

■ 还原券商研报真相系列之二

“金股”成色边走边看 研报“质检”不尴不尬

□本报记者 朱茵

攀钢钒钛“天价”估值研报再次将券商研究报告推向舆论的风口浪尖，质疑之声不绝于耳，券商“研报门”风波再起波澜。再加上去年年底各券商推荐的金股基本禁不起检验。投资者惊呼，券商研报到底怎么了？

研报价值谁来断

我们的年度金股，投资者关注度很高。”某券商的一家营业部经理表示，在每年的投资策略会上，他都会给重要客户尽早发布年度十大金股，而不出所料的话，当天一些个股的表现还真是不错。不过，一提到券商的十大金股，位于江苏路的这家营业部里的投资者都纷纷摇头，“不准的，不准的”，他们对金股已经不再趋之若鹜了。金股成色不足，几乎成了普遍现象。

我们每年不推金股，也不预测具体点位。”或许是由于准确度的问题，上海一家券商研究所所长表示，投资策略会上不再推荐个股以及对市场点位的预测，我们给出的是市场趋势的判断和背后的分析逻辑”。

点位和金股只是研究观点的一种表达方式，投资者更应当关注背后的分析逻辑。”申万研究所总经理陈晓升表示，金股往往是每家机构在那个时点给出的最佳组合，研究机构在随后的几个月中会根据上市公司以及市场变化调整评级或者观点，但媒体或者中小投资者并没有完整跟踪了解。一般机构投资者则会保持跟踪，申万研究所也会通过销售将研究员观点的变化传递给自己的客户。所以，单纯从两个时点对比来断定金股的成色他认为不尽合理。

研报不是大众消费品，是专业机构的观点表达。”陈晓升认为，研究不是算命先生，作为专业的研究工作有它特定的服务对象。这一观点和安信证券的首席经济学家高善文不谋而合，高善文最近在“卖方分析师是干什么”的一文中提出，诸葛亮是卖方分析师，刘备是买方投资者，分析师的客户主要是专业机构投资人，只有他们才能够相对准确地评价分析师的价值，理解分析师的独立思考结果和对投资的意义。机构投资人一时间一地的投资未必成功，但在角色上只有他们才为分析师的工作付费，并是拥有评价权的群体。”

显然，在谁来评价分析师以及如何评价分析师上，专业机构与普通投资者存在较大分歧。中国证券报记者从几家较大型券商研究所发现，推荐股票的准确度并不是他们考核研究员的标准，基金公司打分等才是内部考核的关键。

研报“生物链”的背后

在投资者与上市公司之间，分析师担任着重要的中介作用。今年以来，多起研报事件与上市公司不无关系，甚至有上市公司干脆公告称研报内容不属实。这让投资者更加纳闷，分析师难道成了虚假信息的贩卖者？在“上市公司-分析师-机构投资者-上市公司”这一个循环的生物链条中，分析师是怎样的角色？

其实分析师也是弱势群体！”不少券商分析师抱怨，在与上市公司的关系当中，上市公司处于绝对的强势，公司出事的时候拒绝研究员调研，而特别热情地邀请研究员去调研的时候，往往又是公司有再融资想法、希望做高股价的时候。如果处理不好关系，就会被拒绝采访，没办法了解公司的真情况。如果关系好，则会有比别人获得更多的一手信息。”多位研究员坦言。这也导致很多分析师在做研报结论时，很少给出卖出评级。在研究报告存在的生物链条中，研究员既要“讨好”上市公司，又要“讨好”基金公司，常常两头犯难。

过去是靠关系作研究，现在研究的价值在不断增加。”陈晓升表示，历史上靠内幕信息换取基金公司的认可曾非常流行，但目前监管越来越多，获取内幕信息也越来越困难。同时，信息大爆炸的时代，更需要真正的研究，例如有家香港公司的一个季报就有150页，普通投资者谁会去读？未来研究越来越重要。

一位资深研究所所长表示，在所谓的内幕信息里，有敏感和非敏感之分，有些不属于法定信息披露范畴，但有助于投资判断，从分析师角度来说，需要去把握边界。例如分析师调研不应该只是问董秘，还要问客户、竞争者和上下游公司等，这些都对判断公司价值有意义。业内人士建议，未来在管理好法定信息披露的同时，还需要加强上市公司非法定信息披露，改善投资者关系，帮助企业与市场沟通，帮助市场合理定价。

独立、诚信才是根本的解决之道。业内人士认为，一方面，研究所独立运行是一条可行之道，目前国内已有几家研究所不再是隶属券商的一个部门，而是作为独立的子公司运作，这在一定程度上可避免相关部门的利益输送。另一方面，诚信与市场口碑才是检验研究员的最终标尺。

研报质检成难题

银河证券15日晚间紧急发布公告，对于此前市场关注的攀钢钒钛“188元目标价”事件致歉，由于该公司注册分析师7月9日发表的《攀钢钒钛：股价被严重低估》中出现数据计算错误，将一个原本该放到分子上的百分比放到了分子上，导致结果相差巨大。对于这种“低级”错误，是否真的事出有因？

如果你的报告发布不是前三名，根本就不会有人看。”分析师的生存法则非常实际。这也直接导致不少研究报告追求快速反应，甚至活出惊人吸引眼球。因此，研究报告的质量把关成为当前业内一大难题。大家都在拼时间、拼数量。”某券商行业分析师表示，半夜里公司行业出了消息也要爬起来写好点评，否则客户的第一印象就是别人的报告。

几家券商研究所所长均表示，因为行业的特殊性，研究报告的审核非常难，即使有贴在墙上的层层把关制度，但在时间的硬指标下，审核很难。除了时间问题，很多分析师实地调研的数据情况，也不可能再派人去重新核对。

目前我们基本的两个准则：一是分析师要有执业资格证书，二是符合公司内核风控要求，与投资部门的股票不冲突。”一位研究所所长坦言。一字不差的审核报告不可能实现，因此，很多报告发布之前会由资深的分析师来把关。

根本的解决办法还是人，还是分析师的培训。”几大研究所所长基本都认同，分析师行业过去十年来发展迅速，对于分析师的市场需求也是几何级的增长，对分析师的培训就成为关键。此外，分析师最可贵的品质是诚实。比如，在申万等研究所，如果在招聘环节发现造假行为，会被坚决拒之门外，否则难以保证今后在利益面前不造假。

这个市场能给予分析师这么高的薪水也说明了需求的旺盛和它存在的价值。”一位业内资深投资经理认为，飞速发展的证券市场，催生大量分析师和研究报告，研究报告几乎成为快速消耗品，这当中如何把握质量，则是当下的关键。



飞速发展的证券市场，催生大量分析师和研究报告，研究报告几乎成为快速消耗品，这当中如何把握质量，则是当下的关键。

GETTY图片 合成/尹建

提升研报准确性需过“三道坎”

□国信证券研究所所长 姜必新

研究报告的准确性受到三方面的影响，一是研究者的水平；二是研究数据、方法和主观假设判断的差异；三是研报更新的及时性。

首先，我们应当清醒地意识到预测是一种参考，与未来的现实结果一定会存在差异。所以，我们需要对研究报告进行自己的分析和甄别，区分研究报告的优劣以及预测的准确性。

其次，由于分析师精力所限，有些公司的研究不能持续和及时的更新，如业绩预测、投资评级等没有及时更新，从而有时会出现以前的预测与现实结果差异过大的情况。所以，我们更应关注公司新的研究报告和预测，而不是以前的研究报告和预测；需要关注报告的更新和业绩、投资评级的调整。

预测的本质

预测的本质在于不断地调整以接近实际。但由于世界的发展是由众多力量在混沌的情况下相互作用而产生的结果，经济、产业、公司的发展处在这种环境之下，要达到精确预测几乎是不可能的。

企业和行业的发展受到众多因素的影响，随着全球一体化、生产和竞争的国际化、资金流动速度的加快、信息和生产资料流动速度的加快，世界上某个角落的变化，可能会迅速波及全球。

预测不准确的主要影响因素包括：数据的测量和统计的不准确；外部变量的变化；预测的方法不同，预测结果也可能不同；主观判断不同，不同的人假设的设定和给出的数据不同，从而导致预测的结果不同。

预测中面临的种种不确定性

一是政策变化的不确定性。政策变化的不确定性非常大。政策出于其效果

的考虑，其出台往往也追求突然性和超出大家的预期，如加息的时点和幅度。就长期的变化而言，政策的趋势可以判断，如未来一段时间是采取紧缩、中性还是宽松政策，但政策持续的时间和力度很难准确判断。因为，政策本身也是随着经济发展的变化而不断人为调节的。

另外，对于国家一些特殊的行业支持和限制政策，其时点和具体的规定，以及后续的影响，就更难事先预测。很多政策只有在其出台以后，才能根据实际政策分析其对产业和公司的具体影响。

二是产业周期性变化的不确定性。产业处于周期变化之中，往往在预测的时候容易被忽略，而形成简单的线性预测。但对于周期的预测，由于受到很多因素的影响，很难准确判断未来周期的变化和力度。因此，往往要根据周期变化的最新进展，而随时对预测进行调整和修正。

三是企业变化的不确定性。企业的发展受到众多的内外部因素的影响，使得企业的发展也存在很多的不确定性。国家政策、行业景气、行业竞争、行业技术创新等外部因素的变化，都会导致企业未来盈利发生变化。企业内部也有很多不确定性的因素，包括股东的变化、管理层的变化、新业务的介入、技术创新和进步、营销政策的变化等等，各种因素都会影响企业未来的发展。

还有就是企业对于业绩的调整。这种调整包括两种类型，一种是违规的调整；为了达到某种目的而违反相关的会计、税收等法规规定，采用伪造、虚增、隐瞒等手段，调整会计利润。一种是在法规允许的条件下，进行正常的盈余管理。

而这两种都会对企业的盈利预测产生偏差，是分析师无法预测的变量。而前

一种恶意的欺诈和伪造行为，如果连审计的会计师事务所都无法辨别，作为分析师辨别的难度就更大了。因为分析师通常是在假定上市公司经过审计的报表和公开公告的文件真实可信的情况下，做出的判断。

四是数据统计问题。数据的测量和统计是社会科学研究非常重要的基础，但由于庞大的数据量和统计成本的原因，不可能做到全面的统计。因此，实际数据和统计结果之间必然存在差异。而且统计样本的不同，统计方法的不同，最终的统计结果也不同。

行业数据往往没有权威的统计，尤其是对于一些非常细分的行业领域，这也加大了预测的难度。

五是主观判断的不确定性。每个分析师由于其个人风险偏好不同，所掌握的数据信息不同，所应用的方法不同，对政策、产业周期、企业发展的判断的不同，最终给出的假设也不同。从宏观、中观到微观的假设，如政策中加息的频率和力度、产业周期的变化、行业需求和价格的变化、企业销售数量等，都存在差异的情况下，最终的预测结果也就存在差异。

提高研究水平和预测准确性

预测只有不断接近实际而很难完全与实际相符，研究报告的预测也是如此。作为分析师应当不断地提高自身业务水平，掌握更客观和准确的数据和信息来源，采用更科学的预测方法，充分考虑政策、产业、企业等多种因素的影响，审慎的做出预测。

研究的意义还在于长期的跟踪和及时的修正，只有不断的根据新的政策、行业、企业的变化进行修正，才能使得预测不断接近新的未来可能出现的结果。

研究报告背后的故事

□国泰君安研究所所长 姚伟

证券研究报告背后有什么故事呢？在此，我们分三个层次进行探查：首先是证券研究报告的作者——证券分析师是如何选拔的。其次是分析师如何收集、加工、整理背景材料和相关资料，以及研究报告的撰写步骤。最后，证券公司作为研究报告的发布主体，如何对研究报告进行审核并最终使其成为正式的对外发布报告。

证券分析师是怎样选拔的

翻开众多证券分析师的简历，我们不难发现，证券分析师们往往拥有高学历且大多出身名校，虽然“高学历+名校”并不能简单等同于高技能，但反映了证券行业的高门槛和高壁垒，确保大多数分析师的较高素质。同时，部分行业研究岗位也会引进有相应的深厚行业背景的人才，以保证相应行业分析的专业化。此外，随着量化分析等金融工程领域的需求兴起，大批具备数学、计算机等背景的高端人才进入到该领域担任量化分析师。

无论是应届毕业生还是从其他专业领域引进的人才，进入证券研究部门后，都必须至少经历两年的培养期，期间他们学习证券研究的分析思路、熟悉行业及上市公司、掌握数据的搜集处理方法等。同时，分析师必须通过证券业协会统一组织的资格考试，具备足够的专业胜任能力者会得到协会的审核许可，才可取得正式证券投资咨询执业资格证书，方有资格对外撰写证券研究报告。此后还需2-3年甚至更长的磨炼期，以更加深入地理解所研究的方向和证券市场，这是每一个成熟的证券分析师成长的必经之路。

根本的解决办法还是人，还是分析师的培训。”几大研究所所长基本都认同，分析师行业过去十年来发展迅速，对于分析师的市场需求也是几何级的增长，对分析师的培训就成为关键。此外，分析师最可贵的品质是诚实。比如，在申万等研究所，如果在招聘环节发现造假行为，会被坚决拒之门外，否则难以保证今后在利益面前不造假。

这个市场能给予分析师这么高的薪水也说明了需求的旺盛和它存在的价值。”一位业内资深投资经理认为，飞速发展的证券市场，催生大量分析师和研究报告，研究报告几乎成为快速消耗品，这当中如何把握质量，则是当下的关键。

研究报告的编写步骤

由于研究报告的种类很多，编写过程各有特点，我们这里就以最为常见的公司类研究报告为例，大概可以概括为三个步骤：

第一步，关注行业和公司动态，萌发报告思路。证券分析师日常需实时关注和跟踪行业动态变化，一旦行业或上市公司出现新的变化，即需要结合宏观环境、市场状况等相关因素，在第一时间判断其是否产生投资机会或风险，如有，则需要着手准备相关报告，并通过下一步的资料准备、实地或电话调研去验证上述判断。

第二步，搜集整理数据、构建数据模型。当确定需要研究报告时，分析师首先要做的就是从海量的公开资料中寻找所需要的信息。然后，将各种信息、数据加以筛选整理，并且结合该行业或上市公司的特性，选择应用合适的理论思路和计算方法，构建上市公司财务模型。之后，根据分析师的专业判断，预计上市公司未来几年的盈利状况，完善财务模型，并运用数据间的关系进行验证。最后，再运用合适的估值方法，给予该公司相应的估值，计算其股价的合理区间。需要特别说明的是，财务模型的构建过程，也是证券分析师的专业能力得以体现的过程。

第三步，搭建分析框架、撰写报告。单薄的观点、资料的堆砌、数据的列示，是无法取得客户及市场认可的，证券分析师还需要将各种资料形成文字，用专业的语言有理有据、逻辑清晰地论证出来，辅之以定量数据支持，这里的论证逻辑即为分析框架。框架建立之后，再加入文字、图表、定量定性的分析等，才能够使一篇报告内容丰满、逻辑清晰。

当证券分析师反复修改、论证相关结论和报告内容后，则可上传到公司专门的报告审批系统，按照固定流程接受审核，只有经严格审

核通过的研究报告才由公司统一对外发送。

证券公司审核流程和风险控制

证券公司是证券研究报告的发布主体，证券研究报告的所有权均归属所在证券公司，相关风险也由证券公司承担。对此，证券公司大都采取了相应的措施来进行审核流程和风险控制。

首先，从源头加强研究报告的质量。即对证券分析师从招聘、培训、考核等一系列环节进行筛选，专业培训和合规教育。研究报告模板有专门的格式要求，不能随意删减或更改，必须在特定位置或地方填写与之对应的内容，并在页尾就分析师的执业资格、评级标准作出明确说明。

其次，严把审核关。一份研究报告的初稿，至少需要过四至五道审核程序，才能对外发送，任何一次审核不通过，都需返回作者重新修改，直至合格方可进入下一流程，尽力避免有瑕疵或不合格的报告出现在客户面前。

需要强调的是，研究报告的免责声明也是研究报告的重要组成部分，一般来说研究报告都是该证券公司针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定，仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布，也基本不授权第三方机构转载、转发。

因此，广大投资者需要通过合法途径获取各证券公司的研究报告，若投资者经由未经许可的渠道获得研究报告，也请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。在此特别提醒，基于未来的不确定性，研究报告写得再好，也只能作为投资者作出投资决策的参考因素之一，不能取代投资者自己的判断，请投资者在自主分析判断的基础上独立作出投资决策。

关注研报的假设与前提

□招商证券研究发展中心总经理 杨晔

按照我们的理解，2011年1月出台的《发布证券研究报告暂行规定》不仅明确规定发布证券研究报告是证券投资基金业务，属于《证券法》等法规规范、证券监督管理部门监管的业务活动，同时也从三个方面界定了证券研究报告内涵与外延。

首先，就内容而言，证券研究报告提供的是对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见；其次，研究报告的制作者，是证券公司、证券投资咨询机构；第三，研究报告的发布对象，或者说研究报告的使用者，应当是符合投资者适当性原则的证券公司的客户。

证券研究报告按照研究的对象和领域，通常分为宏观经济、行业与公司、投资策略等领域的证券研究报告。一些规模较大的证券公司，则还会提供债券、基金、金融工程等方面的证券研究报告。

证券公司等机构提供的宏观经济报告，既有分析全面、数据翔实甚至专业艰深的大部头，也有短小精干，就国际、国内宏观经济形势的某一侧面发表意见的短文。其内容不外乎是宏观分析师就下一阶段经济增长、物价走势、就业、行业景气等给出的全部或某一方面的专业意见。在资本市场与宏观经济形势的关联高度紧密的今天，证券公司等机构的宏观经济报告，可以提供给客户作为判断股票市场、债券市场的趋势和波动幅度的参考，其中有关增长、通胀的关键经济指标的预测，则又构成行业分析师撰写行业及公司研究报告的关键假设和基础之一。

行业及公司研究报告不仅是是我们平常见得最多，也是投资者最为关心的一类证券研究报告。这类报告，如果再细分，则又包括行业研究报告和公司研究报告两类，前者相对“宏观”，主要涉及某个行业的景气状况及在资本市场的整体表现；后者则更“微观”，讨论的是上市公司的基本面及投资价值。

撰写行业研究报告的分析师，通常会在收集整理行业数据、公司公告信息的基础上，按照某种产业分析的逻辑框架，研究某个行业发展规律、产业组织特征及在产业结构之中所处位置，其报告的内容大体涉及行业景气、盈利等的变化，某个行业的上市公司在资本市场上整体会如何表现等等。

所谓投资策略报告，其内容主要涉及市场方向判断、大类资产配置和具体的标的的选择。海外市场，投资策略报告不仅会涉及股票，也会讨论债券、商品和国际货币，讨论资产在这些不同资产类别和不同市场的分配，以及具体投资组合的构造问题。但在国内，相对狭义的投资策略报告，则主要还是讨论股票市场的投资策略问题。策略分析师在撰写的策略报告中，一般会按照宏观经济分析师对经济形势和政策变化的判断，结合各公司行业分析师有关产业景气变化、盈利状况、上市公司投资价值的分析，再考虑市场资金流动、整体估值水平、预期、投资者行为偏好等因素，对股票市场下一阶段的波动范围和预期收益、风险进行判断，进而提出具体的行业配置和个别股票的选择方案。

需要强调的是，证券公司、证券投资咨询机构提供的无论宏观经济、行业与公司方面，还是投资策略领域的证券研究报告，都是在收集整理数据和信息基础上，根据经济学、金融学、管理学和会计学等原理，按照特定的框架和逻辑，在一定假设和前提之下，使用某些模型和分析工具，从而得到关于经济形势、行业景气、股票市场波动方向与幅度等方面的数据判断。因此，投资者在阅读证券研究报告的时候，不应该仅仅关注诸如经济增速、市场价格和投资评级、盈利预测、目标价格等结论，更要特别注意得出结论的前提、假设以及推理逻辑、分析方法和工具。