



如何阅读研究报告

慧博投研资讯

谁在写报告？

- 证券分析师群体主要分为“买方”分析师（buy-side analyst）与“卖方”分析师（sell-side analyst）两大类：

共同基金、养老基金及保险公司等投资机构通过投资证券获得资金增值回报，该机构的分析师为本机构的投资组合提供分析报告，因而称其为“买方”分析师。

而投资银行（经纪公司）通过股票承销（IPO等）业务和经纪业务的佣金获得收入，其分析师往往向投资者免费提供分析报告，通过吸引投资者购买其承销的股票或通过其所属的公司进行证券交易来提高公司的收入，因此该类分析师被称为“卖方”分析师。



卖方和买方的差异

- “买方”分析师通过协助提高本机构投资组合的收益率，降低投资组合的风险，从而获得奖励。
- “卖方”分析师通过协助本公司提高股票承销的销售额以及股票经纪业务的成交额来获得奖励。
- 简单地讲，“买方”分析师的激励来自于提高买入股票的质量，“卖方”分析师的激励来自于提高股票交易的数量。相比之下，“买方”分析师更有动力去分析挖掘公司股票的基本价值，向投资组合推荐价格低估的股票，剔除价格高估的股票；而“卖方”分析师受到本公司争取投资银行业务的压力，较易出现偏向公司客户的误导性分析报告。



卖方的评级说明（中信）

1、投资建议的比较标准

- 投资评级分为股票评级和行业评级。
- 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普300指数的涨跌幅为基准；

2、投资建议的评级标准

- 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普300指数的涨跌幅：



投资评级

■ 股票投资评级

- 买入 相对中标300 指数涨幅20%以上；
- 增持 相对中标300 指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有 相对中标300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出 相对中标300 指数跌幅10%以上；

■ 行业投资评级

- 强于大市 相对中标300 指数涨幅10%以上；
- 中性 相对中标300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市 相对中标300 指数跌幅10%以上；

主要类型

- 晨会
- 策略报告
- 宏观研究
- 行业报告
- 公司研究
- 调研报告
- 重要事项点评
- 其他类型
- 数量化投资



报告出台的时间

- 纵观各大证券研究所推出研究报告的情况来看
- “宏观报告”主要是随着经济运行情况来发布的，一般都是对政策公布之后的解读，如各国定期发布的经济数据、财政政策、货币政策等；
- “公司报告”的推出时间不定，主要受到各个研究员何时去调研、上市公司属于的行业特征以及公司出现重大事项等等因素的影响；国泰君安的新股报告在询价前发布
- “行业报告”推出时间相对集中，多数在月末、季末和年多发布较多，国外也有根据经济运行周期性来分类推出的（复苏、过热、滞涨、衰退）；行业比较报告



报告推出的时间

- “策略报告”推出时间比较固定，一般会有周策略、季度策略、半年、年度策略；
- “晨会纪要”推出时间：每日开盘前，对当日的操作有较大参考价值；
- “其他类型”主要包括：债券基金、期货、衍生品等，一般附带推送。



研究报告的构成

- 前提假设----关键假设点是什么？
 - 我们与大众舆论的不同之处？(SW、CICC)核心假设的风险在哪里。
- 逻辑推理
 - 业绩预测和评级----估值和目标、盈利预测
- 股价表现的催化因素
 - （事件：两会、全会、经济工作会议——定期）
 - （事件：资产注入、奥运、创业板——不定期）



前提假设？

- 例1：广西糖业案例（甘蔗大面积死亡）一般股民预期糖价上涨 期市股市相关品种上涨
- 实际上：当年糖产量上升3%！
- 原因：07年甘蔗年产量1000万吨 08年产量原本应为1200，受灾害影响减产150万吨增长50万吨
- 结果：糖价并未出现预计中的上涨！



内在逻辑

■ 例2：缺电，谁最挣钱？

A:电网？不对，电网的传输量是定的，发电总量不上去。

B:原来的电厂？也不对，电厂就那么大的装机量，300W的不可能发出500W的，电价不涨还是那么点利润。

C:要多发电只有新造电厂，东方电气。学者生，仿者死，思路才是最重要的。

■ 例3：中铁二局的启示

财政政策方向—4万亿基建投资—铁路投资占比最大—中铁建、中铁受益最大—他们的风险—其他相关标的（中铁二局）



中铁与铁建

中铁:	番号	驻扎地
1	中铁一局	陕西 西安
2	中铁二局	四川 成都
3	中铁三局	山西 太原
4	中铁四局	安徽 合肥
5	中铁五局	贵州 贵阳
6	中铁六局	北京 北京
7	中铁七局	河南 郑州
8	中铁八局	四川 成都
9	中铁九局	辽宁 沈阳
10	中铁十局	山东 济南
	中铁大桥局	湖北 武汉
	中铁大桥勘测设计院有限公司	
	中铁武汉工程机械厂	湖北武汉

铁建:	番号	驻扎地
11	中铁十一局	湖北 武汉
12	中铁十二局	山西 太原
13	中铁十三局	吉林 长春
14	中铁十四局	山东 济南
15	中铁十五局	河南 洛阳
16	中铁十六局	北京 北京
17	中铁十七局	山西 太原
18	中铁十八局	天津 天津
19	中铁十九局	辽宁 沈阳
20	中铁二十局	陕西 西安
21	中铁二十一局	甘肃 兰州
22	中铁二十二局	北京 北京
23	中铁二十三局	四川 成都
24	中铁二十四局	上海 上海
25	中铁二十五局	广东 广州
	铁道第四勘察设计院	湖北武汉



如何思考

- 对研究报告的运用关键：
- 你从哪个角度去看？比如
 - (1) 他的推论合理不合理
 - (2) 有没有你没想到的地方
 - (3) 是不是有明显的破绽
- 总之，券商基金都是市场的参与者,他们都是有立场的.关键是看看他们的思路,和分析的方法,有些时候是有启迪的.



估值与戴维斯效应

- 在市场投资中，价格的波动与投资人的预期关联程度基本可达到70%—80%。而不断抬高的预期配合不断抬高的PE定位水平，决定了价格与投资人预期之间的非线性关联关系。以前这个现象被称作市场的不理性行为，更准确地说应该是市场的理性短期预期导致的自发波动。也可以称作“戴维斯效应”。



戴维斯双击效应

- 一个公司四年内的净利润增长一倍左右。EPS（每股收益）
- 从1元到2元。但是同时由于股市预期的转变，PE（市盈率）从10倍涨到60倍，那么这家公司的股价就涨了12倍。
- 应该说净利润四年增加一倍并不困难，PE持续在60才是难度所在，而牛市中达到的难度也不大。这就是戴维斯双击效应双倍放大带来的长线投资机会。

- 现在 EPS 1元，PE 10倍，对应股价10元；

- 四年后 EPS 2元，PE 60倍，对应股价120元。

- 股价翻12倍。反之依然，120元到10元



如何结合股价阶段看研报

- 股价运行主要分为以下几个阶段：
- 相对底部区域、拉升阶段、相对顶部区域、下跌阶段
 - 当股价处于相对底部区域时：
 - 在研读研究报告时，首先从研报里分析主营业务的稳定性（不管是否亏损），以防止股价再度下跌。不必过于关心目前的PE状况，而应该侧重于找出公司的业绩成长点，关心研报对未来3年的
- EPS预测。比如公司所处行业是否受到政策扶持、公司主营业务的市场竞争力等



当股价处于拉升阶段时

- 在读研究报告时，股价被拉起来说明市场已经明确了公司的盈利点，这时应该把重点放在盈利的可持续性研究上，多分析目前这种盈利点能够持续多久并且要充分了解影响盈利的各种风险。最好是把这些风险点列出来并配以一定的权重。



如何找到风险点？

■ 当股价处于相对顶部阶段时：

在阅读研究报告时，要关注公司的估值和行业的估值情况，分析是否存在高估的情况。分析股价高位滞涨的原因和公司经营风险，是否有新的增长点，以防止股价再上一个台阶。

■ 当股价处于下跌阶段时：

在读研究报告时，首先应该找出导致股价下的公司经营层面或者行业领域的因素。还可从研报里分析罗列出股价下的各个风险点，并判断风险释放是否充分。



如果运用研究报告简单选股票池

■ 分析师对上市公司覆盖的偏好:

- 1、高成长性的公司被较少的分析师覆盖。
- 2、覆盖程度中等的上市公司盈利能力最强。
- 3、大市值、低估值、低换手率的公司被充分覆盖。
- 4、股价表现最好的公司被相对较少的分析师覆盖。



统计选股

- 一般来讲有分析师覆盖但还未被充分覆盖的股票会有比较好的表现，过去一段时间针对上市公司又研究报告、但研究报告数量较少的，这类股票要加入自己的股票池；而研究报告数量相对较多的股票未来走势较弱，这些股票则应该调出股票池。
- 当研究报告中盈利预测上调的，统计来看上调之后的短期超额收益一般能持续三周，而且这种情况下大盘股的表现优于小市值股票表现。阅读不同券商的研报，对同一家上市公司各个券商研究员的盈利预测会存在分歧，统计来看，分析师对下一年的盈利预测分歧越大，股价表现越强，反之，则表现弱。
- 所以当盈利预测上调时，可选择流通盘较大的个股；当各个券商研究员盈利预测出来时，选择分歧较大的个股。



谁在看报告？

- 在 A 股中，任何一个基金经理，投资总监，私募基金，资产管理公司，投资公司，保险公司，信托公司，银行投资部门等，没有一个不去研究主流机构的研究报告的。他们可能不读报纸，可能不听新闻，但是中信、申万、中金、招商的王牌机构的晨会报告和研究报告他们不能不看。这些 A 股投资机构的大佬们会在研究报告中读到自己想要的东西，也可以说，正是这些研究报告在引导在机构资金的流向。
- 券商研究报告是所有报告中流动性最高的，对外部具有开放性，所以我们经常看到。很多人也阅读这些东西，但是觉得实用性不强，比如某个券商给某个股强烈推荐的研究评级，该股却不涨反而大跌。这样的例子很多，于是一部分人就不再信任研究报告，甚至骂研究报告，对付研究报告，我们不能全信，也不能不信，一定要仔细阅读，结合技术面和市场热点来使用，这样就会很有效。



宏观看中金和安信

- 中金公司的研究报告在业内是首屈一指，武林至尊。中金公司最大的特别是有很强的政府背景，它的分析报告最大的优势就是对宏观政策的分析和对大盘股行业龙头的分析，也就是说，中金的报告在战略上在投资策略上和宏观走向上是最有实力的，也最被各大基金经理重视。看中金就看它的宏观和大势分析。中金的研究报告分量是很重的，举个例子，中国人寿刚上市的时候，招商证券非常看多，给出的目标是一年60三年90的目标价，中国人寿应声大涨，最高于2007.1.17冲到49.48元，当天接近涨停，但是就在这个时候，市场传言中金公司要出研究报告唱空人寿，人寿于1.17下午就从涨停的位置下滑，拉出一个大阴线，从此人寿进行了长达半年的熊。所以，这就是我说的机构研究报告不能不信，也不能全信，要结合技术面和市场热点。



各券商特点

- 招商证券研究报告：相对中金的政府背景和宏观分析，招商证券的特色在于市场分析，它是绝对的市场派，在牛市中，招商证券的胆量是最大的，也是给予强烈推荐评级最多的证券公司，所以在牛市中一定要强烈的看招商证券的研究报告。
- 国泰君安研究报告：国泰君安是老牌的券商，它和其他券商不一样，这个券商的研究报告很稳。对很多公司给予的评级没有招商证券的激进。它的特点就是给予新股的研究，无论什么新股，国泰君安都有自己独特的定价模式。它的行业研究报告和投资策略报告还是不错的
- 申银万国研究报告：这又是一个勤奋的研究团队，多产而又优质。它的研究报告质量属于上等，它的投资策略特别是月度投资策略值得重视。市场部的报告也值得一看



冷静研读券商研究报告

- 券商研究报告不是“万能钥匙”。报告是在一个时点上完成的，基于现在的客观环境和政策导向对于未来的发展趋势进行估计和预测。准确的说券商研究报告是有一定的时效性的，当客观环境或者某一行业发生了突发事件，那么先前的预测就会需要修正，在市场的变化中研究结果需要动态调整，也就是常说的“与时俱进”。假使券商研究报告中得出了消费品行业将是2009年的投资机会，那么该行业的投资机会不会从2009年1月1日一直贯穿至12月31日，而是在期间出现投资机会，如果投资者未能识别到机会的来临，在机会结束后才入市，那么也不能够享受到收益，所以研读券商研究报告并不是万能的，它只是给投资者提供分析的方向，投资者可以把握机构研究的视野和思考的方向，通过二次研究来决定投资时机和投资对象。



提防券商研究报告的潜规则

- 券商并不是单纯的一个研究机构，它最重要的角色是市场参与者，所以市场中必然有其利益所在。在研究报告中偶尔会带有一些感情色彩或者是为了自身利益而做出的带有目的性的推荐，这样会让盲目信奉券商报告的投资者的投资行为适得其反，所以在资本市场里不能一味的相信或者依靠别人，在研读券商报告的基础上，结合宏观经济面，判断报告推论的合理性，是否有分析的破绽。券商报告是投资者的工具，而不是投资者的结果，要掌握券商报告中的研究方法、分析思路 and 角度，从而完善自己的投资分析能力和市场研判水平。对其推荐的股票，要考察该类股票的历史走势看是否有什么规律，并且要分析该上市公司的背景、主营业务、行业竞争力及未来可能的投资机会是否存在，而且往往研究报告中所提到的上市公司其所在行业是自己根本不了解的行业，那么这种行业中的上市公司的股票最好敬而远之。还是那句话：“投资自己熟悉的产品。”因此，要辨证的去阅读券商研究报告，而不是仅仅看报告中推荐的品种去买入。



品牌效应

- 国内外的券商也都有级别，像瑞银、摩根斯坦利等海外的投行，以及包括中金、中信、国泰、申万、国金、长江、招商等国内目前口碑较好的大行，报告的综合实力都比较高。而且这些公司的核心客户资金实力雄厚，所推荐的股票连续几个涨停的故事并不少见。常言道，树大招风，所以一般知名券商有更加高的自律性，对于研究成果的重视度会更高，暗箱操作的行为会较少。此外，还有研究员的个人品牌。投资者根据新财富历年所评选的最佳分析师，能够经常蝉联三甲的分析师，其所出的报告权威性也会较高。



多家研报比较阅读

- 投资者在研读券商研究报告时不能只看一家观点，需要博多家之所长。因为任何一个研究团队都不是完美无缺的，也不是面面俱到的。所以不同券商的研究报告或多或少都会有自身的特色。虽然国内券商的研究报告常常观点相似，但是作为一个投资者需要对自己的资金负责，这里让了解多家券商报告并不是仅仅看他们的观点不同，而是取其精髓，了解不同券商对于市场分析的侧重面、角度和分析思路。俗话说：“条条大路通罗马”，或许很多券商对于市场的研判结果都是一样的，但是他们研判和分析的过程却是千差万别的。所以，研读多家券商报告有助于投资者对于市场的全面性和完整性分析，而不只拘泥于一家券商的分析思路，能提高投资者投资决策正确性的概率。



如何汲取券商研究报告的精华？

- 第一，取数据。券商报告对于个人投资者来说，最值得汲取的一块就是数据的归类、整理、对比，个人投资者因为信息来源的欠缺，数据整理时间的缺失，都不能像券商研究员们专门花上几天的时间来整理一些行业数据。这种不是针对某个上市公司而是对于整个行业的数据，券商没有任何造假的动力和可能，都是比较翔实，来源于公开信息或者是购买的数据库资料，投资者可以放心撷取。比如钢材、有色金属、航运、地产各大券商都有行业的周报，这对长期观察和跟踪这些行业的投资者都是一个很好的信息来源。而把券商的策略报告中引用的货币数据、贷款规模、投资增速等作为自己未来投资的判断基数就是好的选择。



学会看逻辑

- 第二，看逻辑。之所以强调要看券商策略报告或者行业报告的逻辑，是因为即使数据完全正确，但使用数据的逻辑如果出问题，那么多精准的数据也徒劳。比如我们在分析航空行业的时候，知道人民币升值对航空公司有好处，因为多数航空公司是用美元贷款来买飞机，在人民币升值周期内，拼命卖空航空股逆势而为，投资则必输无疑。

券商研究员的逻辑如果是持续的，那么可以长期跟踪，比如某个经济学家对宏观把握的特别准确，那么投资者可以对他的判断和逻辑深入地分析，如果的确自成体系，那么倒是可以好好学学。如果在2007年年底看到一万点，而2008年看到3000点的主，那么就大可不必看了。当然只会永远看空的独立经济学家的观点也不值得推崇，显然对中国经济实际运行缺乏了解。



看动机？

- 第三，查动机。券商的报告写给谁看的？伴随基金、保险公司等机构实力的日渐庞大，很多券商写报告都是为了迎合基金的胃口。个股推荐的报告谨慎点看，比如海通证券的叶志刚，就是典型的老鼠仓，自己和私募买完以后再推荐研究报告，而券商的策略报告，通常不会太多陷入内幕交易，因为很少涉及到个股。
- • 出报告的金融机构大多是这个市场的参与者，要求他们的观点不带感情色彩是不可能的。单纯的感情色彩还没有什么问题，但是怕的是故意做的“虚假”报告。所以在这个市场里不要相信任何人，只有自己的判断才可信。读报告需要学的是他的思路和分析能力。



总结

- 券商研究报告的获取成本将越来越高
- 研究报告的价值是引进门和数据分析
- 券商的晨会报告一定要读，尤其是大券商
- 外资背景券商的宏观性，国际性视野更强，国内
- 券商的行业分析地道，小券商往往有关关注一些冷门股
- 券商研究所往往进行前瞻性研究，新生事物的研究，投资策略的研究等
- 研究报告只是参考，买卖还需要按照自己的系统操作



谢谢观赏

慧博投研资讯

