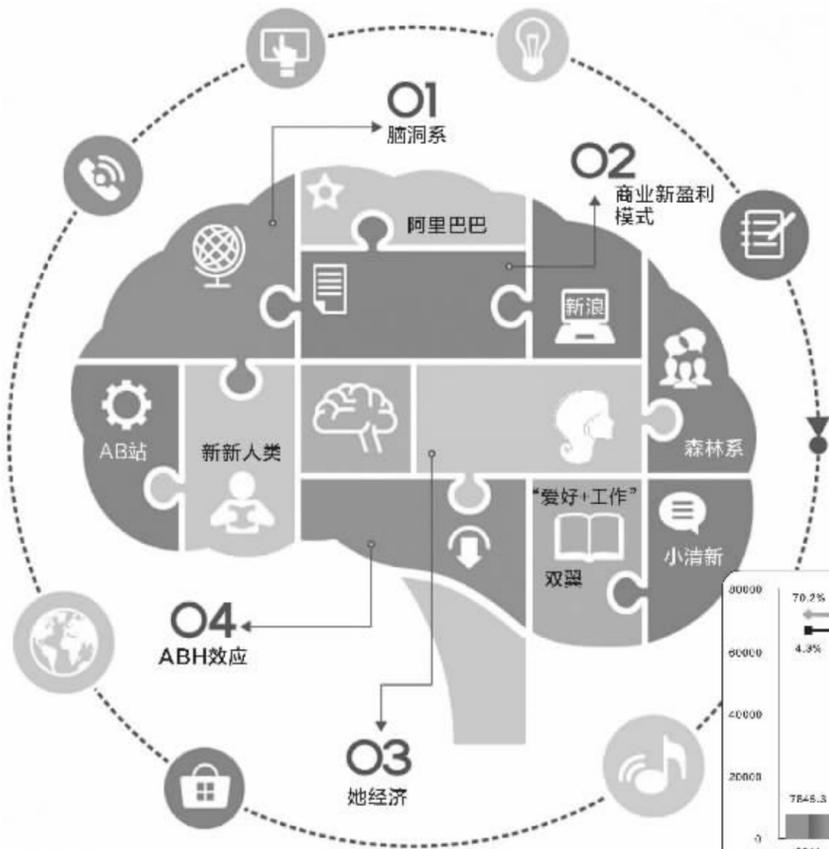


# 大家都爱互联网 证券研究迈入2.0时代

不久前,申银万国研究所的一篇调研报告《80、90后亚文化属性》,无意间触发了一场证券研究机构和分析师队伍如何在互联网时代积极转型的火爆话题讨论;而民生证券研究所的另一份研究报告《“她经济”崛起》,则将互联网时代生存与灭亡的话题推向高潮。证券研究正走向用全新思维诠释互联网时代的新商业模式。

以社交平台为基础的女性互联网生态圈



资料来源:申银万国、民生证券研究报告 张常春/制图

## 且看一个外行所长如何带队伍

证券时报记者 游芸芸

2010年,姜必新从国信广州分公司总经理的位置上履新国信研究所所长。在其履新后首次研究所全员大会上,他说,“在证券研究的专业领域里,我是个外行。”



外行。今后,国信研究所将打造外行与专业研究团队相结合的竞争力品牌。”

此后的4年间,从未有人评论和标签姜必新是个外行。“他这一招真的很厉害。一开始就把自己定位成外行,其他人就不大好意思对他的研究能力进行评头论足。”一位国信研究所工作人员如是说。

### 行业颠覆者一定是外行

姜必新曾在研究所内调侃称,在某种程度上讲,外行知识分子领导会好过内行领导。这句话曾被人曲解为,“这是一个外行人的张狂表现”。然而,姜必新提出此观点,源于他崇尚马云的一句名言:“一个行业的颠覆者一定是个彻底的外行。外行领导内行才能变革行业,才能尊重专业的价值。”

在行业人士眼中,姜必新是个矛盾体。他为人处事谦和、中庸,但交流起来却又显得思想咄咄逼人,从不人云亦云。

总体来讲,他留给人的印象呈现两个极端:有人称赞他“极端聪明”;另有人认为,“他完全是在搞糊”。

2012年,姜必新在研究所内部提出,互联网所带动的新思维将主导未来的社会和生活方式,然而,国内在当时却没有一个专业研究互联网的证券研究团队。“券商如果了解社会正在发生怎样的变化,缺乏前瞻性,它的专业性就无从谈起。”

接下来,他对研究所进行了大刀阔斧的“手术”,整合有色、煤炭、石化、钢铁等传统能源行业领域的研究力量;引入互联网、海外研究团队,增加技术分析研究员数量。

这一系列的整合行动曾引起多方质疑。研究所里有色行业的首席分析师离职,一批传统行业的分析师被边缘化,部分分析师的利益受到极大的挑战;同时,因砍掉和缩减部分行业的研究团队,行业评选排名受到了极大的影响。

外部以基金公司为主的机构投资者对姜必新的改革,亦表示怀疑。一些人认为,贸然缩减一些行业配置,将错过资本市场固有的板块轮动。甚至,国信证券出外路演时,常被同行问道,“钢铁等板块启动了之后,你们国信证券打算怎么办?”

不过,姜必新的改革在一片质疑声中毅然继续。去年,国信开出了一项极具吸引力的考核条例——研究报告数量不再成为考核指标。

“大多数研究所要求研究员每月必须提交一定数量的研究报告,且页数不得少于一定的限额。这项指标一定程度上助长了分析师抄袭研究报告的行为。”上海一位中型券商分析师称。

“国信对研究报告考核的主要原则是不用刻意量化,市场有机会、对行业有意义时就写,完全不用为了完成任务而写。”姜必新对内提出。

### 不看资历看价值

理论上讲,研究能力历来被视为证券公司的核心竞争力,但实际上,目前大部分券商的研究所主要服务机构投资者,收取买方服务佣金。

华为的处事风格被定为国信研究所效仿的最佳模板。国信研究员被灌输的价值观念是,“新时代下,要做真正有价值的事,研究成果必须提升券商的定价能力,所有业务据此增长并壮大。”

近期,国信内部流传着研究创造价值巨额价值的案例——瑞信成为阿里巴巴IPO承销团的牵头人,相当程度得益于姜必新。姜必新,名叫Khan。2006年,他作为JP摩根的互联网研究员,为撰写雅虎报告来到中国调研阿里巴巴。此后,他潜心研究阿里巴巴多年,与阿里巴巴高层建立了深厚的情谊。随后,Khan被瑞信挖走,担任瑞信投行部全球互联网行业主管,并最终为瑞信赢得阿里巴巴牵头行的位置。阿里巴巴IPO纽约推介会便是由Khan主持,并且他从业务结构与企业发展角度向众多买方机构解释了阿里巴巴的估值。

作为互联网思维的忠实拥趸,姜必新认为,研究必须遵循客户为中心的理念。他鼓励年轻人不要随波逐流,要有激情,并具备对美好生活的向往和追求梦想的勇气,抓住时代变化的宝贵机会,实现成功“逆袭”。

他坚持己见,“管理应该摒弃论资排辈——不看资历看重价值。”由此,国信研究助理一年可以成为首席分析师。

国信研究所内部的总结会上,他指出:“我一直坚持,做得好的人如果没有得到相应的回报,是对优秀人才利益的剥夺,是不道德的行为。”

证券时报记者 游芸芸

互联网风潮改变受诟病的证券研究行业。今年下半年,多份围绕互联网概念的深度研究报告正在改变证券研究行业“抄袭门”、“放卫星”等的负面形象,赋予其以研究新时代人类行为和商业新盈利模式的新面貌。

互联网不仅在改变着中国未来社会主要群体的思维方式,同时也影响着专业投资者的投资思路。数据显示,中国公募基金经理的实际平均年龄约为33岁,这一伴随互联网成长的新投资群体正全力倒逼证券研究向时代性、深刻性、新颖性兼备的新路径。

### 专注美股港股企业

王学恒曾是通信行业的分析师,他的研究方向是互联网行业分析,却因A股市场暂时无研究标的始终无法如愿。今年年初,他接受了国信研究所伸出的橄榄枝。与其他挖角的研究所相比,国信的薪酬待遇并非最高,然而国信最吸引他的是,在国信能专心研究全球的互联网行业和公司,而不用和A股市场的表现挂钩;不仅如此,国信研究所还配有强大的团队予以支持。

加入国信研究团队后,王学恒在雪球上刊发了一则互联网式的招聘广告:“不从大众,你有勇气么?跟随内心,你有什么理想么?大部分券商都会想要一个熟手,但我们不同。我们要走一条与众不同的路——产融结合。它充满激情,充满创新思维,充满对传统行业的敬畏和挑战。如果我们去追求短期利益与所谓的A股特色的确定性,注定适应不了跨越周期,转型的行业演变……”

此广告刊出后,王学恒从上百份简历中寻觅到来自阿里巴巴、网易,以及比亚迪的3位志同道合者。从王学恒团队研究的标的阿里巴巴、NOKIA、光启、新浪和yelp等公司即可看出,其研究方向主要为美股和港股,目前专注于此的证券研究团队凤毛麟角。

美股和港股互联网概念公司多达70到80家,每个子领域龙头如雷贯耳。抛开阿里、腾讯、京东等企业,研究中国互联网的公司太过苍白;抛开世界先进的互联网模式企业,只看国内,也很难看透行业和公司。”王学恒最近的一篇《Groupo——是不是庞氏骗局?》便深入剖析了团购的运营模

式,对国内诸如大众点评和美团等的团购公司而言,该研究报告极具投资借鉴意义和价值。

深度解析世界领先盈利模式,将对投资相关链条和类似模式的行业和公司发挥参考作用,这种研究方式值得鼓励。”一位北京某大型券商的高管表示。

不直接研究A股上市公司,意味着暂不能参与国内研究排名、无法获得佣金分仓。这种赔本赚吆喝的买卖,除了源于对未来经济转型后的中国经济新格局的判断,还在于王学恒所憧憬的“产融结合”。深刻理解互联网行业或公司之后,将大幅拓宽商业模式,如投行、资管等。研究能够创造的价值将超过现在所能看到的。”王学恒称。

### 深度研究新新人类

今年8月,申万研究所分析师张衡和贺华成推出研究报告《从非主流到AB站:80、90、00后亚文化属性演替与互联网投资策略》,该报告被誉为“史上最in的90后券商分析报告”。这份涉及传媒与互联网行业的深度研究报告,一经发出,立即引起微信朋友圈和微博等自媒体用户的疯狂转载。作为一个互联网原生用户,贺华成在研究报告中使用“AB站”、“森林系”、“脑洞系”等大量新词汇,将此证券研究报告的“时尚指数”拉高不少。报告紧跟互联网潮流,甚至有部分80后读者看后表示“太潮了”、“极具娱乐性”。

贺华成原是钢铁行业的研究员,曾有BMI指数和GPL吨钢毛利杠杆两项研究成果。近两年,钢铁等行业在资本市场受到冷落,许多相关证券分析师被边缘化。他所在的申万研究所在新形势下,打破原有4个研究子部门的架构,按照新经济趋势重新组建了6个研究团队。与王学恒相似,贺华成在大学期间主修世界经济专业,同时辅修艺术类,一直对传媒互联网有一份不舍的情怀。贺华成加入近两年十分时髦的TMT团队,将研究方向转向现代服务业团队中的新媒体产业。转型之后最大的感受是重构整个思维框架。钢铁行业更多的是客观研究、经济研究;传媒行业则需要主观研究、人性研究。传媒行业的研究员更像互联网产品经理,分析用户诉求和用户体验,不断逼近“大众心理”的平均水平。”钢铁行

业的需求驱动力是“经济变化”;传媒行业的需求驱动力是“人性变化”。

《从非主流到AB站:80、90、00后亚文化属性演替与互联网投资策略》这份耗时数月的研究报告一经发布,获得很多市场人士的积极反馈。一位资深投资人称,颠覆以新经济为标榜的传媒行业的分析师,竟然曾是旧经济代表的钢铁行业的研究员,有点意思!”

9月18日,贺华成被邀请到腾讯演讲,他以一份118页图文并茂的PPT提醒腾讯,或将错过下一代青少年社交的机会。”

一些市场人士在看完PPT后不禁感慨,互联网已经给少数80后“分析师插上了爱好+工作”的双翼。同样100页的图文报告,互联网行业和钢铁行业的撰写心情是多么不同!”深圳一位公募基金研究总监表示。

另一位40岁的基金经理称,在互联网包围中生活成长起来的一代,将主导中国未来20年的经济。现在很多新兴行业的研究报告,我们都看不懂了,只能求教年轻的研究员和基金经理。与时俱进是必要的,否则只能被市场淘汰。”

### 新视角大格局

用时下互联网流行的话语来形容,这是一波应接不暇的节奏”。9月底,一句“中国男人形象气质差配不上中国女人?”的犀利提问,配以《她经济》的主题报告,再次引爆证券研究互联网的关注焦点。

该研究报告的作者系民生证券研究员尹浩技和李晶,独树一帜地阐述女性互联网消费对市场的重要性。很多人因此熟悉并了解“她经济”一词。

多位投资人士表示,尹浩技团队在传媒分析师中凭借独特新视角赢得一战。平安证券一位高管表示,分析师的研究心理正在悄然发生转变。与传统的手游等概念不同的是,新时代互联网需要大视野和另类切入点,符合互联网眼球效应和满足用户心理体验的基本诉求。

谈起证券研究领域的互联网红人,不能不提及互联网金融知名分析师——宏源证券易欢欢。2013年,易欢

欢从国信证券跳槽至宏源证券,提出大数据的研究概念,随后一篇《谁是金融业的野蛮人?》研究报告,从支付概念切入至互联网金融领域。

余额宝等互联网金融概念火热成就了易欢欢。以至于一段时间内,但凡提到互联网金融的专业人士,总是绕不开这位演讲达人。

易欢欢同时将其对互联网金融的理解传达至各地。他的研究视野大多着眼于业态格局,不乏对阿里、腾讯、京东等公司的观察分析。自其2013年下半年成立互联网金融千人会后,一年之间,他的演讲场次超过400场。

深圳一位私募基金经理称,易欢欢团队一年之内积累了大量政府、企业和项目的资源,他已跳出单纯的证券分析领域,将触角扩展至更多领域。

一位北京的基金经理表示,互联网对人们生活的进一步渗入,将开启证券研究的新盈利模式。分析师面对的机构投资者群体开始转换至28-35岁的新群体,意味着这不简单只是分析师或者研究所的一次转型,而是证券研究行业乃至投资界都将步入真正的2.0时代。”

### 文化属性与技术特征决定代际互联网商业模式演进

