

财务分析理论与实务丛书

证券分析师 研究报告

市场信息的解读

RESEARCH ON SECURITIES
ANALYST

胡奕明◎著



清华大学出版社

财务分析理论与实务丛书

**证券分析师研究报告：
市场信息的解读**

胡奕明 著

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

近几年,证券市场的信息披露水平提高了,但市场是否“读得懂”、能否充分运用这些信息对上市公司经营决策进行分析并对证券价值进行判断呢?本书要回答的就是这些问题。全书分10章,首先介绍证券分析师在证券市场中的地位和作用;接着,通过针对证券分析师进行的两项调查结果并进行统计分析,考察了我国证券分析师现有的分析能力以及诸多影响因素,探讨了证券分析师工作的价值,提出了建设证券分析师市场声誉机制的设想;然后,对国外学术界众多相关的研究文献进行了综述;最后,讨论了证券分析师行业管理、资格考试等问题;在附录部分,收录了国内外多家证券公司的研究报告,作为我国证券分析师的研究报告范例。

本书适合的读者对象一类是证券行业相关人士,包括证券分析师、证券公司主管和行业主管;另一类是高等院校相关专业的师生,特别是金融专业和会计专业以及各类研究机构的研究人员。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678
13801310933

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

证券分析师研究报告:市场信息的解读/胡奕明著. —北京:清华大学出版社,2005.7

(财务分析理论与实务丛书)

ISBN 7-302-10411-5

I. 证… II. 胡… III. 证券交易—经济信息—分析 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 007637 号

出 版 者:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

客 户 服 务:010-62776969

组稿编辑:刘志彬

文稿编辑:陆涓晨

版式设计:刘伟森

印 装 者:北京国马印刷厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:148×210 印张:10.75 插页:6 字数:286千字

版 次:2005年7月第1版 2005年7月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-10411-5/F·1074

印 数:1~3000

定 价:20.00元

序

Preface

证券分析师的工作与资本市场的发展息息相关。从国外资本市场的实践来看，证券分析师的工作对加强投资者和被投资者之间的信息交流、甄别上市公司质量、提高市场效率、合理配置资源发挥着至关重要的作用。现代企业所处的经营环境变化不定，交易复杂程度大大提高，信息披露趋向专业化，投资者和被投资者之间的信息趋于不对称，这就使得资本市场需要专门的人员来对信息进行收集、处理和析，而证券分析师的工作恰好满足了市场的这种需求。证券分析师根据自己的分析向投资者提供建议，他们的工作本身就是一种强大的市场监督力量。因此，在一个成熟的资本市场里，必然存在着一支专业的证券分析师队伍。

在国外，证券分析师有的也称注册财务分析师。证券分析师总体上分三类：买方分析师、卖方分析师和独立第三方分析师。买方分析师一般受雇于基金一类的机构投资者，他们要对证券的收益和风险进行分析和比较，向自己所在机构的管理层提供投资决策建议和参考。卖方分析师则受雇于一般的证券经纪公司，他们向个人和机构投资者提

供研究报告和投资建议。独立第三方分析师一般来自与证券业务没有什么联系的单位，如专门的研究机构和高校等，他们的研究立场更客观、公正。但无论哪一类分析师，他们的工作最直接的效用就是提高投资理性，特别是大型机构投资者的行为理性。而投资理性需求的增长，反过来也推动了证券分析业的大力发展。

目前我国证券分析师大多是卖方分析师，买方分析师很少，独立第三方分析师更少。但近一段时间以来，随着我国证券市场中机构投资者力量的逐步发展，买方分析师增多，整个分析师队伍正在逐渐扩大。一些证券公司有了相对独立的研究部门，专门从事证券价值的分析和研究工作。分析师的研究报告开始有了“明码标价”，他们开始关心自己研究报告是否真正对投资者的决策有用。很高兴看到的是，我国独立第三方分析师队伍也正在形成当中，一些独立的专门的研究机构正在兴起，一些高等院校的分析人员也正在加入这支队伍。

证券分析工作主要分两部分，一部分是宏观分析，另一部分是微观分析。微观分析中又有技术面分析和基础面分析之别。过去我国的证券分析工作大多只注重宏观和技术面分析，对基础面分析重视不够，这一方面表现为分析师分析技能和工具存在欠缺，另一方面也表现为分析师知识结构存在一定的缺陷。进行证券分析，数据库非常重要，另外还需要许多特殊的软件分析程序。而在这方面我国证券公司积累得还不够，特别是在大型数据库建设和数据深度开发方面还有待加强。作为分析师，行业分析主要依赖于其对行业的熟悉和分析判断能力，公司分析则依赖于其对公司经营状况和财务状况的分析和判断。这些都需要高度专门化的知识支持，需要丰富的经验和高

超的技能。这就对分析师如何提高自身的分析能力和分析水平提出了更高的要求。

在各种证券分析中，价值分析是核心。如果一个市场不能判断一种证券的内在价值，那么投资者投资行为的意义又何在呢？国外有人说过，“股价是算出来的。”这话有一定道理。

“算”体现的是一种理性，是市场的一种逻辑。“算”的意义，不在于某个分析师某次计算“准”或“不准”，而在于“算”意味着市场在关注、在分析。一个人也许“算不准”，但几十人、几百人就会得出一个统计意义上的结论，从而形成一种市场观念。

新兴市场对证券投资价值的估计常常存在很大的偏差，导致投机盛行。证券价格与其内在价值脱节，证券市场与整个宏观经济之间关联性差，这恰恰是市场幼稚的表现。证券价值分析的作用，就是将市场价格与其内在价值联系起来，从而将证券市场与整个宏观经济联系起来。证券的内在价值取决于发行证券的公司的价值，而公司价值与整个宏观经济是相关联的。因此，只要将市场价格与公司价值相联系，证券市场和宏观经济之间的联系就必然会形成。

价值分析常见的方法有自由现金流折现方法、剩余价值会计方法、经济附加值方法以及各种比价方法等。在综合分析各类影响因素的基础上，分析师建立自己的预测和估价模型，这样，分析师就会把证券价格与证券的内在价值联系在一起。目前国外分析师已有比较成熟的分析模型，但这些模型并不能直接应用于国内，因为模型的假设前提不同，所需的会计信息和其他信息也存在很大差异，这就需要国内的分析师做大量的工作，尽快掌握并建立自己的价值分析模型，力图在价值分析理

论和方法上有所创新。

当前，我国证券投资基金规模不断扩大，保险资金直接入市的条件已基本成熟，社保基金也在加大入市比例。投资回报的压力、证券组合管理的需要，迫使机构投资者提高其投资决策水平，更加重视证券分析工作。同时，各类投资者对证券服务的需求不断增强，证券服务行业竞争局面的形成。这一切都形成了对专业证券分析师的需求，而有需求就会有发展。可以断言，我国证券分析行业发展的时机已经到来。

相信在学术界和实务界的共同努力下，人们对证券分析师的认识将更为充分。随着我国资本市场的蓬勃兴起，我国证券分析师行业也必将获得迅速发展。

上海证券交易所副总裁

方星海

2004年9月20日

前言

Foreword

证券市场要发挥其优化资源配置的功效，要体现市场监督的力量，有三个环节是必不可少的：信息披露、市场评价和市场作用。俗话说，“阳光是最好的防腐剂”，就是强调信息披露。有了一定的透明度，市场才有评价的基础。但是，有了良好的信息披露，却没有人进行判别、分析，作出科学、合理的评价，市场的功效仍然发挥不出来。而且，即使有人能分析这些信息，并能作出合理的判断，但市场行为与这些评价丝毫没有关系，市场同样也发挥不了作用。因此，这三者是环环相扣，密切联系的。

证券分析师与这三方面都有关。首先，对信息进行分析、评判，是证券分析师的主要工作。根据有关信息，分析师可以对上市公司的经营状况加以分析，对公司投资、筹资等经营决策的适当性加以评判，最后得到关于上市公司证券价值的一个估计。其次，由于证券分析师是专业的分析人员，其研究报告和建议常常被投资者采纳，这样就把市场行为和证券分析师的工作联系起来了。再次，要分析公司的经营状况，也导致了分析师对信息披露的要求，因为高质

量的披露会让分析师的评价更准确。可见，分析师在证券市场中有着重举足轻重的地位。

继安然事件以后，美国证券市场不断爆出财务丑闻，如环球电信、施乐、世界通信、美国在线时代华纳等。证券分析师在这些丑闻的曝光中发挥了重要的作用。例如美国阳光电器公司的丑闻，就是首先由一位名叫巴隆的证券分析师揭发的。1996年，一位在华尔街备受推崇的重组高手邓拉普就任阳光电器公司的首席执行官。上任后一年多，该公司的财务状况看上去改观不小。但细心的证券分析师通过比较财务报表历年数据、分析销售的真实性，发现该公司有编造利润、粉饰报表之嫌。一石激起千层浪，投资者在事实面前纷纷抛售其股票，令股价受重挫。“重组高手”的神话霎时破灭了。华尔街证券分析师的“厉害”由此可略见一斑。

近几年来，我国证券市场也发生了许多类似的事件，如“银广夏”事件、“蓝田”事件等。发现财务造假的，首先也是市场。例如首个披露“银广夏”事件的是《财经》杂志。该杂志记者通过调查银广夏的实际生产能力，并将其与公司披露的数据相比较，在业内专家的反复验证下，确定该公司是在编造谎言，虚构利润。最后通过在海关对公司进出口情况的取证，更支持了记者的判断，由此，拉开了“银广夏”一案的序幕。另一个例子是蓝田股份。当时，中央财经大学研究员刘姝威在分析了蓝田的财务数据之后，发现该公司在偿债能力、销售收入和公司资产方面存在严重问题，即在2001年10月26日《金融内参》上发表了名为《应立即停止对蓝天股份发放贷款》的600字

的短文，导致该公司的舞弊行为最终被揭露，并受到严厉处罚。

证券分析师对证券市场发展的重要性是不言而喻的。然而，我国证券市场是个新兴的市场，证券分析师行业是一个非常年轻的行业。我们的证券分析师能否发挥像发达市场中证券分析师的作用？有的人认为，我国证券分析师还不是真正意义上的分析师，他们的工作没有做到点子上，譬如股评绝大多数是技术分析层面上的讨论，分析师对上市公司财务状况、经营管理的批评太少；还有的人认为，我国证券分析师的工作在市场上没有需求，甚至认为我国证券市场上信息已有“过度披露”之嫌。为了对我国证券分析师工作有一个较为全面、深入的了解，2002年5月，我们向上海证券交易所申请了一项联合研究课题——“我国证券市场信息分析和适宜能力的现状调查”（编号83546555472），开始了对我国证券分析师及行业的研究。

根据课题研究计划，我们作了两项调查：向证券公司的分析师发放调查问卷，以及收集对分析师已有的分析结果——年报评论类文章。上述两项调查构成了我们了解我国证券分析师基本现状的基础，形成了本书的第3章、第4章。这两项调查的数据构成第5章、第6章和第7章的数据基础。第5章和第6章考察了分析师能力以及诸多的影响因素，还从分析师结论是否具有一定的独到性和对公司未来经营业绩的预示性分析了国内分析师的分析水平。第7章专门就提高分析师水平的声誉机制的构建进行了深入探讨。第2章是对国外学术界就证券分析师方面的研究文献进行的一个综述。此外，我们还对分析师基本概念、行业管理、资格考试等问题进行了研究，分别形成了本

书的第1章、第8章和第9章。最后，比较了中外分析师的成果形式——研究报告，形成第10章，对研究报告的规范性、法律责任如何明确等问题进行了探讨。

这些研究结果显示，当前我国证券分析师行业还存在一些问题：首先，分析师自身的分析能力和分析水平有待提高。现有信息特别是会计信息还有充分运用和深入挖掘的空间，分析师的“产品”除了要继续保持规范，各证券公司还应树立自己的风格和品牌，在实质内容上取得突破和改进。证券分析师要能够对公司的经营状况进行评判，对其经营决策和管理层加以批评，还要能够进行估价，并给出明确的投资建议。其次，要重视证券分析师行业管理工作，特别是相关法律法规的建设。这一方面是对证券分析师的保护，同时也是对投资者的保护。还有一个问题就是证券分析师资格考试和后续教育的设计和承接问题，目前这方面工作尚未很好地规范起来。第三，无论在证券市场还是公司内部即业内业外，都要力图建设良好的分析师声誉机制。这一机制一旦建立，一批高水平的分析师就会脱颖而出，进而有助于带动整个行业的发展。

值得一提的是，自2002年调查到现在不过短短两年时间，我们发现国内证券分析师的进步是非常大的。特别是近一两年，分析师的水平在不断提高，工作规范与国外的已非常接近，尤其是分析师提供的研究报告，国内一些大券商提供的研究报告与国外的报告至少在形式上已非常接近了。此外，在分析内容和手法、分析师的团队工作方式，以及券商内部对分析师的激励机制等方面，都有了实质性的改变。目前国内分析师感到最需要的知识主要有两个方面，即证券估价和高级会计。这也

是我们继前面的调研工作之后，在这一领域打算继续深入下去的地方。在我们后面的工作中，将推出一系列与报表分析和估价有关的著作，以促进我国证券分析师总体分析能力和分析水平的提高。

全书由胡奕明教授统纂。南加州大学 Leventhal 会计学院林文雄教授参与第3章和第5章的写作，上海财经大学饶艳超博士参与第1章、第8章、第9章和第10章的写作，王玮璐硕士参与第3章的写作，陈月根、李鹏程硕士参与第4章的写作，沈光明、岑江华硕士参与第6章的写作，孙聪颖硕士参与第2章的写作，并和王军硕士一起参与第7章的写作。

在课题的研究及本书的著述过程中，还得到中国证监会屠光绍副主席、上海证券交易所方星海副总裁、上海证券交易所研究中心胡汝银总监，上海证券交易所研究中心卢文莹博士、傅浩博士，上海申银万国研究所黄燕铭经理，和廖绪发先生、光大证券研究所邓红梅女士、交通银行陈建勇先生、USbancorp 公司、美国南加州大学林文雄教授、Shiing-wu Wang 教授，清华大学出版社刘志彬编辑、陆涓晨编辑等多方面的支持和帮助，在此我谨代表本课题组成员和本书全体作者向他们致以衷心的感谢。

胡奕明

上海交通大学安泰管理学院

公司财务研究中心

目录

Contents

序 I

前言 V

第①章 证券分析师与证券市场的发展 1

1.1 证券分析师的称呼和含义 2

1.2 证券分析师的类型 3

1.3 证券分析师的主要工作 4

1.4 证券分析师的影响和作用 7

第②章 实证研究回顾：证券分析师业绩及其影响因素 15

2.1 业绩衡量标准 16

2.2 对证券分析师业绩的分析 19

2.3 业绩影响因素 37

2.4 目前对我国证券分析师的研究 63

第③章 证券分析师的信息来源、关注域与分析工具 ——基于问卷调查的分析 83

- 3.1 有关文献的简单回顾 84
- 3.2 问卷设计与调查对象 85
- 3.3 证券分析师的工作 88
- 3.4 证券分析师的信息来源 89
- 3.5 信息关注域：年报中的信息 91
- 3.6 证券分析师使用的分析工具与方法 97
- 3.7 对会计信息质量的认识 100
- 3.8 研究结论 102

附录：证券经营机构证券分析人员
调查问卷 104

第④章 透视年报分析：证券分析师的信息解读能力 111

- 4.1 研究设计 111
- 4.2 从事年报分析的人员变化情况 114
- 4.3 管理信息及其变化 115
- 4.4 会计信息与财务分析 120
- 4.5 预测数据 125
- 4.6 利用到的其他信息 126
- 4.7 分析方法 128
- 4.8 证券分析师的分析结论 129
- 4.9 本项调查的主要结论 131
- 4.10 实际情况与问卷调查
的差异分析 133

第5章 信息关注深度、分析能力与分析质量 137

- 5.1 相关文献的简单回顾 138
- 5.2 研究假设与模型 142
- 5.3 有关变量的描述性统计 146
- 5.4 信息关注深度影响因素分析 147
- 5.5 影响分析能力的诸因素分析 149
- 5.6 影响分析质量的诸因素分析 151
- 5.7 信息关注深度、分析能力和分析质量
三者之间的关系 153
- 5.8 结论与建议 156

第6章 证券分析师见解的独到性与预示性 159

- 6.1 问题的提出 159
- 6.2 相关理论与研究假设 161
- 6.3 样本选择与研究设计 165
- 6.4 统计结果分析 171
- 6.5 研究结论 182

第7章 证券分析师关注自己的声誉吗 187

- 7.1 引言 187
- 7.2 文献综述与研究假设 190
- 7.3 研究设计 194
- 7.4 实证分析 198
- 7.5 研究结论 206

第⑧章 证券分析师行业管理比较 209

8.1 国外证券分析师的监管 209

8.2 中国的证券分析师行业及其管理 226

附表 AIMR 1999 年 5 月修订的《道德操守和专业行为准则》(Code of Ethics and Standards of Professional Conduct) 234

第⑨章 证券分析师的资格认定 239

9.1 资格要求 239

9.2 资格考试 244

9.3 我国的资格考试 249

附表 1 由美国全国证券交易商协会 (NASD) 管理的资格考试系列列表 252

附表 2 香港分析师申请进行不同类别活动所需认可的行业资格及有关考试 255

第⑩章 中美证券分析师“公司研究报告”之比较 259

10.1 美国证券分析师公司研究报告剖析 259

10.2 我国证券分析师公司研究报告剖析 266

10.3 中美证券分析师研究报告比较 270

附录 1 Laboratory Corporation——US Bancorp 277

附录 2 盐田港——光大证券有限责任公司 285

附录 3 中青旅——申银万国证券研究所 293

证券分析师与证券市场的发展

证券分析师^①(securities analyst)最初起源于美国,主要从事与债券相关数据的收集工作,同时也做一些证券投资分析工作,但并没有受到公众的关注。直到1925年首家分析师组织——芝加哥分析师协会的成立,证券分析师的影响才开始逐渐扩大。1929年爆发的席卷全球的经济危机,使原本以投机行为为主导的证券市场意识到股票价值分析的重要性,并开始关注发行证券公司的基本面,证券分析师的工作才开始得到社会的认同。为规范证券市场,1934年美国证券交易委员会先后颁布了许多法律法规,其中包括各项对发行证券公司基本信息披露的规范要求。这些法律法规的出台,使得证券分析师收集数据的工作变得更加方便、分析结果更趋准确。分析师的工作对培育市场理性、提高市场效率、推动市场发展具有不可磨灭的贡献。证券分析师作为一个专门的职业开始显现出其巨大的社会价值。

^① 证券分析师也称财务分析师。证券分析师(securities analyst)是最传统的称呼,是指所有进行证券投资分析工作的分析师群体,包括那些从事个别证券分析的分析师。目前采用这一称呼的国家有美国、日本、加拿大、韩国和泰国等。财务分析师(financial analyst)是目前在全球应用较为广泛的另一称呼,指那些受聘于银行、经纪公司、咨询公司或基金公司,应用各种分析技术专门对发行证券公司进行研究并提供研究报告和买卖建议的群体。