2019 年 4 月 8 日

中国市场策略

卖方研究员的自我修养

洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

- **如何成为一个优秀的卖方研究员。**这篇随笔酝酿了许久，但却难启笔。皆因每每看到有人写这个宏大的主题，一种莫名优越感时常溢于纸面。的确，卖方研究是一个很好的职业生涯。至少曾经如此。在这行里，如果能够脱颖而出，你将有机会成为自己时间的主人，相对自由地计划每天的工作。更勿论薪酬待遇、社会地位等。这些或都是现在金融、经济毕业生泛滥，年轻人前仆后继跑步入行的原因吧。然而，在义无反顾地投身于研究洪流的同时，卖方研究行业正经历着剧变。这行里，一切皆将归原 — 不论资历深浅。此将无佛处，谁人为尊？（以下，“研究”通指“卖方研究”，“卖方研究”同“券商研究”）

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

壹

按照传统的定义，在投行里研究是一个成本中心。然而，MiFID-II 重新定义了研究的价值 — 也就是，基金必须对研究单独付费。曾经，券商研究的价值是通过机构二级市场交易时佣金分仓而实现（千禧年前，券商研究还能够通过推销 IPO、增发股票，来分得投行帮助公司融资的佣金）。然而，合规部建立的中国墙，早已在券商里把投行部和研究部分隔。在交易日益程序化的今天，二级市场交易（以下简称"交易"）已经不再像过去那样产生价值。无论是哪家券商交易平台上的电脑机器人完成交易，对于终端用户都没有区别。交易能够产生的价值恒定，并将无限趋零。

因此，在新的环境里，在这个研究交易捆绑着的券商产品里，研究才是真正为客户增值的部分，而非已经大众商品化的交易。从这个角度看来，研究不应再界定为成本中心，反而应成为一个投行的核心竞争力。而交易将渐沦为了研究的附属品（那些特别出类拔萃的交易员除外，如 Stanley Druckenmiller、Paul Tudor Jones。我的朋友里也有许多优秀的交易员）。

道理尽管如此，MiFID-II 之后，海外市场里券商研究产生的佣金一落千丈。即便是曾经最慷慨的买方基金，因研究经费的独立核算，佣金还是下降了许多，有时甚至下降多于一半。其实，研究的价值并没有改变，而且很有可能提高。但是付费的习惯却一时难以改变。很多人认为券商的这种收入的变化，是对券商研究的一个挑战。然而，这里变化更多的，是交易难以像过去那样产生价值，更多的是对交易的挑战。结果，今天许多海外的券商，收入往往依赖于融资业务和自营投资。这些业务是资产负债表大小的竞争，是资金成本高低的比较。业务收入结构的改变，让今天海外的券商渐渐地远离了传统的人力资本的竞争，而越来越像传统的银行业务。

即便如此，改变买方对于研究的付费习惯是一个巨大的挑战 — 尤其在一个对于知识产权的重视和保护还有待提高的社会里。这也是为什么，知识付费很可能只是一个巨大的泡沫。否则，为什么这世界上还能够成功运营、产生巨大利润的媒体已经寥寥无几？许多人认为自媒体很赚钱。其实，许多自媒体的利润，来自于产生内容的成本基本为零。而如今搭建一个快速传播平台的成本在不断地下降。相反，传统媒体则依靠自己的编辑和记者团队产生原创内容。这样的成本结构比较，立分利损。

如是，在新的环境里，如何能够成为一个优秀的分析员？

贰

很多人认为，卖方研究员必须具有外向的性格。这是因为，他/她不仅仅要预测未来市场的走势，还要通过不同的渠道向外界传播自己的观点。二十多年前，我在大摩刚刚入门研究工作的时候，公司为了发现优秀研究员的特征，曾做过这么一个分析师问卷调查。出人意料的是，这个问卷调查发现大部分优秀的研究员有如下特征：1）善于独处，我行我素、脾气急躁；2）独立思考；3）好奇心强，总是在问为什么。第一组形容词，在普通人看来，用来形容的个体是“可圈可点”的。然而，恰恰是优秀的研究员孤芳自赏，敢于逆流而上，挑战权威，并承担失败的风险，方能成就他们最终的优秀。想要获得多大的荣誉，就要承担多大的风险。这些在普通人身上性格的独特性，反而成为了他们作为一个好的卖方研究员的优势。

如果性格（好奇心、独处、脾气）决定成败，而本性难移于江山，那么一个优秀的研究员很可能很大一部分就是天生的 — 无论后天如何努力。这是一个残酷的推论。然而，从实际经验观察看来，这个推论很可能是正确的。为什么普通的研究员遍地开花，优秀的研究员却万里挑一？这是一个入门门槛低，功成身就难的行业。作为研究部负责人，我收到的简历大部分其实都不合适。我每天目睹着年轻研究员人来人往。来的时候踌躇满志，但很多都不能贯彻始终。当然，不排除通过系统性的培训，我们可以培养出好的研究员（competent）。但是可以称之为“大师”的（guru），则是凤毛麟角。尽管如此，从研究中学习到的方法和知识，足以让那些即便是不合格的研究员也受用终身。

关于独立思考，这是大家都知道好的研究员都需要具备的能力。然而在实际生活中，我们看到的更多的是，研究员活成了上市公司 IR 投资者关系的鹦鹉。他们的研究仅仅是复述公关的官方信息、公司的季报论述，以及一些道听途说的臆测。

比如，我看到有的研究员，用 DCF 二十年的现金流折现，来估值一个通过在行业内收购兼并来增长业绩的公司，还精确到小数点后两位数字。这样的公司，首先要看的是它做这些交易（transactions）的历史往绩，收购兼并而来的子公司经营效率是否有所提高；其次要看付出的估值，以及收购回来的公司对公司整体市场价值的提升；三是要看所有的子公司的 SOTP 分项加总的价值，和公司整体市场价值的比较。这些合乎常理的估值比较，比折现二十年以后的现金流得到的估值可靠多了。更何况，这些公司的产品生命久期最长只有十二年。一个只拥有零到十二年久期的产品组合的公司，整体公司久期不可能超过十二年。而这些公司普遍估值高达 40 到 60 倍。等等。最后，这个公司会计账目出现了问题，被公开质疑，股价跌没了一大半。

可惜的是，许多的公司文化里，合理的质疑往往会被当成是“刁难”。听说有基金公司尝试达里奥“残酷无情的诚恳”的公司政策之后，一个月投研团队走了一半，公司只好作罢。其实，达里奥在《原则》中把这种现象称为“诚实

的代价”。公司文化的本身，将吸引那些志同道合，又或是臭味相投的人。独立思考，独立于谁，思考什么？

叁

不得不承认，好的卖方研究员越来越少了。买方基金经理认为卖方能够增加的价值也越来越有限。越来越少的研究员敢于挑战市场共识，提出富有争议性的观点。研究越来越趋向于市场共识。也难怪，在人类进化的初期，就是靠着抱团取暖而渡过了茹毛饮血的时代。凯恩斯曾说，我们宁愿要与共识一起犯错，也不要逆共识而成功。犯错时的耻辱感，远大于正确时的成就感。

这样的环境，势必使卖方研究员越来越不愿意承担风险，迫使优秀的卖方研究员转会至买方，成为基金经理。而剩下的卖方研究员，在这个日益缺乏吸引力的职业里，将渐渐地沦为营销的工具，好奇心引发的、创造性的研究将式微。这个现象正在发生。看看当下所谓牛市的环境里，卖方分析师在花样唱多。研究报告没有什么实质的不同，只是在比赛谁的声音大。

二十多年前，我的导师之一，当时还在大摩的 Byron Wien，曾建议我们新加入的研究员，如果要成为优秀的研究员，需要做到以下几点：

(1) 每年要做一到两个在你覆盖的行业里，非共识的、有信心的股票投资推荐。仔细向销售人员口头和书面地概况这些投资意见，并在与客户的沟通中多花些时间在这几个股票上。

(2) 访问那些大家都忽略的渠道。花大部分时间研究供应商、公司客户和其他间接利益主体，来获得信息。对积极指导预期的公司管理层持怀疑态度。不要担心公司不同意你的预测。参加那些另类的行业会议：你会得到新的信息来源。不要通过打电话来进行所有研究。真人见面会有很大帮助。

(3) 定期更新你的股票覆盖。不管你覆盖的行业是什么，它都会有一些令人兴奋的成长型公司。有些好的真的会让你热血沸腾。

(4) 负面意见务必要清楚地表述。如果“卖出”评级会失去公司管理层的信息交流，那么“中性”评级也要清楚地表达你对公司负面的意见。不要覆盖那些管理层有问题的公司。但也不要害怕那些不愿意交流的公司。那里往往会有一些被忽略掉的好公司。

(5) 明确你在投行业务中的角色。你只是为投行部门提供信息和支持。永远不要让你参与的投行业务影响了你研究的客观性。你应该首先对机构和零售客户负责。

(6) 抽出时间，思考和放空。每周至少半天远离办公室，去思考一些看似疯狂的投机想法（新入行的研究员，仍然处于学习阶段的除外）。然后，你会发现你会不时地陷入死胡同。但也会有那么几个很超前的想法，将使你远远领先于同行。事前预测变化，比事后分析变化要有价值的多。到最后，基金经理们会爱你的。

肆

今夜，在卖方研究花样唱多之际，我选择了一个冷门的、关于行业长期未来的主题。既然市场上有那么多人在合唱，隔岸遥望烟火，风景还是这边独好 — 就像从九龙看中环，从新泽西看曼哈顿一样。毕竟，在我 2018 年十月底、十一月写 2019 年展望报告《峰回路转》的时候，市场还是一地哀鸿，券商还在裁人降薪，实业奄奄一息。而我对中美周期的研究成果被许多人嗤之以鼻。

在行业投票评选中，大约有两种途径可以获得投票：1）“保姆式”的客户服务，包括给客户送早餐午饭，接送客户孩子上学放学，给客户送礼陪游，安排演出赛事票务，出行旅游。每天电话不断，嘘寒问暖。等等；又或者 2）做好研究的本分，独立思考，另辟蹊径，做出真正的有悖于市场共识的、同时又不断被验证的研究成果。

归根到底，这是一个对于在生命里如何活着的选择。我早已做了我自己的选择。

近期报告

20140324	大盘股也有春天
20140409	长端收益率才是关键
20140414	三个流行交易策略的逆转和价值投资的回归
20140514	新常态和新极端
20140617	2014 年下半年展望：寂静的回响
20140711	寂静的回响：波动性的回归
20140718	足球，股市和股指的楔形化
20140723	一万亿的疑问：抵押补充贷款、房地产和有色金属
20140728	一万亿的狂热：逢高减持；获利了结
20140805	市场共识忽略了什么
20140814	信贷转向及政策前景
20140822	沪港通和资金流向的真相
20140827	市场隐含的经济增长和政策前景
20140905	理智与情感：止损并修正交易策略
20140915	货币和财政政策可期
20140922	盘整还是回调 - 长端收益率仍然是关键
20140929	市场的割裂
20141006	香港的鸿沟
20141013	聚焦美元强势
20141020	货币政策的拐点
20141027	沪港通延迟成为市场阻力
20141111	市场共识对沪港通认知的误区
20141117	沪港通：开创新历程
20141119	沪港通“见光死”吗？
20141124	降息！以及新的交易逻辑
20141205	中国市场的价格与价值：上证等于 3400
20141217	2015 年展望：风险重新定价
20141224	2015 年中国的五个意外
20150119	两融调查引爆头寸；上证泡沫化点位=4200
20150129	危险的头寸
20150205	降准、人民币与国际收支不平衡
20150209	期权首发日和红庙子的故事
20150302	降息和市场的新极端
20150320	市啥率，就是啥率
20150330	一带一路和新的世界秩序
20150413	恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为
20150416	A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭
20150420	肖钢、小川和丁蟹
20150506	调教“人民日报牛”
20150511	降息如期而至；历史会否重演？
20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌
20150616	伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
20150624	“钱荒”纪念日
20150629	央行双降又如何
20150702	证监会平抑市场波动
20150706	各部联合出大招又如何？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件
20151130	市场的三个极端
20151209	2016 年展望：资产慌
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次
20160108	熔断机制暂停又如何？
20160115	超卖的修复
20160121	软弱的对手盘
20160125	稳定一个不稳定的市场
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限
20160301	增长乏力，则股市疲软
20160307	两会周期小阳春
20160321	历史性的市场分歧
20160418	周期的假像
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
20160606	市场见底：何时何地
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20160627	脱欧后，如何交易中国
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20160822	市场盘整
20160912	最拥挤的交易
20161114	特别报告：价格的革命
20161206	2017 年展望：微妙的平衡
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动
20170324	中国经济周期权威指南
20170413	市场价格失灵
20170524	新监管下的风险重新定价
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考
20170714	突破“三套牢”
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高
20170829	“心”周期
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20171204	2018 年展望：无限风光
20180131	狗年：2017 年的领悟
20180207	市场危机
20180323	非常规贸易战
20180326	1987
20180409	因战而战
20180423	大国博弈
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20180614	中国投机权威指南
20180703	何处是底
20180723	反弹和见底
20180813	向政策再借一命
20180903	中美周期的冲突
20181029	救市会成功吗？
20181119	2019 展望：峰回路转
20190201	峰回路转：狗年的教诲
20190301	融资牛路在何方
20190311	谁在买？谁会再买？
20190322	市场确认了一个重要的拐点

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、山东省国际信托股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、弘阳地产集团有限公司、51信用卡有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、美团点评、山东黄金矿业股份有限公司、新城悦控股有限公司、恒达集团（控股）有限公司、华滋国际海洋工程有限公司、佳兆业物业集团有限公司、成都高速公路股份有限公司、中国科培教育集团有限公司、银城国际控股有限公司及太兴集团控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Prosperity Investment Limited现持有博骏教育有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。