

群雄逐鹿中国市场,国外大行来势汹汹,本土研究机构该如何应对?

# 陈晓升: “基于本土的国际化”是最好的竞争策略

研究部门从证券公司母体中独立出来闯天下,申万研究所是国内第一家; 实行人财物独立、自负盈亏的市场化机制,申万研究所也是唯一一家。 市场化的研究机构能真正做到独立吗? 如果要做出“减持”建议,该怎么办? 如果对基金重仓的股票持反对意见,该怎么办? 如果上市公司提出特别要求,这生意还接不接? 这些,都是市场化的申万研究所无法回避的敏感话题。

□本报记者 辛言

从2004年5月接管申万研究所后,三年来,陈晓升未敢忘记“压力”两个字。

曾经,“希望三年后在这个市场还有饭吃”是他的低调目标,今天,他仍然说:“现在拥有的,不一定三年后还会拥有。”

而实际情况是,即便经历了熊市与牛市的变换,申万研究所的营业收入却一直是稳步增长。2004年是4000多万,2005年是5500万,2006年是7600万元,2007年的目标则是9000万元。

2004年以来,申万研究所已连续3年当选“最具影响力研究机构”第一名,并获得“最具独立性研究机构”第一名等荣誉。

在成绩面前,37岁的少壮派掌门人却表现得异常低调。

“2004年到研究所,时间也短,再说个人也没什么好讲的,主要是团队,申万研究所有那么一点影响力的话,也是靠团队,个人再大的本事都没用,所以凡是个人东西希望不要写。”

“作为市场化研究机构的总经理,您觉得自己扮演的是怎样一个角色?”

“这是个人方面的问题,我就不回答了吧。(笑)”

“您怎么评价过去几年的工作成绩,是否满意自己的表现?”

“我觉得自己还是在不断地学习。”

尽管记者多次“诱导”陈晓升谈点个人内容,但“老谋深算”的他没有“上当”,上海交大结构工程硕士毕业的他回答问题居然也是“结构严谨,滴水不漏”。

## 不做有损独立性的亏心生意

走进南京东路申万研究所,楼道墙壁上挂着一幅幅镜框,每个镜框内都裱着两个字,楼道口的第一幅便是“独立”。

陈晓升把“独立”看作是申万研究所的生命,在诸多荣誉中,他最看重的是2005年曾经被专业媒体评为“最具独立性研究机构”。我们的对话由此切入。

上海证券报:申万研究所强调自己是“独立性研究机构”,但要真正保持独立并不容易,母公司会提出影响你们独立的要求吗?研究所内部推行哪些政策来维护你们的独立性不受侵害?

陈晓升:我们始终把独立性放在首位。申银万国证券的高层领导也明确,不管如何,申万不会要求研究所在研究上有任何偏向,总公司有这个清晰的原则。这一点是申万研究所这几年能够走市场化道路的根本保障。从我们自己内部来看,也是把它作为基本原则,现在已经是企业文化的一个重要内容。没有这一条,就很难服务这么多机构投资者,取信于用户。

在报告发送环节上,有规范的流程,坚持我们的报告第一时间、同一时间发出去。在导向上,我们也希望和客户建立长期的信任关系。对于那些希望我们给他特别关照,有违独立性的机构,我们往往也会对他的可持续发展前景打一个问号。

上海证券报:你们的研究报告有没有卖给所研究的上市公司?

陈晓升:分析师的报告有时也会给上市公司参考,但没有义务说一定要给。之前深交所曾经有一个公平披露的指引,有条款似乎隐含了一个前提,说分析师应该把报告给上市公司核查以后才能发表。后来征求意见时,我们就提出来这样做就没有独立性了,我们不会为了上市公司的观点而调整我们的观点。

上海证券报:目前申万研究所共有

多少人,分析师有多少?招聘研究员的要求和职业标准是什么?

陈晓升:总的接近150人,其中分析师90人,销售20人,平均年龄31岁左右。招聘时,除了通常的要求和程序外,我们更看重一个人的责任心,为机构投资者提供研究咨询服务没有责任心是不可能做好的;另外就是上进心,分析师是一个独立的研究主体,需要他有开阔的研究思维,能够不断去想新的问题,提供与众不同的观点;第三是宽容心,或者说开放的心,研究很容易犯的一个错误就是自以为是,总觉得自己是最好的,别人没有我聪明。所以一个人的心态是否开放很重要,如果很封闭,不愿意去学别人的东西,不会开放地去和别人沟通,他是做不好研究工作的。

上海证券报:2006年中万研究所进入上市公司调研的情况如何?

陈晓升:我们称申万研究所的报告是跑出来的,不是写出来的。我们的分析师很辛苦,最高的纪录是一个月跑8家上市公司,一年下来每个分析师要跑三、四十次。

上海证券报:如何看待研究员追求自己在各类传媒评选的分析师排名?

陈晓升:我们认为不应该去过分追求,可以参考。因为我们有自己的比较可行的内部评价机制,申万研究所更强调团队,我们不看重个别明星分析师,当然,我们会创造条件让更多的优秀分析师留在和我们整个团队共同成长,也欢迎明星分析师加盟,但前提是要能融入申万的团队。

上海证券报:2006年行情如此火爆,基金业绩突出,从申万研究所流出去做基金经理的多不多?面对同样看好的2007年,如何保证人才不会过度流失?

陈晓升:2005年走得少的同事,比2004年走得要少,2006年走得相对就更多了。整个行业的人才流动很正常,我们要做的就是降低流失率。2007年我们确定了以团队成长为主题的工作目标,希望能获得更快的成长速度,让我们的团队能跟上市场,因为整个团队是以年轻人为主,所以更看重成长性。

上海证券报:2006年,作为卖方分析师的报告,你们给客户带来的效益如何,你们推荐的“增持”或“买入”级股票最终的年收益如何?

陈晓升:作为国内最大的卖方研究机构之一,我们着眼于对大的行业、公司、板块的把握,让客户放心的钱,因此简单的比较年度收益可能并不是一个非常全面的标准。当然,总体来看,我们重点推荐的股票表现还是相当不错的。如去年12月初我们重点推荐的十家公司,在短短一个月内平均涨幅就达到28%,超过市场9个百分点。

## 股改就是一场启蒙运动

上海证券报:您觉得股权分置改革给上市公司带来了哪些影响?

陈晓升:我觉得股权分置改革除了通常的积极意义外,最大的意义是推动了上市公司的一场启蒙运动。尤其是上市公司高管层到一家基金公司、机构“拜票”的过程,实际上是完成了一场启蒙,让他们认识到资本是有力量。这是对中国整个企业群体的启蒙运动。

以前不少上市公司管理人员并不认为股票市场和他们的企业有多大的关联。但是全流通之后,整个中国最优秀的企业群体能够认识到中国的资本市场,不像以前只想到纳斯达克,想到美国,想到香港,他们开始重视中国的资本市场,开始接触中国的机构投资者,以前他只接触海外的投资者,认为他们是理性的,认为他们是值得尊重的,其实是片面的,中国的机构投资者已经成长起来了。这种变化很多人以前是不知道的,最起码他们现在开始认识了。

记得有一个基金公司的投资总监曾经说,上市公司老总你别天天看股价,你要看我这公司的PE值和同行业公司PE值谁高谁低,要思考这个问题,因为资本市场有一个定价功能,看市场怎么认识你。这种比较就是对上市公司管理层

多少人的影响,您如何看待这个竞争?

陈晓升:海外机构的优势在于他的全球视野、全球资源,加上他们的市场化机制,这是我们暂时欠缺的地方。但我们要和他们竞争,一条基本策略就是“基于本土的国际化”。首先我们是本土的研究机构,因为中国的上市公司、经济政策、宏观环境、市场结构、公司治理、文化、管理层和国外有很大的差别,所以我们必



陈晓升

1970年3月出生,上海交通大学结构工程硕士。

现任上海申银万国证券研究所有限公司总经理、中国证券业协会证券分析师委员会副主任委员、中国证券业协会第四届理事会理事。

1994年进入原万国证券,陈晓升历任申银万国证券基金总部直接投资部经理助理、计划统筹总部副总经理兼风险管理办公室主任等职。

2004年5月任上海申银万国证券研究所有限公司总经理以来,大力促进研究所的进一步市场化,致力于“培育中国资本市场最优秀的百年研究咨询团队”。

本报记者 徐汇操

念的提升,因为你盈利能力更强,所以给你PE值更高,那你的任务就是提高盈利能力,这是管理层最大的任务。再比如股权激励问题,股权激励在整个公司治理结构中,解决了两大问题中的一个委托代理的问题,管理层知道了我是代理股东来管理公司的,这个概念很清楚了。如果没有股权激励,没有全流通,没有启蒙运动,就不可能有股权激励。

原来不少管理层认为股价和我没关系,这主要是暂时欠缺的地方。现在他发现自己的企业没有机构投资者,而别的企业有机构投资者,为什么机构投资者这么看好我的企业,有时候我都不看好,他就开始思考了。这就是市场带来的奇妙影响力。以前他可以不理分析师,但现在就不同了,他作为全流通背景下的公众公司,就必须考虑怎样和投资者沟通、和分析师沟通、和媒体沟通。这是一个很大的改变。

## “基于本土的国际化”是最好的竞争策略

上海证券报:现在国外大行对中国市场的研究也越来越重视,您如何看待这个竞争?

陈晓升:海外机构的优势在于他的全球视野、全球资源,加上他们的市场化机制,这是我们暂时欠缺的地方。但我们要和他们竞争,一条基本策略就是“基于本土的国际化”。首先我们是本土的研究机构,因为中国的上市公司、经济政策、宏观环境、市场结构、公司治理、文化、管理层和国外有很大的差别,所以我们必

须基于本土。另一方面,在研究的方法、对市场的认识、服务客户的模式、平台建设等方面都需要尽快地和国外靠拢,甚至超越。现在和那些国外大行服务机构投资者的模式已经基本接近。

上海证券报:2005年,您在接受媒体采访时说“如果从悲观的角度看,我的目标就是再过3年,我们在这个市场上还有饭吃。这不是客套话,这是我们很强烈的一种危机感。”那么现在,您怎么评价这句话?如果再让您前瞻3年,您怎么看申万研究所的未来?

陈晓升:现在还是有危机感。现在拥有的,不一定三年后还会拥有。更何况如果在管理上或者业务上出现什么问题,人跑掉一大帮,那肯定完了。外资机构再过3年肯定铺天盖地到处都是,其他研究机构整体的研究实力也都在迅速发展,我们当然也会努力,但未来怎样谁都不好说。而且金融服务业大步发展,行业的大变化肯定是在的。

我希望再过3年申万研究所能够为所有“投资中国”的机构提供最好的研究咨询服务。只要你想投资中国A股市场,无论是境内还是境外机构,我们申万就是他最好的合作伙伴,这是我们的愿景。

再过三年,我们也希望申万研究所能为中国最具成长性的上市公司提供全方位的资本市场方案解决服务,我们和这些上市公司共同成长。我们现在已经在为很多上市公司提供专业的服务,比如上市公司的战略规划、股权激励、投资者关系顾问、收购兼并顾问服务。这些上市公司从我们所提供的专业服务中,

获得了非常好的成效,希望能从我们这里获得长期的服务,同时基于对我们前期某一方面服务的认可,希望能扩大对他们的服务范围。因为我们已经有一个研究平台做支撑,我们很熟悉中国的机构投资者,我们已经有了一支为中国上市公司提供财务顾问服务的专业团队。

上海证券报:但你既要给上市公司提供这些服务,又要做研究报告,两者会有冲突吗?会影响研究部门的独立性吗?

陈晓升:我们一开始就注意这个问题了,做服务和做研究的人是分开的。国外会把公司治理咨询服务分出来,这一块不会影响独立性,因为我在给他提供咨询服务的时候没有损害投资者利益,反而是在减少上市公司和投资者之间的信息不对称;而且,我们通过对上市公司多方面的服务,有助于提升上市公司公司治理的规范程度,有助于上市公司理清发展思路,有助于上市公司的专业化经营,有助于上市公司业绩成长。我们的出发点是希望公司的价值能在市场上得到最好的反应,我们可以帮助上市公司把更多的信息披露出来,促进它和投资者之间更好的交流。

当然,我们和所有这些上市公司签订的协议里都有一条,就是我们独立的,不能影响分析师的独立评判观点,这是一条基本原则,如果公司不认可,我们就不做这个公司的生意。我们曾经拒绝过这样的上市公司业务。我们在2006年就建立了一套内部的合规管理制度,这对保证独立性很重要。

