

## 序四

### 卖方研究 财报为先

中信集团 徐刚

自 1991 年中国证券市场起步以来，券商研究在黑暗中摸索了很多年。早期并没有真正的证券分析师，只有所谓的股评家。后来，券商研究定位于对内服务。直到 2000 年的时候，大家发现券商的研究工作可以对投资者服务、获取佣金，于是逐渐向卖方研究转变。尤其 2003 年“新财富”评选开启后，研究员开始进行排名，个人价值得到很大提高，卖方研究员在证券公司内部的影响力也相对在提高。但是好景不长，卖方研究市场在短暂的“蓝海”过后，很快变成了“红海”。

随着越来越多的券商研究转向卖方业务，问题逐步显露。前 5 家券商的基金佣金分仓份额从 2004 年的 37% 下降到 2013 年的 24% 左右，集中度越来越低；参选“新财富最佳分析师”的分析师数量由 2004 年的 450 人骤升至 2013 年的 1,300 人；每年发布的研究报告超过 10 万份，大部分基本属于重复劳动。研究员主要的工作范畴是分析逻辑、信息变化以及向客户提供销售服务，A 股市场近几年快速的牛熊转换，已经使得投资者对经济、市场和公司的分析逻辑不再陌生，而新的信息知识传播模式也快速消除了信息不对称，从上门路演、电话、短信、邮件到微信群、公众号，信息和分析不是一传十、十传百，而是一传万、万传亿，这些环境变化使得研究员研究的垄断地位在下降，传统的、同质化的研究方式也渐渐失去了意义。

那么卖方研究业务未来的发展方向是什么？我们认为，研究业务的未来发展会呈现出以下四大特征：（1）服务对象国际化：从单纯服务国内市场、国内投资者转向服务国际市场、国际投资者；（2）服务产品多样化：适应融资融券、对冲基金等新业务的发展，从推荐跑赢市场的股票转为多空结合，发掘可以做空的股票；（3）服务手段正规化：从坐庄荐股、内幕消息荐股到基本面荐股；（4）互联网全面渗透进服务的全过程。

而在这一卖方研究业务转型的过程中，财务报表分析作为研究员的一项基本技能，将发挥越来越重要的作用。

（1）服务对象从国内投资者转向国际投资者。QFII、RQFII 的投资额度不断扩大，沪港交易所产品互挂，QDII 投资额度扩大，合格境内个人投资者（QDII2）对外直接投资，跨境 ETF 产品和跨境债券市场……凡此种种，都使得投资者结构国际化比例越来越高。而国际市场中的机构投资者相对国内的机构投资者而言，普遍对公司财务报表、财务信息的研究更为重视，很多参加过对海外机构投资者路演的研究员发现，在路演股票时海外的基金对标的股票的财务报表极为关心，向卖方分析师提问时，问题经常围绕公司财务报表的各种比率数据展开，使得初次经历海外路演、准备并不充分的国内分析师感到了很大的压力。

(2) 随着融资融券业务发展，对冲基金将逐步壮大。对于研究业务来说，同样需要抓住这个趋势，紧密配合公司证券金融业务的发展。在选股方面，证券研究可以逐步调整“看多”的惯性，为融券卖空的客户提供合适标的。国外机构发布的研究报告看空的比例明显高于国内，甚至有专门通过做空上市公司获利的基金。“浑水”、“香椽”等公司的做空实践，或者以财务报表某一科目、某一比率的异常值为切入点，进而判断出公司业务的问题，或者直接通过报表分析认定公司财务存在严重的问题。在今后从看空的角度研究公司时，财务报表分析无疑会发挥更大的作用。

(3) 投资者结构的国际化和本土机构投资者的多元化，带来了资本市场和卖方研究的市场化。人们常说市场经济就是法治经济。卖方研究的市场化，势必带来研究手段的正规化。最近监管层对资本市场各类机构参与者内幕交易、“老鼠仓”的调查，昭示着监管层对市场化、正规化的决心。有媒体报道，“基金经理对卖方研究员说，有内幕消息也不要告诉我！”而国际市场中的机构投资者相对国内的机构投资者而言，研究手段普遍更为正规，对股票的推荐更多的来自基本面分析，而非内幕信息。很多和香港分析师一起参加过海外上市公司调研的研究员发现，在调研时通过问的问题，就可以判断研究员是来自内地还是香港：内地分析师都是围绕市场、技术、订单、增发、股价诉求等方面提问，而境外分析师所有的问题基本都围绕财务报表，因为他们笃信：公司能够公开披露的运营信息都已经在年报和公告中披露了，唯一有价值的增量信息，就隐藏在报表中。

(4) 互联网特别是移动互联网正在深刻改变着卖方研究产业链上的每一个环节。在研究标的上，各个行业的上市公司都在以各种形式拥抱互联网，如果说“鼠标+水泥”多年前还只是一个形象的比喻，那么现在，通过 O2O、P2P 等层出不穷的商业模式，互联网带给上市公司特别是传统行业上市公司的，就已经不仅是噱头，而是真金白银了。在互联网大潮“乱花渐欲迷人眼”的形势下，如何建立一套适合互联网企业的财务分析框架？如何识别企业在触网过程中的财务包装和业务包装？这些都对研究员财务方面的功底提出了更高的要求。

中信证券研究部作为国内综合实力最强的卖方研究机构之一，面对卖方研究日趋严重的“同质化”竞争，在提供传统卖方服务的同时，积极探索“差异化”的竞争战略，不断提供创新型服务。我们在国内卖方研究机构中最早组建了财务与估值组，对买方客户、公司员工提供高质量的、贴近实战的财务培训服务。包括财务培训在内的一系列培训服务，已经成为中信的特色服务、品牌服务之一。

在资本市场、卖方研究这两个浮躁的大背景下，中信证券研究部多年来一直沉下心来，脚踏实地，致力于推动研究的规范化，而财务报表分析则是研究规范化的基础。遗憾的是，多年来，市场上缺乏贴近实战、贴近资本市场的财务报表分析书籍。本书的出版则填补了这一空白。我相信，本书一定会对资本市场研究的正规化起到推动作用。

徐刚

2015年1月

徐刚先生任中信集团首席研究员。徐先生于1998年加入中信证券，曾在中信证券资产管理部、金融产品开发小组、研究部和股票销售交易部等部门担任高级经理、副总经理和执行总经理、执行委员会委员、董事总经理、经纪业务发展与管理委员会主任及研究部行政负责人（负责经纪业务及研究业务）。徐先生亦担任过华夏基金等公司董事。徐先生是中国金融四十人论坛成员。徐先生于1991年获得中国人民大学经济学学士学位，并于1996年及2000年分别获得南开大学经济学硕士及经济学博士学位。