降，卖方的社会形象也不尽如人意。

是卖方的研究质量每况愈下？还是买方的诉求太苛刻？对此，证券时报记者近日对公募基金、阳光私募、券商资管和保险机构四类买方机构进行了深度调查。

证券时报记者 李东亮

券商研究和服务逐步深化，分仓收入却越来越少，买方满意度也越来越低——这已成为券商卖方研究生态的真实写照。券商研究所对公募基金、券商资管、阳光私募和保险机构四类买方机构的诉求难以达标，其症结究竟何在？

证券时报记者通过对四类买方机构的深度调查发现，在逻辑的严密性、事件和数据的真实性、策略观点的明确性、图标清楚和数据详实、及时跟踪事件动态这五个方面，券商研究普遍难以达标，这就是卖方研究的病症所在，而能够满足买方五项要求的研报比例仅在1%左右。

五项标准达标百里挑一

卖方投入大量人力物力、每年做出的数万份研报，买方是否买账？百里挑一，这是记者对南方基金、泰信基金、兴业证券资管、泽熙投资等10余家买方机构提供的对比数据得出的结论。

接受调查的买方机构表示，过半数的研报被日报、周报、月报、季报、年报和重大事项点评充斥，其余研报在逻辑的严密性、事件和数据的真实性、明确的策略观点、图标清楚和数据详实、及时跟踪事件动态方面均存在较大瑕疵。买方人士称，这些明显是应付研究所考核的研报，买方基本不看，看过也不会采纳。

一位不愿具名的大型公募基金高管表示，卖方的考核机制和竞争策略对于买方来说不算是秘密。多数卖方采取的是人海战术，以保证在数量上战胜对手，因此在考核上也对研究员的产量给予了较大权重，完不成一定数量就扣分，这也成为研报同质化和产能过剩的根本原因。

买方显然不可能为了这些毫无意义的研报给予券商分仓业务，对于除日报、周报、月报、季报、年报和重大事项点评之外的研报，买方机构也给出了形象的讽刺——“拍脑袋写研报、拍胸脯路演、拍屁股走人”。

南方基金首席策略分析师杨德龙表示，公募基金购买研究报告的目的是为了取得投资收益，因此，研究报告首先必须具备充分的逻辑性，讲清投资理由，这样才能说服基金经理下

单；其次是真实性，卖方应该客观地推荐股票，而非过度描述股票的投资价值；第三则要给出明确的投资策略，而目前多数研报的观点模棱两可；第四方面是要求研报应尽量用数据说话，避免拍脑袋式的结论；第五方面则要求券商研报要及时跟踪公司基本面和宏观数据的变化，从而抓住稍纵即逝的投资机会。

追求绝对收益的券商资管和阳光私募对券商研报提出了更高的要求。除要求策略报告给出明确、正确的投资方向外，还要求股票投资必须获得绝对收益。记者调查显示，由于券商研报过于同质化，且大量被公募基金使用，追求绝对收益的机构投资者往往将大量研报的平均估值作为市场预期，如发现某只股票的投资价值超过平均估值，则表明能够获得绝对收益。

这是整个卖方研究行业的悲哀。”上海一家大型阳光私募人士表示，投资价值无法体现，却被当成了追求绝对收益类机构战胜的对象。券商研究想得到券商资管和阳光私募的垂青，则必须在实现绝对收益上取得突破。

保险机构也提出了类似的要求。中国人寿养老保险公司资产管理部总经理刘云龙表示，作为养老金的买方，保险机构关注的是绝对收益，这与公募基金有非常大的差异，而这个压力来自于保险公司资产管理的客户——大中型企业。业绩一旦出现波动或出现负收益，资产管理者往往很难承受压力。这也会倒逼卖方研究员更多要求所推荐品种在未来一段时间，比如六个月或者一年必须获得正收益。

服务同样重要

卖方的服务对买方同样重要。这是记者对南方基金、博时基金等10余家买方机构调查后得出的答案，这些服务包括上市公司调研、一对一交流、企业首次公开发行（IPO）路演和与其他基金联谊等服务。

博时基金研究总监马越表示，在过去的一年当中，他发现了一个非常有趣的现象——博时基金的会议室永远都是被订满的，而博时的研究员、基金经理开完会后的一个通常的感觉是，各家公司的研究结论都差不多；但往往在做研究非常需要得到帮助的时候，却难以物色人选。

马越举例道，上个月该基金公司

非常想去西部调研一条产业链，但是它布局分散，分别位于宁夏和甘肃，调研对象涉及面广，包括当地政府、行业协会和供应链厂商，但是却难以发现哪家券商具备完全优势，这就意味着卖方对于买方的需求挖掘并不充分。

在马越看来，买方应该更清楚地把需求告知卖方，从而得到所需的服务。由于每家券商的研究资源、投行资源和营业部资源分布不尽相同，可提供服务差异因此较大。

杨德龙认为，这一事例表明，相对于目前的券商研究报告，公募基金对于券商投行、研究所积累的上市公司资源更为倚重，这种人脉关系恰是公募基金所缺少的。

公募基金自己拜访上市公司，对方不一定给面子。”杨德龙坦承，作为上市公司的上市保荐人和持续辅导人，甚至是并购中介和债券承销商的证券公司，其投行积累的资源则可以为基金研究所安排调研和组织IPO路演提供便利。

而上海某大型阳光私募则告诉记者，对于券商资管、阳光私募来说，与券商研究所的合作积极性却并不高，因为他们一般无需借助券商研究就可以接触到上市公司高管。

尽管公募基金认为各家券商的研究都差不多，但对于一对一的交流仍然期望很高。记者调查发现，券商研究所的行业研究团队、宏观研究团队或策略研究团队对每家基金的拜访频率为每年三次。

不过，卖方机构借此进行研究成果和投资观点的深度沟通也出现了异化。目前不少券商研究所的服务过度了，即便没有投资机会也会前来交流。”一位不愿具名的买方研究所表示，不少卖方研究所采用人海战术，采用同质化的观点和高频率的路演，这是目前研报路演存在的弊病。

而对于饱受投资者诟病的联谊会 and 送礼等过度销售行为，业界人士表示，券商研究所举行的基金公司之间的联谊会为基金之间沟通和争锋提供了机会，是公募基金需要的，至于为了拉票和争取分仓而进行的送礼，业界则嗤若寒蝉。多数基金人士表示，对于贵重礼品接受的少，但会接受土特产等礼轻情义重的馈赠。

买方新需求浮出水面

在过去长达12年的传统卖方业务模式中，股票价值的挖掘一直被认为是本



吴比较/制图

源业务。然而，随着债券市场的发展、服务对象的扩充和产能过剩的加剧，这一本源业务正面临着丰富化的需要。

在公司调研服务方面，传统的服务模式一般仅限于单家上市公司。而一旦涉及整个产业链调研，尤其是涉及政府和行业协会，卖方研究则难以提供全面服务。马越认为，卖方在这些方面对买方的需求挖掘是不够的，而买方则是在被动接受卖方服务。

在大类资产配置方面，保险机构资产管理公司也有着特殊的需求。刘云龙表示，作为一个优秀的券商，应该充分研究保险基金和养老基金的特点，作出适配的战略资产配置建议。

南方基金投资总监邱国鹭表示，基金业目前面临着从基金管理公司向财富管理公司的转型，将来对债券、可转债和包括期货、期权在内的衍生品等创新品种的投资都将应运而生，这些创新对于买方研究所消化过剩产能，在新领域里开辟新的收入来源是非常好的机遇。

现在已经有部分券商在套期保值研究方面得到买方的认可。”邱国鹭表示，未来券商研究所一是跟着钱走，即寻找有客户需求的创新业务；二是跟着人走，按照自身的资源禀赋，挖掘买方业务创新带来的新业务机会，采取博取曝光率的竞争方式。

中，华泰证券研究在大投行体系下已建立全方位的、内外结合的评价体系。对此，姚宏光认为，主流评选在推动卖方研究的行业发展、人才培养和价值投资观念形成中起到了至关重要的作用，但卖方研究如偏执地一味追求排名，就容易使得这种排名变味，因此需要内部考核来平衡外部评选可能带来的负面效应。

而针对券商研究一直存在研究结论放卫星、研究过程粗制滥造等行为，姚宏光表示，这完全可以通过构建研究所质量控制体系来规避。

据姚宏光介绍，和其他券商不同的是，他所带领的汽车研究团队，每一份研究报告的结论都是由团队成员讨论得出的，做到统一口径、统一标准和统一结果。

在研报完成后，则需要通过研究团队组长、产业链总监和质量控制委员会层层审核。研报里的标点符号我们都要认真审核。”姚宏光表示，合规部门在研报质量审核过程中起到至关重要的作用。

不过，这种研报质量控制体系，并非华泰证券独有，不少曝出放卫星、张冠李戴等研报的研究所也基本建立了这种体系。但是，执行力是第一位的。”姚宏光表示，这也是一种企业文化。

记者观察 | Observation |

当买方研究信息过载时

证券时报记者 李东亮

我每天收到的研报多达400份，手机短信铃声更是响个不停。”泰信基金投资经理郝朋称，即便什么都不做，这些研报也看不完。

郝朋的经历很具普遍性，这几乎代表了国内所有买方研究员和基金经理的感受。这种信息过载现象的背后，折射出卖方研究存在的诸多问题，包括急速扩张导致的研报泛滥、研究员水平参差不齐、畸形的考核机制、追求曝光率等。

2004年至今，卖方研究可谓风生水起，研究员的队伍也在急速膨胀。据中信证券统计，参选“新财富最佳分析师”的人员数量由2004年的450人攀升至目前的1100人；每年发布的研究报告超过10万份。

据业内人士介绍，按照研究员的职业发展，3年是起步期，达到能完成深度研报的成熟期则需5年之久。由于大量新入行的研究员尚达不到撰写深度报告的水平，在巨大工作量的考核下，便做起了季报、半年报、年报和重大事项公告的点评工作，更有甚者做起了行情日报撰写，目前此类内容的占比达研报总量的绝大多数。

实际上，由于买方需要将各家研报进行相互印证，的确需要各家研究所对各种事项公告和季报年报的点评，但业内一致的观点是，研究员如果专注于点评之类价值不大的研报，将难有时间进行深度报告的思考、调研和撰写，这也要求卖方机构在考核机制上要注重深度及动态追踪的研究。

对于买方研究信息过载，多家研究所所长给出了另类解读——恶性竞争。上海某大型券商研究所所长表示，眼下不少券商的研究所都在做一件事，就是

在早8点之前疯狂地向买方的邮箱和手机发送研报和研报摘要，要在买方的邮箱、手机信息被其他研究所的研究报告灌满之前，将自己的信息送达。

毫无疑问，这种竞争已经属于恶性竞争。其目的是通过不当手段打压其他研究所，从而获取更多关注和分仓收入。这种行为已经打乱了正常的竞争秩序，靠市场化的手段已然无法根除，应该引起行业协会的重视并纠正此类不良风气。

值得注意的是，不少在深度研报上无法超越对手的研究所，纷纷选择曝光率竞争的“法宝”，这也是造成买方信息过载的重要原因之一。

调查显示，不少中小型券商的研究所或研究部，无论在研究深度方面，还是在特色研究方面均无所建树，因此采取了博取曝光率的竞争方式。记者认为，这是典型的急功近利行为，通过提升曝光率的确能在媒体、买方提升知名度，但至今为止尚无一家券商研究所能通过曝光率提升美誉度，毕竟影响研究所重要程度的是影响力而非知名度。

而记者在对买方研究的调查也显示，中小型的研究所并非没有市场，其市场主要体现在特色服务，例如东兴证券通过新能源行业研究、五矿证券通过有色金属矿业研究均取得了较好的分仓收入。而只注重通过高频曝光提升知名度，而不注重通过提供特色服务提升美誉度的中小券商则难以得到买方的重视。

值得一提的是，在证券时报和新财富近期举办的研究所高峰论坛上，不少买方认为，同质化的研究和低质量信息是导致买方低质量的信息过载、高质量信息缺失的根本原因，纷纷呼吁卖方走差异化竞争的路线。

(本版报道部分观点源于证券时报与新财富近期联合主办的券商研究所高峰论坛)

特写 | Feature |

公募基金眼中的优秀券商研究员

证券时报记者 李东亮

券商研究员应像鸟爱护羽毛般爱护名誉。”这是华泰证券研究所所长、汽车行业首席研究员姚宏光谈及行业现状时，反复强调的一句话。

买方研究对卖方一直存有诸多抱怨，甚至认为“合格生”不足一成，但那些勤勉敬业的卖方研究员同样能得到买方的尊重，姚宏光就是其中一位。

他在卖方打拼近8年，虽不谙公关之道，甚至自称对买方服务不足，但仍以深度报告和对行业的责任感，得到南方基金首席策略分析师杨德龙等买方研究员的好评。

在深圳市福田区的港中旅大厦，证券时报记者见到了这位公募基金眼中的优秀券商研究员，虽已升任华泰证券研究所副所长，他的谈吐依然保持着研究员的严谨和慎重。

研究文化的软约束

当谈起目前券商研究出现的美女销售、评选拉票、博出位、博曝光率等不良风气，他告诉记者，这种现象的本质是服务过度和销售过度，体现

出部分券商研究急功近利的心态。

姚宏光称，抵制卖方研究不良风气最有效的方式就是优秀的研究文化，他呼吁整个行业以“自律和承担行业责任”为核心研究文化，抵制急功近利的不良风气。据姚宏光介绍，该公司研究所始终明确并不断强化行业责任，尤其是社会责任。

姚宏光认为，券商研究的本源是证券投资研究，而服务的目的则是将券商研究的观点和成果与买方沟通，并在沟通中发现买方的真实需求，目前不少券商却本末倒置，将服务放在了更重要的位置。

我们汽车研究团队也为买方提供服务。”姚宏光坦率地表示，比如一起喝茶，组织体育运动等，争取在不占用买方交易时间的情况下沟通行业观点，了解买方需求，这是正常的。但美女销售、重金拉票等服务过度行为则为华泰证券的研究文化所不齿。

他承认，一个研究员的职业发展目标应该是多元化的，包括经济目标、个人成就和社会责任。但单纯的逐利主义是为华泰证券研究文化所不能容忍的。”

对于行业责任和社会责任，姚宏光告诉记者，他在这个行业已工作了近8年，越来越感受到责任的重要性。作为公众群体，券商研究的结果将影响大批机构客户，并连带影响大量的散户，这种影响将涉及投资者的投资收益、家庭的经济状况，甚至包括职业发展。因此券商研究需要时常反思曾经的失误给投资者造成的伤害，以避免失误再次发生。

在追求分仓收入和行业排名的同时，也需要充分考虑研究报告会对行业发展起到重要影响，这才是自身价值的体现。我在行业工作的时间越长，越能体会这种价值的重要性在提升。”姚宏光表示，正是这种认识，使得他所带领的团队在汽车研究领域取得了买方的认可。

内外考核并重的硬规定

华泰证券规避研究员短期行为并不止于企业文化，内外考核并重的考评制度和质量控制体系的建设在促进研究员职业发展和规避行业不良风气中发挥了重要作用。研究平台决定了研究员的职业发展。”姚宏光表示。

据悉，在进行创新业务积极转型