



Education 买方分析师、卖方分析师的必备宝典

BEST PRACTICES FOR EQUITY
RESEARCH ANALYSTS:
ESSENTIALS FOR BUY-SIDE AND SELL-SIDE ANALYSTS

证券分析师的 最佳实践指南

(美) 詹姆斯 J.瓦伦丁 (JAMES J.VALENTINE), 特许金融分析师 (CFA) ◎著

王洋◎译



确保每次股票推荐均具有价值

避免估值和股票选择中的各种陷阱
影响他人根据股票推荐进行投资



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



Education

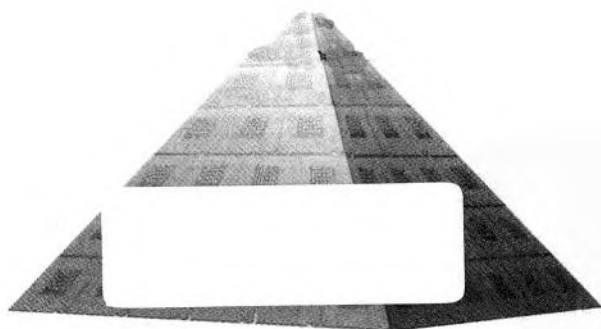
BEST PRACTICES FOR EQUITY RESEARCH ANALYSTS

ESSENTIALS FOR BUY-SIDE AND SELL-SIDE ANALYSTS

证券分析师的 最佳实践指南

(美)詹姆斯 J.瓦伦丁 (JAMES J.VALENTINE), 特许金融分析师 (CFA) ◎著

王洋◎译 刘振山 特许金融分析师 (CFA) 校



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书是作者十多年行业研究员生涯的经验总结。从识别股票行业周期、如何做股票的盈利预期、如何掌握影响股票价格的定量及定性因素、如何进行股票推荐及如何与客户进行沟通等方面对一个行业研究员在实际工作中所涉及到的方方面面均作了完整的阐述。特别是作者通过列表的形式将每一具体内容总结成若干条经验指南，为从事行业分析的金融分析师提供了一本难得的案头参考。

James J. Valentine

Best Practices for Equity Research Analysts: Essentials for Buy-Side and Sell-Side Analysts

978-0071736381

Copyright © 2011 by James J. Valentine

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

版权© 2011 由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

本书引进版权登记号：01-2011-2376

图书在版编目 (CIP) 数据

证券分析师的最佳实践指南 / (美) 瓦伦丁
(Valentine, J. J.) 著; 王洋译. —北京: 机械工业出版社, 2012. 1
ISBN 978-7-111-37027-7

I. ①证… II. ①瓦… ②王 III. ①股票投资—指南 IV. ①F830. 91-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 282180 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑: 李新妞

责任编辑: 李新妞 解文涛

责任印制: 乔宇

三河市宏达印刷有限公司印刷

2012 年 1 月第 1 版 · 第 1 次印刷

180mm×250mm · 23.5 印张 · 1 插页 · 353 千字

标准书号: ISBN 978-7-111-37027-7

定价: 78.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心: (010) 88361066

门户网: <http://www.cmpbook.com>

销售一部: (010) 68326294

教材网: <http://www.cmpedu.com>

销售二部: (010) 88379649

读者购书热线: (010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

[序言] PREFACE

我非常享受自己在华尔街的职业生涯。周围的客户思虑周全，合作团队才华横溢，研究成果令人受益颇多。但是在这 16 年的工作中，我注意到诸多来自业界人士对股票研究报告质量的诟病。在这个行业中，我们从不缺少天资聪颖、吃苦耐劳的人，但为什么会缺少大量具有全球水平的高质量研究报告呢？我不确定我的研究是不是能完全解决这个问题，但是至少我得到了一个主要结论：尽管现在的确有一些质量控制流程，但却为数不多。另外，为证券分析师提供的专业培训实在是少之又少。

大家可以想一想：一个经验丰富的投资组合经理需要依靠公司内部的买方分析师和外部的卖方分析师所提供的精确、有洞察力的投资建议来作决策，而这些投资建议可以影响一笔投资上百万、上千万甚至上亿美元的回报。但实际上，这些证券分析师大多是依靠自己的工作经验和多年前学到的似是而非的课堂知识来作出这样的决策建议的。除此之外，他们大部分也都没有接受过专业的职业培训。事实上，我们这行还有一点依赖中世纪的学徒制培训模式的意味，而通过这种模式培养出来的徒弟，最多也只有跟师傅相当的水平。可是，当今社会，在医药、法律、会计行业，甚至是专业水管工和电工行业都已经淘汰了这种做法，他们要求从业者学到最佳操作技能，再通过有效认证才能上岗。与之相比，我们这一行里最类似的资格认证就是 CFA 认证^①，它虽然具有极高的可信度，但也并不是从事这一职业所必需的资格（其实仅有很小一部分股票分析师获得了 CFA 认证）。

①Chartered Financial Analyst, “特许金融分析师”。——译者注

情况到底能有多糟？我首先要说，我见过很多优秀的买方分析师和卖方分析师——他们深谙如何获取超额利润之道。但不幸的是，这也只是凤毛麟角。我在全美四家最大的卖方公司都工作过，亲眼见到了太多经验不足的证券分析师在没有确切依据时就建议买入一只不怎么样的股票（当然也包括我自己，在我职业生涯开始的前几年也犯过同样的错误）。更糟的是，很多情况下卖方分析师做了很好的研究，但是他们无法有效管理自己的信息沟通渠道，从而让客户完全认可这些结果。

买方这边的情况也没有多乐观。从我和客户每个月 100 到 150 次的谈话中可以看出，有太多的买方分析师在工作时其实很痛苦，尤其当他们无法识别出哪些因素会对他们持有的股票产生重大影响时，就更难作出决定了。有时候，我会和买方分析师通电话，探讨他们持有的某只股票。挂掉电话的那一瞬间，我就开始纳闷儿他们怎么会不知道一些影响这只股票价格的基本因素。下面是我在工作过程中听到的一些真实评价，这些应该可以充分说明我的观点了。

- “我不想碰那只股票，因为我担心会有罢工。”（但是这家公司里没有工会，而且假如它的竞争对手有工会组织，他们也可以从罢工中获益）
- “我们把‘运输’股票出手了，因为油价有可能会上涨。”（但是这家公司通过调整燃油附加费带来的利润很高，在油价上涨的时候其边际收益率反而会扩大）
- “我会推荐这只股票，因为我们看多乙醇市场。”（但是在公司总收入中来自乙醇的收入还不足 1%，即使出现更好的市场行情，这项收入在 5 年内也不会超过公司总收入的 3%）

如果这些人是在用自己的钱做投资，我倒是比较能理解他们对公司基本状况的误解。但他们是在用别人的钱做投资——那些人完全信任这些分析师，以为他们非常了解股票投资，但是事实却不完全是这样。一位有 10 余年经验并管理着超过一千亿美元资产的买方分析师最近也强调了这一点，他表示：“华尔街正在缩水，因为有一大批投资者正在远离股票。”为了补救

这种信任问题，他相信“任何想在这个行业里成功的人都需要按照一种最佳实践指南行事”。（正是他的这一想法启发了我，并最终确定了本书题目。）

2006年，在做了14年卖方分析师之后，我决定尽自己的绵薄之力来帮助提升整个行业的水平。我进入了自己独创的全新角色中，为我们公司股票研究部门的1 000多名员工开发了一个全球性的培训项目。根据我多年做股票分析的经验，我开始归纳和总结股票分析师的最佳实践指南，之后我又通过和其他卖方公司、买方公司的业内人士进行了一系列的访谈来进一步深化这些策略。

我建议证券分析师应该努力遵循最佳实践指南，尽管在一些经验丰富的业内人士看来，这可能是一种过于理想的状况，他们都觉得“一名证券分析师不可能完全做到这些”。这一点我并不反对，对于很多证券分析师来说，他们根本没有足够的时间来遵循这些实践指南。例如，很多买方分析师需要一个人同时关注超过50只股票（或者有些卖方分析师需要一个人同时关注超过20只股票），相对于可分配到每只股票上的时间而言，他们的努力将无异于杯水车薪。其实，我觉得只有那些在市场上表现不佳的人们，才会对遵循这些最佳实践指南颇有微词。目前，这个行业存在着严重的业绩问题，但似乎没有人知道该怎样去补救。（标准普尔的最新数据表明，在过去的五年中，60%的美国股票基金的表现都低于基准业绩，尽管在过去三年中这一比例降低到了56%，但这还是非常令人失望的。）对此，我倒是有个对策：即减少每位证券分析师所关注的股票数量。并不是说我们不需要通用型分析师了，而是建议把他们归类为投资组合分析师，或者投资组合分析师助理，等等。这本最佳实践指南将有可能帮助到所有的股票分析师，但主要是旨在帮助那些以自下而上的视角关注股票的证券分析师，以及那些没有同时关注太多只股票的证券分析师——这才是最重要的。

如果你不知道应该怎样确定这些实践指南的重要性，我建议新手证券分析师首先应该重点关注第一部分，因为第一部分讨论的问题是一名证券分析师所有工作的重心。经验丰富的证券分析师可以根据自己所面临的问题有所侧重点地选择阅读，并进行重点关注：①识别并管理关键因素（第八章）；

X | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

②情景预测（第十八章）；③提高推荐股票的水平（第二十章、第二十一章）。或者也可以首先阅读本书中标有“最佳实践指南”的所有图表，之后再次阅读你最感兴趣的章节。

本书试图解决买方分析师和卖方分析师在工作中都会遇到的典型问题，如果一个解决方法对于双方的作用存在明显差异，我也会进一步阐述相应的解决方案。需要注意的是，本书中所提到的最佳实践指南都是我自己的团队或受访者在实际工作中使用并验证过的。在引用他们的原话时，我会提到他们的名字供大家参考，但遗憾的是，有一些公司不允许我在书中提到他们的名字。（因为摩根士丹利允许我在书中提及公司分析师的名字，所以这也是为什么在本书中他们出现的频率要远高于其他的公司。）本书提供的最佳实践指南中，有些看起来几乎无法实现，但的确有人做到了。就像人们常说的那样，只有定下目标，才有可能去实现它。

这本书不仅仅能帮助分析师取得进步，还能让他们更具竞争力，在同行中脱颖而出，成为最优秀的 10%。这不是一本教科书：我写这本书的目的也不是想一遍又一遍地重复学校里老师讲过的概念，而是想深入浅出地谈一谈卖方分析师和买方分析师需要什么样的素质来出色地完成工作。在我开始总结这些最佳实践指南的时候，我希望能收集到很多材料来阐释一个话题，材料越多就能阐释得越充分。但是限于篇幅，很多话题我都没有展开讨论。我写这本书的初衷是想讲明白这个行业中的成功人士所必备的全部技能和知识，但其实在一本书里囊括证券分析师应掌握的所有知识也是一件不现实的事情，尤其是想讲清楚关于会计、统计、股票估值、技术分析等复杂课题的时候，更是难上加难。因此，我希望在看过这些最佳实践指南之后，证券分析师们至少应该可以发现自己的不足之处。从现在开始，你们面临的挑战就变成了如何获取更多知识，完善这些技能。本书中插入的最佳实践指南图表，旨在帮助证券分析师们以最快、最直接的方式来掌握自己的任务。由于篇幅所限，读者可以访问 AnalystSolutions.com 网页以获取更多的补充信息。另外，我还非常鼓励读者到 AnalystSolutions.com/book 网页来分享你的最佳实践方法或者做出额外的补充。我希望能有越来越多的人参与其中，跟大家分享更多的最佳实践方法。

在我自己还是一名证券分析师的时候，我深信对客户开诚布公可以让他们看到我的潜在主观偏见（或利益冲突）。正是基于这样的精神，在这里我需要跟大家强调，在写这本书期间，我使用了 FactSet 数据库（对此我非常感谢），还从摩根士丹利那里拿到了很少量的非归属权股票分红（这是我的在职补偿金的一部分），但是我并没有实际持有这只股票。除此之外，我没有从任何在本书中提到的公司或供销商那里收取任何费用。

在我看来，世界上没有比证券分析师更好的职业了。如果你表现出色，你实际上就是自己的老板，可以自由决定怎么支配自己的时间，还能几乎完全决定自己事业上的成功。在工作中你还可以频繁接触到许多非常犀利的人。生活中每一天都是全新的一天。如果你喜欢旅行，你也可以借工作之便到访无数的地方。噢！我差点忘了提我们的薪水了，也不低呢！那些经常抱怨这个行业的人，包括在颁布了美国证监会条例 FD（Regulation FD）——上市公司信息披露条例^①和斯皮策和解协议（Spitzer Settlement）^②之后说这个工作“一点也不好玩了”的人，我倒很想知道你们还能找到哪些更好的工作。我希望本书能够给业内人士提供一点帮助，让他们阅读之后能够有所收获。

①美国证监会上市公司信息披露条例，旨在防止上市公司向市场专业人员及若干股东作出选择性披露。证券分析师撰写的研究报告可能反映出有关分析师或聘用他们的公司在财务或其他方面的利益冲突。为使投资者不会被不客观的及未达诚信要求的报告所影响，有必要在可能的情况下，消除这些利益冲突。如果有冲突无法消除，则应向公众清楚说明有关冲突的细节。上市公司信息披露条例（Regulation Fair Disclosure）的条文：“当发行人，或其任何代表人，向少数人士披露有关发行人或其证券的重要非公开信息时，若属于故意的披露，则发行人必须同时向公众作出同样的披露，若并非故意披露，则必须尽快作出同样的披露。”——译者注。

②在互联网泡沫破灭之后，出现了大规模的公司财务丑闻，纽约检察总长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）对美林、摩根士丹利等华尔街赫赫有名的投资银行进行了突击检查。原本矢口否认有任何错误的美林在铁证如山的情况之下，不得不向客户和投资者道歉，并在检方可能以刑事罪名起诉的压力下，最终同意支付 1 亿美元的罚款，与斯皮策达成了和解协议。之后斯皮策宣布与华尔街 12 家最大的投资银行达成总值为 15 亿美元的和解协议，要求金融机构必须设置内部的界线，使得因业务需要而获得许多公司内部消息的投资银行家不得将该机密泄露给在同一家金融机构工作、却不被允许获得内部消息的交易员和证券分析师。——译者注

[致谢]

首先我要感谢诸多朋友和同事：Lauren Bloom, Chad Bruso, Dorris Dolph, Hunter DuBose, Chris Gowlland, Elmer Huh, Bob Jones, Barbara Lougee, Kurt Moeller, Quentin Ostrowski, Judy Sheehan, Barry Sine, Emma Valentine 和 Chris Wright, 他们花费了大量的时间帮我定稿和校订。

我也要感谢所有为本书提出建议和意见的朋友和同事, 所有帮助我在这一行业不断前进的人, 以及许多为本书提供最佳实践指南建议的优秀分析师: David Adelman, Ajit Agrawal, Christine Arnold, Reena Bajwa, Jay Bennett, Rich Bilotti, Michael Blumstein, Bob Brizzolara, Celeste Brown, Nathan Brown, Zach Brown, Jeff Burton, Mayree Clark, Doug Cohen, Jim Crandell, James Crawshaw, Christina Dacauaziliqua, Darius Dale, David Decker, Ridham Desai, Christian Drake, Michael Eastwood, Jason Eiswerth, Robert Fagin, Simon Flannery, Casey Flavin, Phil Friedman, Steve Galbraith, Steve Girskey, John Godyn, Rory Green, Bill Greene, Michael Griffiths, Gem Guiang, Ian Gutterman, Phil Hadley, Nick Harness, Trevor Harris, Tony Hatch, John Havens, Shora Haydari, Matt Hedrick, Alison Henry, Marvin Hill, Allison Hirsch, Dickson Ho, Barry Hurewitz, Vlad Jenkins, Drew Jones, Rupert Jones, Hani Kablawi, Jane Kamneva, Jeff Kanter, Ronny Kaplan, Allison Kaptur, Ed Keller, Evan Kurtz, Michelle Leder, David Lee, Chris Leshock, Mark Liinamaa, Steve Lipmann, Dario Lizzano, Adam Longson, Steve Madonna, Mike Manelli, J. P. Mark, Gerson Martinez, Mike Mayhew, Brian McGough, Mary Meeker, Greg Melich, Ron Monaco, Suzanne Morsfield, Jack Mueller, Todd Neel, Peter Nesvold, Matt Nielsen, Matt Os-

XX | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

trower, Robert Ottenstein, Vikram Pandit, John Pastorelli, Howard Penny, Steve Penwell, Juan Luis Perez, Ken Posner, John Quackenbush, Glenn Reicin, Lauren Rich Fine, Alan Richter, Jack Rivkin, Jim Runde, Mike Ryan, Joe Saiz, Eli Salzman, Menno Sanderse, Alice Schroeder, Carl Schweser, Wes Sconce, Alkesh Shah, Stephanie Shaw, Dennis Shea, Jay Sole, Matthew Spahn, George Staphos, Josh Steiner, Joe Swanson, Naoki Takemoto, Gerry Tavalato, Jim Tierney, Bill Van Tuinen, Jeanette Ventura, Mike Vitek, Steve Volkmann, Jim Voytko, Marcus Walsh, Nelson Walsh, Bill Wappler, Guy Weyns, Greg Whyte, Byron Wien, Joe Wilkinson, Frank Wilner, Will Wrightson, Dennis Yamada.

最后,我还要感谢 Morgan Ertel、Leah Spiro、Jennifer Ashkenazy, 在你们的帮助下, 本书才得以最终出版。

[目录] CONTENTS

序 言

引 言 /001

第 一 章 你有成为成功证券分析师的素质吗/007

第一部分 掌握组织能力和人际交往技巧/011

第 二 章 主导优化所覆盖的股票研究领域/012

第 三 章 优先把时间安排给最有价值的活动/020

第 四 章 影响他人以完善观点并传达己见/036

第 五 章 建立并组织一个信息中心/044

第 六 章 仅适用于买方分析师：卖方价值的最大化/059

第二部分 定性分析/069

第 七 章 识别影响行业估值和表现的因素/071

第 八 章 识别并监测影响股票的关键因素/083

第 九 章 寻找可以持续提供独家观点的信息源/107

第 十 章 如何在访谈中取得最大收获/124

第三部分 定量分析/139

第 十 一 章 发现具有欺骗性的数字/141

XIV | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

- 第十二章 统计分析工具及使用/146
- 第十三章 问卷调查/165
- 第十四章 通过法务会计发现检疫旗信号/174
- 第十五章 Microsoft Excel 软件与证券分析师工作相关的功能/192
- 第十六章 建立最佳的财务分析电子表格结构/199
- 第十七章 建立公司财务模型/206
- 第十八章 为最重要的关键因素构建情景预测/217

第四部分 掌握估值和挑选股票的实用技巧/225

- 第十九章 了解常用估值方法的优点和局限性/227
- 第二十章 战胜挑战，作出卓越的股票投资推荐/238
- 第二十一章 避免影响良好投资的常见心理误区/268
- 第二十二章 利用技术分析来补充基本面分析/283

第五部分 传达股票观点，让他人采取行动/296

- 第二十三章 创建有价值的内容/298
- 第二十四章 找到最理想的交流渠道/305
- 第二十五章 表达股票投资推荐的七个关键要素/309
- 第二十六章 有关最重要的交付渠道的特别注意事项/321

第六部分 作出符合职业道德的决定/337

- 第二十七章 发现并解决职业道德问题/338

作者简介/348

参考文献/349

[图表目录] CONTENTS

图 1	证券分析师的主要任务	3
表 2-1	最佳实践方法（技巧）：主导优化跟进的股票业务领域	18
图 3-1	买方分析师和卖方分析师的时间分配	22
图 3-2	决定指派、自动操作或者外包工作的决策树	27
表 3-1	最佳实践指南（知识）：谈话和会议中的时间参数	28
表 3-2	最佳实践指南（技巧）：证券分析师的时间管理小贴士	33
表 4-1	最佳实践指南（知识）：了解影响他人所需的关键技巧	42
表 5-1	最佳实践指南（知识）：需要收集的关键信息	45
表 5-2	各种笔记方法的利弊	55
表 5-3	最佳实践指南（技巧）：建立并组织一个信息中心	57
表 6-1	最佳实践指南（技巧）：仅适用于买方分析师——筛选卖方研究报告	63
表 6-2	由买方客户评选出的卖方必备的技巧和知识	65
表 6-3	最佳实践指南（技巧）：卖方价值的最大化	67
图 7-1	美国铁路行业的产业链分析	79
表 7-1	最佳实践指南（技巧）：识别影响一个行业估值和表现的因素	81
表 8-1	容易被市场误认为是关键因素的一些因素	85
图 8-1	美国主要铁路运营商的前瞻性相对市盈率（相对于标准普尔 500 指数）	88
表 8-2	最佳实践指南（知识）：在和公司管理层会面之前及其过程中应考察的问题	95

XVI | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

表 8-3	最佳实践指南 (知识): 在与管理层会面之前需要回顾的文件	98
表 8-4	监测关键因素要建立的矩阵	100
图 8-2	最佳实践指南 (技巧): 发现关键因素的工作流程图	102
表 8-5	最佳实践指南 (技巧): 识别并监测一只股票的关键因素	105
表 9-1	最佳实践指南 (知识): 寻找各种信息源所需的时间和成本 (按标准成本从低到高的顺序排列)	111
表 9-2	最佳实践指南 (技巧): 评估并接近信息联络人	116
表 9-3	最佳实践指南 (技巧): 和公司管理层保持合适的距离	118
表 9-4	最佳实践指南 (技巧): 在公司内部建立自己的关系网	122
表 10-1	最佳实践指南 (技巧): 提出可以得到答案的问题	126
表 10-2	最佳实践指南 (技术): 主导访谈, 获取更多观点	128
表 10-3	最佳实践指南 (知识): 解读肢体语言, 洞察欺骗信息	132
表 10-4	环球快递公司中国区年收入及其占总收入比重的计算过程	134
表 10-5	不同增长率对应的中国地区年收入增长	135
表 11-1	最佳实践指南 (知识): 发现数据中隐藏的十大骗局	141
表 12-1	最佳实践指南 (知识): 比较数据序列时的考虑因素	147
图 12-1	无联系的散点图	150
图 12-2	有联系的散点图	151
图 12-3	季度综合运输收入	152
图 12-4	散点图举例	154
图 12-5	综合运输收入和耐用品制造指数的散点图及回归线	155
表 12-2	耐用品制造和综合运输收入对数的回归输出结果	155
图 12-6	耐用品制造和综合运输收入对数的散点图及回归线	156
图 12-7	回归残差	158
表 12-3	耐用品制造对数的滞后值和综合运输收入对数的回归输出结果	159
图 12-8	回归残差	159
表 12-4	运输收入 VS 费用项目的输出结果	161
表 12-5	最佳实践指南 (技巧): 使用回归分析法提高预测水平	163
表 13-1	在线问卷调查的封面页举例	170

表 13-2	最佳实践指南（技巧）：通过问卷调查获得独家观点	171
表 14-1	发现会计检疫旗信号	189
表 15-1	最佳实践指南（知识）：与证券分析师工作相关的 Excel 软件功能	194
表 15-2	最佳实践指南（知识）：有用的 Excel 软件快捷键	196
表 15-3	最佳实践指南（知识）：证券分析师最常用的 Excel 软件功能和公式	197
表 16-1	最佳实践指南（技巧）：建立最佳的财务分析电子表格结构	199
表 17-1	理想的公司财务模型必备要素	207
表 17-2	公司财务模型的来源	209
表 17-3	价值型和增长型公司独有的建模注意事项	211
表 17-4	最佳实践指南（技巧）：建立公司财务模型	213
表 18-1	最佳实践指南（技巧）：在 Excel 表中构建情景预测	222
表 19-1	最佳实践指南（知识）：常用估值方法的优点和局限性	234
表 19-2	最佳实践指南（技巧）：以严谨的态度找到合适的估值方法	235
表 20-1	最佳实践指南（技巧）：利用市场敏感性的不足之处，提高挑选股票的水平	248
表 20-2	最佳实践指南（知识）：了解市场敏感性所需要监控的因素	249
表 20-3	最佳实践指南（技巧）：通过建立可比公司列表找出具有上升潜力的股票和估值结果偏差最大的股票	259
表 20-4	最佳实践指南（知识）：珍惜从经验丰富的股票挑选者那里学到的经验教训	262
表 20-5	最佳实践指南（知识和技巧）：确保成为一名成功的股票挑选者	264
图 21-1	投资人性格	270
表 21-1	最佳实践指南（知识）：专业投资人最常见的心理陷阱	278
图 22-1	烛柱图示例	285
图 22-2	12 个月内每日股价烛柱图示例	285
图 22-3	30 年间每月价格烛柱图示例	288

XVI | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

图 22-4	10 年间每周价格烛柱图示例	288
图 22-5	苹果公司每日价格曲线图（包括交易量和上行趋势）	289
图 22-6	每日价格曲线图（含动量指标）	292
表 22-1	最佳实践指南（技巧）：技术分析和基本面分析的结合	294
表 23-1	最佳实践指南（知识）：通过 ENTER™ 框架确保高质量的交流内容	299
图 24-1	介绍股票观点时的交流渠道选择	306
表 24-1	交流股票观点各种渠道的利弊	307
表 25-1	最佳实践指南（知识）：使用 CASCADE™ 框架来确保消息有价值	310
表 25-2	最佳实践指南（知识）：业内行家常用的短语词组	319
表 26-1	最佳实践指南（知识）：向他人做讲演介绍的特别提示	323
表 26-2	最佳实践指南（技巧）：设计 PPT 演示文稿的实用小贴士	324
表 26-3	最佳实践指南（技术）：制作市场推广材料的实用小贴士	325
表 26-4	最佳实践指南（技巧）：留语音留言的实用小贴士	327
表 26-5	最佳实践指南（技巧）：发电子邮件和手机短信的实用小贴士	329
图 26-1	报告质量的价值	332
图 26-2	报告元素的价值	332
表 26-6	最佳实践指南（知识）：撰写研究报告的注意要点	333
表 27-1	最佳实践指南（技巧）：遵守道德规范，作出明智的决定	346

[引言] PREFACE

任何人的聪明才智绝非得之偶然。

——小赛列克

我们需要一套最佳实践指南

掌握最佳实践指南的过程并不总是一帆风顺。在离开华尔街之后，我花费了大量时间研究证券业的专业培训状况。随着研究的深入，我逐渐意识到在工作中学习和在学校里学习只有一个主要区别：对已经步入职场的人来说，“我能从中得到什么好处”变得越发重要。如果没有明确的激励措施，他们大多都觉得继续教育毫无意义。很多公司的培训项目仅仅是在不断提高职业学习的要求，但这并没有从学习者的利益出发，而是以公司管理服务为目的。这一状况与 IT 界极为相似，一直以来，IT 业都没有提供过以用户为中心的解决方案，直到苹果公司出现，才使这一状况大有改观。也许本书里的材料并不像 iPhone 和 iPad 的应用程序那样妙趣横生，但它们却完全是从学习者的角度出发，可以帮助大家更快地掌握必备的知识和技能，取得成功。

也许一些证券分析师会问，“我既然可以在工作中边做边学，为什么还要专门去学呢？”没错，你的竞争对手也期待你有这种想法，因为他们很清楚这会大大增加你失败的几率。一家大型对冲基金公司的研究主管也同意这个观点，他表示：“我非常高兴看到有一大群人在做那些毫无意义的无聊研究，他们这么做其实等于留给我们更多的机会。”下面就来谈谈为什么我们这个行业非常需要一套最佳实践指南。

- 大多数证券分析师的在职培训采用的都是学徒制模式，然而这种模式存在着诸多明显缺陷。大多数刚入行的证券分析师都是在给高级职员打下手，但是这些资深人士很少会愿意花时间来培训新员工。毕竟，基金经理和资深卖方分析师工作的首要任务是找出估值不合理的股票，如果这个都做不好，他们的报酬就会大受影响（可能会下降六位数甚至七位数），更别寄希望于他们会有心思去培训新人了。这些资深分析师总是全身心投入地去挑选正确的股票，所以他们往往没有时间也没有精力去给新人创造一个理想的学习环境。于是，新手们就好像是总处在高级职员翅膀下的一种自生自灭的状态。
- 即使是那些可以挤出时间来培训新人的资深分析师，也不大可能会在这方面做深入的研究，更不会有太多耐心去培训新人。其实，绝大多数投资经理自己的表现都达不到基本要求。也就是说，师傅本身传授的就是低水准的做法（或者至少不是最佳实践方法）。这的确不是一件能令人开心的事情。

证券分析师在工作中也会经常犯错，但是如果有了最佳实践指南，这些错误也是可以避免的。以下是一些更加典型的情景：

- 同时关注太多股票，或者不知道如何高效管理已获取的信息，这都不利于形成独到的洞察力，也就不大可能获得超额收益。
- 分不清哪些因素会主导股票的走势，这就会让他们花过多时间关注那些意义不大的因素，而那些有价值的因素却往往被忽视。
- 不去建立自己独特的行业信息关系网，不积极扩大自己在业内的人脉网络，不去寻找有效信息源来帮助自己甄别值得购买的股票。
- 不懂得沟通技巧，对管理团队和业内人士进行访谈的时候，无法从中获取有效的独家信息。
- 不知道公司和媒体会怎样在数字上做文章，不加辨别地使用而导致错误或投资损失。
- 仅靠不成熟的直觉或者简单听取公司管理层的预期就作出财务预测，导致收入和现金流的估计大大高于实际水平。

- 任意使用溢价或折扣对估值乘数进行调整。
- 因为过于啰唆，或是看不出分析师的工作内容与一致预期之间的差别，导致股票投资建议信息交流的效率太低。
- 由于不知道如何发现及缓解利益冲突，从而作出违背职业道德的决定。

内容导览

希望下面谈到的最佳实践指南可以帮助证券分析师避免上述提到的各种失误，但愿他们看过之后，面对这些挑战的时候可以应对自如。正如图1所示，证券分析师的工作包含最基本的五个方面。

- (1) 识别并监测关键因素。
- (2) 建立财务预测模型并及时更新。
- (3) 运用估值方法来推算目标价格或者目标范围。
- (4) 作出股票投资建议。
- (5) 与客户沟通股票投资建议。

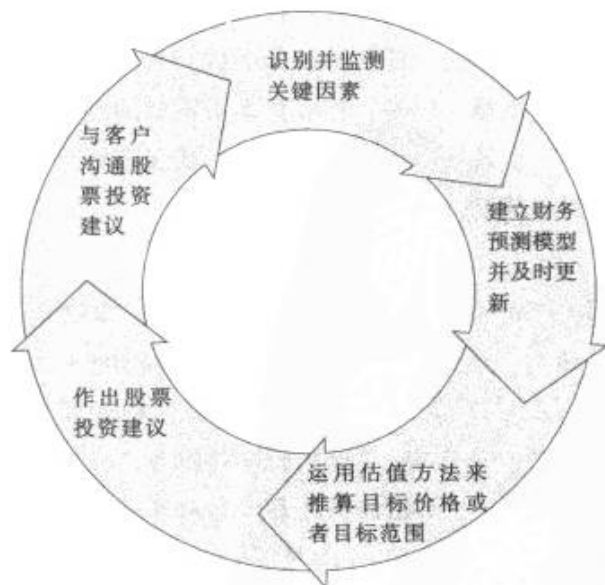


图1 证券分析师的主要任务

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

不管分析师打算做哪一件事情，在此之前都要好好培养自己的组织能力和人际交往技巧，比如如何进行时间管理、如何建立信息中心以及如何影响他人，这些都是至关重要的技巧。这些内容将在第一部分中有所详述。一旦打好了基础，我们就可以来探讨如何提高股票分析的质量，这就是第二部分的重点。这些最佳实践指南可以帮助证券分析师确定关键因素和有效信息来源，帮助他们作出更好的预测。在第三部分我们将会对提高股票分析定量方面的最佳实践方法一探究竟，会讲到如何使用统计、会计、Microsoft Excel 软件等工具来作财务情景预测，从而优于一致预期预测。之后，我们会在第四部分讲到估值的最佳实践方法以及最重要的股票选择问题。我们当然不能在这里止步；如果希望付出与回报成正比的话，证券分析师还需要有效地和客户或投资经理交流他们掌握的信息，我们将在第五部分阐述这一点。最后，我们将在第六部分强调有关遵循职业道德操守方面相应的最佳实践方法。

几个普遍的原则

总的来说，我相信每个问题都有独特的解决办法，就好像一把钥匙开一把锁。鉴于此，若想一概而论证券分析师的成功法则，不论列出多少条，我仍会觉得有以偏概全之嫌。但是，在收集本书素材的过程中，我发觉有很多课题其实需要不止一个最佳实践方法来完成。我深信下面的这些原则，并且在本书的创作过程中越发坚定了我的信念：

- 持有怀疑心态，要怀疑，非常怀疑，再怀疑。出色的分析师很少愿意以平价接受任何东西。道格拉斯·科恩先生（Douglas Cohen）在摩根士丹利工作了16年，他做过卖方分析师也做过投资组合经理。我们可以引用他关于股票研究的一句良言，“出色的分析师总是在挑战他们被告知的信息。”一段时间之后，如果能证明这条信息来源是准确的，那么就可以把它列为可信的信息来源。如果我们把金融领域的出版物和那些上市公司派发的材料都算在内的话，我敢说提供给证券分析师使用的信息当中至少有75%都是不足以采信。它们要么具有误导性，要么故意忽略相关

的重要信息。所以，我们面临的挑战就是：你需要搞清楚哪些信息属于剩下25%的可信信息，在这剩下的一部分中对你的投资来说哪些最重要。这些信息中往往只有2%可以帮助证券分析师作出正确的投资决定，从而获得超额收益。而你六个月以后所需要的另外2%的有用信息和现在所依据的信息来源也绝对不会来自同一个地方。无疑，这就对证券分析师对信息来源的把握和鉴别能力提出了极高的要求。

- 除了纯粹的机智，优秀的证券分析师和杰出的证券分析师之间最大的区别就在于能否分清事情的重要性，并合理安排时间。我们每个人每天都有相同的24个小时来寻找那2%的有用信息，但是有些证券分析师就是比其他人更懂得如何充分地利用时间。
- 击败市场是很难的。在这个过程中，全面彻底地研究是很有必要的，不要去寻找捷径或者速成的答案，因为这些真的不管用——至少不总是管用。若真的确有其事，那么资本也将迅速流入到这些捷径中，直至超额收益消失。
- 恐惧比贪婪更可怕，但是这两种心理都是需要谨慎防范的。当你看到别人开始恐惧的时候，自己就要开始寻找机会；当你看到别人变得更贪婪的时候，就要开始考虑退出了。
- 在投资过程中，简约总是胜于复杂。不管是财务模型、催化驱动因素或概念主题等，设置得越复杂，出错的几率就越大。
- 预测不仅仅是为了得到精确的每股盈利数据或准确的收入数据，而是决定期望值是否需要被大幅调高或降低（例如，当你的滚动字幕屏上显示“XYZ股票有可能获利3美元”而大家普遍认为是2.5美元的时候，你就已经赢了，不管当前的估值是多少）。
- 公司管理层通常并不善于告诉投资者：
 - 未来经济将会是什么走势，因为他们的宏观经济预测并不比别人的准多少。
 - 当公司收入增长率将放缓或者利润率将下降的时候，管理层很少能及时发现下滑的拐点，他们也无法告知投资者。（即使在公司濒临崩溃的时候，他们也会跟投资者和卖方分析师争辩，极力维护自己对前景

的乐观预测。)

- 大宗商品或者汇率的走向将会如何。(整个行业的人都在 24 小时不间断地分析研究这些问题,但就算是费了很大力气,通常也没几个人能说得准。)

● 不要将新闻当做信息来源:

- 媒体总是喜欢炒作;一定要记住,媒体是收了广告商的钱,帮广告商尽可能多地吸引眼球,所以并没有进行公正客观的报道。就此而言,数字也经常被记者利用来达到他们的目的。
- 资深行家在媒体中通常不是这样,他们只需腾出时间来进行专门访谈即可。

希望以上这几点可以成为证券分析师工作的指导原则,但是大多数证券分析师面临的挑战需要更全面、专业的解决办法。希望广大证券分析师能从本书提供的最佳实践指南中受到启发,仿效成功人士的做法,高效地研究出自身问题的解决方案。

第一章

你有成为成功证券分析师的素质吗

我写这本最佳实践指南，并不是为了保证每一位分析师都可以获得成功，而是想让他们在阅读之后意识到自己的长处所在，知道自己应该向哪个领域发展。最近，我和一家业内的专业咨询公司联手，设计了一个证券分析师的评估工具。虽然现在作出结论可能还有些为时尚早，但是其中一些初步发现已经让我们看到了经验丰富的买方分析师和卖方分析师与行业新手之间的差别，也看到了随着经验的积累，卖方分析师对这份工作的态度发生了怎样的变化。阅读提示：打算做在线测试（www.AnalystSolutions.com/assessment）的读者，请先不要阅读本章，不然毫无疑问，你的观点将会受到影响而不再客观。

作为这项评估的一部分，我访问了许多资深卖方分析师和买方分析师，在和他们的问答之中，我终于了解到在他们眼中一个成功的证券分析师应该具备怎样的素质和技能。作为对照组，我也调查了一些新入行的年轻人，再加上以往的经验，我得到了以下结论，按照重要性由高到低的顺序排列：

与新手相比，资深分析师可以做到：

- 充分了解公司的产品、自己提供的服务以及公司销售对象所在的主要市场。
- 在推荐股票时，更多地关注自己和市场观点差异较大的方面。
- 更好地说出所有他们跟进的公司的策略以及与各自的竞争对手间存在着怎样的差异。
- 当目标价格和当前价格差别很大的时候，他们很清楚自己的判断和市场

的判断有什么不同。

- 完全清楚过去十年间他们所关注公司的估值水平的峰谷情况。
- 即使是最出色的股票买手在作决定时也无法百分之百保证能获得他们需要的全部信息。

与新手相比，资深分析师认为自己：

- 不太可能有平和的性格。
- 出现冲突的时候不太愿意去寻找共同点。
- 不善于发展和维持关系。
- 不太鼓励其他人给予反馈。

当然，我也有只从资深分析师的角度出发，来看看丰富的经验对每一个问题的答案有什么影响。对于买卖双方的证券分析师来说，随着经验的积累，就更加认同“在推荐一只我看好的股票时，我会首先关注我和市场观点存在分歧的地方”。如果你只能记住本书里的一句话，那就应该是这句话了。获取超额收益完全在于发现市场观点究竟错在哪里，关于这一点，很多新手分析师往往都会忽略。

随着经验的增长，所有的卖方分析师都表示：

- 他们可以从跟客户的交谈中获得更多工作上的满足感。
- 他们不太可能认同以下观点：
 - 我只需要建立最基本的财务模型来揭示不正常现象和未来走向。
 - 我性格平和。
 - 出现冲突时，我非常善于寻找共同点。

随着这项评估的进行，初步可以看出成功的资深证券分析师都非常热衷于找寻自己和市场观点的差异所在，他们凭借自己对公司（包括这些公司和他们的竞争公司的不同之处）的了解，以及现有估值和先前估值之间的

差异，就可以作出判断。在作出股票投资建议的时候，他们很少能得到所有需要的信息。从个性上来看，他们比较顽固、独立，也善于先发制人。这个形象非常符合我对成功证券分析师的观察。起初我非常惊讶这份工作是如此的独立，但是仔细想想之后，我发现这的确不是一个团队活动。也许投资委员会会召开一些会议，但是大多数的工作通常都是由证券分析师独自完成的（例如，大多数基金公司里都不会有两个电信行业分析师），这可能对于那些希望寻求同事合作和团队氛围的人来说并不是什么好消息。当然，我也并不是说所有出色的证券分析师都性格内向，但是他们为了获取更多的超额收益，的确需要独立工作、独立思考。

以上这些评价大致勾勒出了一个典型分析师的形象。我自己也曾是一位证券分析师，在整个职业生涯中也在不停地跟卖方分析师和买方分析师打交道，再加上对众多业内人士的访谈，我也总结出了更多的细节。以下是一些优秀证券分析师的共同特点：

- 机智：不一定是最聪明的人，但是鉴于竞争激烈，出色的证券分析师需要有过人的机智。他们可以内化自己所学到的知识，并可以在需要的时候随时加以运用，所以，他们往往能获得更高的超额收益。
- 天生好奇：小时候他们就可能会不停地问东问西，总是喜欢把好好的东西拆成零件，让父母怨声连连。他们的朋友往往会想不通，“你干嘛会想知道这些东西？”出色的证券分析师总是爱问个为什么，总是希望能发现既定事实中有什么问题。
- 自我激励：在其他行业里，也有成千上万的人在寻找着相同的方法，希望能获得更高收益。其中的赢者总是那些天生懂得自我激励的人。为了获得更多优势，他们可以在早晨六点之前起床，在七点半就坐在办公桌前准备晨会，也愿意在晚上和周末加班。
- 自主性强/足智多谋：就好像阅读图书馆里所有的书一样，证券分析师每天的任务也需要关注很多细小的方向，但是其中大多数都是死胡同。出色的证券分析师不会坐等着经理告诉他们下一步应该做什么，更不会连自己走进了死胡同都意识不到，还要等着别人来提醒。

- 专注：在证券研究领域，很多事情和信息都可以让分析师分神，他们可能辛辛苦苦工作了一整天，却对超额收益毫无帮助。所以，怎样专注于一项任务而不受外界干扰是这份工作中很重要的一部分。
- 冒险精神：所有出色的股票投资建议都需要证券分析师有不同于市场观点的看法，也就是说，要有勇气去告诉全世界你们的想法是不对的。很多证券分析师都在期待着更好的时机，想等到所有的信息都到手的时候再作出判断，但通常为时已晚，因为这些信息已经在股票价格上表现出来了。在自己与众不同的观点受到挑战的时候，出色的证券分析师是不会感到不愉快的。
- 有影响力：我们花了大量的时间在财务报表上，但是证券分析师的工作并不只是跟数字有关，它也和这些数字背后的人紧密相关。证券分析在很大程度上就是获取有用的信息并对未来走势作出假设，所以，在业内的人脉越广，获得有效的信息就越容易。最需要发挥影响力的事情就是：
①从管理层那里得到信息；②从行业专业人士那里获得信息；③跟投资组合经理（对卖方来说就是客户和卖方的销售业务员）交流股票信息。总而言之，一个证券分析师越有影响力（有些人喜欢用“有魅力”这个词），他/她的人脉网络就越大，就越有利于他/她更好地进行分析。

第一部分 掌握组织能力和人际交往技巧

受华尔街一家大型投资银行之托，我为他们的员工设计了一个全球性的培训项目。当然，这个项目也适合所有的证券分析师。在设计这个项目的过程中，找出这份工作需要的技能和知识还算是一件相对比较容易的事情，比如做出预测模型、进行详细而全面的估值，等等。但是，毕竟所有的这些都是既成的，其中存在着一些明显的缺陷，在以下几个非技术方面尤其突出：

- 选择最佳的股票关注领域
- 时间管理
- 提升影响力的技能
- 管理信息流
- 与卖方关系利益的最大化（仅适用于买方）

必须要认识到，资深的业内人士也许并未察觉掌握上述技能有多么重要的意义，这主要是因为他们从来没有接受过任何正规的培训。但是，我自己曾经也是一名证券分析师以及研究部主任，鉴于以往的经验，我相信这些基本技能可以极大地帮助证券分析师的工作，掌握得越早就越有利于他们事业的发展。

第二章

主导优化所覆盖的股票研究领域

在美国西部有一部分农民和农场主非常幸运，他们可以在当今时代取得成功正是因为他们的父辈在 19 世纪加入了圈地潮的行列。与之类似，对一部分证券分析师来说，在长期的职业生涯中，成功与否也是由入行时被分配到的股票决定的。在职业生涯早期，大多数买方分析师和卖方分析师都非常渴望能有机会负责关注一只股票，于是他们通常对分配到的股票来者不拒，不经过分析就盲目接受。所以，如果有人希望你可以提出自己的看法来界定你所关注的股票研究领域，那就一定要抓住这个机会。因为我们都知道，机遇总是昙花一现，稍纵即逝。需要注意的是，买方分析师经理、投资组合经理以及卖方研究主管通常不会关注某一特定行业内的所有股票，也就是说，他们除了能意识到自己的机构所关注的股票范围中仍有巨大的空白可以填补外，无法提供太多建设性的指导意见。我在卖方研究部管理层工作的时候，大概知道每个行业需要关注的重点，但是却不能明确地告诉每个领域的证券分析师他们应该关注问题的详细内容清单。因此如果有可能，最好能先人一步，积极主动地跟经理争取一些时间来认真思考并仔细分析，这样就可以挑选出最好的领域和最好的公司进行关注，而不是等待别人随便分给你一只股票或一个领域。这样就可以避免你在“圈地潮”中被分到一片贫瘠、多石的土地。

为了确定并可以负责跟进理想的领域或者股票，最好先弄清楚以下几个问题：

- 证券分析师在整个过程中有发言权吗？

- 可关注的领域和股票对公司来说有多重要？
- 实际最多可以关注多少个领域或者多少只股票，并且还能保证它们都有价值？
 - 公司对所关注的领域及股票有哪些成文的规定和不成文的要求？
 - 不管现在或将来，同事、外部人士或海外员工能否给我提供任何帮助？
 - 所关注的股票之间存在多少相似性和差异性？
 - 所覆盖的行业是否有互补性？或者它们是否有相同的驱动因素？
- 证券分析师自身的兴趣何在？

在选择股票业务领域的时候，很少有人会直接给证券分析师提供一个明确的可选择覆盖的股票或行业清单。但是这也并不意味着证券分析师就应该盲目地接受任何指派。很显然，供他们挑选的股票仅限于自己的公司或基金所操作的所有股票（例如，标准普尔 500 指数基金则仅限于那 500 只股票），并且还要确保不要挑选同事正在负责的那些股票（要知道，在这个行业中最快速的树敌方法之一就是侵犯其他证券分析师的业务领域）。除此之外，证券分析师应该假定他们的经理并没有把自己的关注领域定死，还应该留有改变的空间。要抓住事物的主导因素，并且积极地去申请一个尚未分配的股票业务领域。有时候，这并不是传统的做法，因此这些工作的一部分甚至全部都可能需要晚上和周末完成，这样才能避免被他人认为你没有在那些应该做的分内事情上耽误时间。这么做的目的就是让证券分析师既能给经理提供一个可以满足公司要求的股票清单，同时还能在最大限度上提高自己取得成功的可能性。

如果从表面上来看，证券分析师的确可以影响决定的过程，那么下一个问题就应该是，“现有的研究领域和股票对公司来说有多重要？”毕竟，这是一个经理做决定时将会采用的标准。一些证券分析师的错误就在于他们仅仅关注自己感兴趣的股票；要记住，经理是需要在这个股票清单上签字同意的。买方分析师应该特别注意看一看现有的股票或行业在公司的资产组合上是否经常保持着非常大的权重。而卖方分析师则要关注交易量以及投资银行

部门已经开展的业务。尽管投资银行不能要求某一只特定的股票由某一个特定的证券分析师来负责，但是他们可以要求研究部门覆盖对某一领域或行业的研究。

接下来我们就要考虑这个最棘手的问题：“证券分析师实际上最多可以关注多少个领域或者多少只股票，同时还能保证它们的工作都有价值？”证券分析师的最理想状态就是要最大范围地关注相关股票，这样他就可以更容易受到客户的重视，而不用去关注很多即使积极也很难产生超额收益的股票（不要忘记每个证券分析师都在和其他数以千计的人竞争，大家都在寻找那些获得超额收益的机会）。毋庸赘言，大多数卖方分析师关注的股票要比买方分析师关注的少，这是因为卖方分析师把大量的时间花在了推销自己的观点和回应客户的要求上（据估计会超过 50%），这就占用了他们大量的时间，导致他们无法专注于研究活动。

要回答上面的问题，我们就必须要先给成功下一个定义。对于关注某个业务领域或者某只股票来说，公司里成文的规定和不成文的要求到底有哪些？买方分析师的成功与否经常是根据他们创造的超额收益而评价的，而其他的人则需要他们在他们公司的系统内为每一家被关注的公司都提供综合的财务预测。我们需要充分意识到这个层次的要求，先决定完成工作需要多少时间，再决定可关注股票的适度范围。大家都期望卖方分析师至少可以把他们一半的时间用来进行客户服务，而其他的人则可以用同样的时间来完成专门的销售工作。

由于证券分析师的作用可以有很大差别，为了便于本次讨论，我将把重点放在公司里至少有五年经验的卖方分析师和买方分析师身上，以及那些通常需要对其关注的每一只股票都有一个合理估值的证券分析师。有很多公司的证券分析师都不足五人，但是却常常要求他们关注超过 1/3 甚至一半以上的标准普尔 500 指数的股票，这样看来，其实从本质上来说，他们就相当于是投资组合经理了。有时也可以把这两种方式结合起来：有些公司给其证券分析师指派了一个很大的关注范围，但是仅仅期待他们关注少数机会。很多小型的买方公司会让他们的证券分析师使用一种漏斗式的方法，就是刚开始的时候设置一个很大的关注范围，比如指派了 100 只股票的范围，期望他们

的证券分析师通过筛选，可以根据自己的选择确定一个更适于管理的清单，比如说，一个含有 25 只股票的清单。

千万不要同时关注太多股票。新进入某一领域的证券分析师尤其要谨记这一点。依我的经验来看，很多买方分析师和卖方分析师的表现都低于业界基准水平，其首要原因就是他们同时关注了过多的股票。我曾经很多次有过这样的亲身感触。当我接到买方客户的电话时，他们总是在询问那些对于投资主题来说已经不再重要的因素（或者这些因素从来就不是重要因素），还不停地跟我解释“离完美总是一步之遥”这句谚语。这一点也有学术方面的支持（Ramnath, Rock, & Shane, 2008）。一项研究表明，同时关注少于 40 只股票的买方分析师（这也是样本组的平均值）比那些关注超过 40 只股票的分析师具有更加出色的识别风险能力。一项对于卖方分析师的研究显示，从预测准确度方面来说，垫底的 10% 的证券分析师比榜首的 10% 的证券分析师平均多关注了 21 家公司（Clement, 1999: 300）。前不久，另一项研究发现，卖方分析师的预测准确度在 1984 年到 2006 年间有所提高，部分原因是因为在那段时期，总体趋势就是让每个证券分析师都负责较少的股票和较少的领域（Myring & Wrege, 2009）。

对于那些刚刚进入这一行，并且想投入终生的证券分析师来说，让他们跟老板抱怨被分配了太多的股票也许是难以启齿的。但是与此相反，如果让他们研究太多的股票，也必将会导致将来的失败。有很多跟具体股票和领域有关的问题可能会影响到可以有效关注的股票的数量（我们将在后面讨论），但是一个总的原则就是，把买方分析师重点关注的股票限制在 35 ~ 50 只之间，把一个由三人组成的卖方分析师团队重点关注的股票限制在 15 ~ 20 只之间。新进入某一领域或某一投资过程中的证券分析师应该把这个数字再减半。当然也有例外情况，但是根据我的经验，那些充分了解自己的股票的领先同辈，创造超额收益的最出色的 10% 到 20% 的买方分析师，他们重点关注的股票都在 50 只以下。作为一名研究经理，从我的角度来看，在一个团队里每个卖方分析师最好只关注 5 ~ 7 只股票。

我们可以将上述的指导原则精简为以下几个要素：

- 重点关注意味着证券分析师需要从详细的收益或者现金流预测模型中得到一个价格目标（或者公平的估值范围），从而可以在市场上保持领先。如果公司不对证券分析师抱有这样的期望，那么就可以让他关注更多的股票。但是如果这样，我就会怀疑分析师应如何来培养并保持自己的领先优势。买方分析师总是被希望对他所关注的公司都有清楚的了解，并有现时的、全面完整的财务预测，或者可以在公司系统内部定期发表报告，关注 35~50 只股票会让他们很痛苦，尤其对于那些新来的证券分析师。
- 很多买方公司都希望他们的证券分析师可以留意大量的股票，但是仅仅关注其中很小一部分。如果留意仅仅意味着在有重大新闻事件发生时可以发表观点，那么就可以关注更多一些股票了。
- 当股票具有同类性质时，那么可以关注更多一些股票。比如，石油类股票通常作为一个群体被关注，因为它们有着共同的因素：油价。而生物科技公司的股票价格走势几乎完全不同，因为每个公司都有自己独特的专利和美国食品药品监督管理局的批文。我们可以做这样的一个测试，即在一段时间内、某一个领域内的每只股票的每日或每周收盘价格做一个相关分析。那些相关度较高的股票通常都会被同一因素所驱动，这样关注起来也就更容易一些。
- 与之类似，如果股票属于同一产业链，那么也是更容易同时关注多只股票的，这比同时跟进完全没有联系的股票要容易得多。比如，我们跟进耳机生产商以及其零部件供应商和无线接收器公司等，它们的共同点会带来更多的协同效应，这比让一名证券分析师去关注一堆毫无关联的股票要有效，如林业产品、汽车和化工产品，因为所有的这些股票都有自己的独特驱动因素。
- 关注一个业务领域的难度，通常是由交易的波动性和该领域的新闻流量水平决定的。当公司要求我把航空公司股加入到关注范围时，我每次都会拒绝。一部分原因是因为这个领域的新闻流量和交易波动性大大高于其他交通运输行业，这将导致我无法进行全面的关注。

除非和一个领域（或者几个领域）完全对应，并且股票数量有限，让一个证券分析师可以有能力去关注，不然就需要做更多的工作来决定在这个行业中需要关注哪几只股票。使用之前讨论过的内容作为指导，找到对于你的老板或者客户来说看起来最重要的那些股票。一旦通过了那些最明显的候选股票清单（比如，麦当劳和 Yum! Brands^①之后，排名第三的公开交易的餐馆连锁公司和它们之间的差异是巨大的），就要去寻找有以下特点的股票：

- 最适合这个公司或者客户要求的股票，比如投资类型或者市值规模。
- 没有被广泛地关注、有可能在乐观情景下给人们以惊喜的股票（研究显示，相对来说不被关注的公司，一般有较少的证券分析师，这毫无疑问就留出了更多的产生超额收益的机会）。
- 提供该行业更广泛的视角，因为它们是大型公司的客户或者供货商，又或者因为它们可以披露更多的信息。这是产业链分析师产生独家观点的最好的方法之一。
- 如果还是有太多的股票要跟进，证券分析师应该尽量去满足个人的好奇心，跟进自己感兴趣的股票。因为他们如果觉得某一只股票更加有吸引力的话，就能更深入地去探索。

这可能看起来不符合常规，但是跟进太少的股票事实上也可能会成为一个问题。这相对而言是较少发生的，所以也不太值得讨论，但是对于那些发现自己在一个领域中关注太少股票的证券分析师来说，他们的实际风险就是有可能只见树木不见森林。这在科技泡沫时代尤其是一个大问题，当时新兴公司如雨后春笋般出现，需要新的、非常狭窄的行业内进行分析。但是不幸的是，很多证券分析师都太过于关注自己的小领域了，最终导致他们在2000年早期科技股盛世结束之前无法看到整体的估值。关注着有限业务领域的证券分析师应该定期回头看看，以更广泛的视角和大的行业领域及市场总体进行比较。

①Yum! Brands 是美国著名的食品产业公司，旗下拥有必胜客、肯德基等知名餐饮品牌。——译者注

当有比证券分析师可以有效关注的更多潜在行业的时候，就去寻找那些可以互补的、但却没有被其他卖方或者买方公司以这种形式跟进的行业。比如，在我职业生涯的早期，我的一个竞争对手就跟进了铁路和煤炭行业，这是很独特的视角，也有可能成为他在客户心中排名第一的有利因素（在那个时候，铁路行业利润的40%是通过运煤得到的，但是却没有一家公司想到要把这两个行业结合起来关注）。同样的，如果把飞机制造业和航空业的股票结合关注，或者把农机制造业和农业的股票结合关注，就可能会给证券分析师带来有力的竞争优势，因此也能抓住更多的产生超额收益的机会。仅仅因为 MSCI Barra 公司^①（全球行业分类标准 GICS 的所有者）或者标准普尔在一个较大的行业中有更细的分类，并不意味着这就是发现产生超额收益之处的最佳方法。

和主管经理讨论跟进的股票业务领域应该巧妙地进行，因为主管经理也需要保持一种可以做决定的控制感，并且好像他们的想法是经过通盘考虑的。因此，你的提议应该具有选择性和灵活性，而不仅仅是自己个人一相情愿的想法。

表 2-1 最佳实践方法（技巧）：主导优化跟进的股票业务领域

1. 如果你知道（或者怀疑）自己将会分到另一个全新的行业领域，那么就提前积极地建立好自己的愿望清单，而且最好是能用自己的业余时间来进行。
2. 确定自己在全过程中到底有多少影响力。除非有明确的指出，不然就假设自己有足够大的影响力来向你的经理作出有价值的股票投资建议。
3. 先把公司里其他证券分析师都没有关注的股票列出一份清单，再根据你们公司的标准（比如，交易量，或者对于卖方来说，投资银行部门的收入，以及对于买方来说的持有量或者一只股票的风格适当性）按照重要性进行排序。
4. 确定自己到底可以同时关注多少只股票，同时还能保证其都有价值。参考你们公司内部成功的证券分析师的经验来决定自己到底可以密切关注多少只股票。对于买方分析师来说，比较现实的范围就是 35~50 只，对于卖方一个三人的团队来说，比较现实的范围是 15~20 只，但是对于新入行的证券分析师来说，这个数字还是需要再低一点的。以下的小提醒可以帮助你衡量自己可以关注的股票数量：

^①Morgan Stanley Capital International (MSCI) 是摩根士丹利旗下的一家提供全球指数及相关衍生金融产品标的公司，它推出了 MSCI 指数，成为金融界投资人广泛参考的数据。MSCI 指数是全球投资组合经理采用最多的投资指标。——译者注

(续)

- a. 研究公司里最权威的证券分析师对成功的定义，看一看他们对工作的最低要求是什么（比如，他们是不是对于所有关注的公司都有及时更新的模型？还是只限于他们非常看重的几家公司）。
 - b. 评估一下你是不是有可能会得到任何同事或者外部资源的协助。
 - c. 分析你负责行业内的股票之间的相关性，以及与关注的其他行业内的股票进行对比，看一看它们之间是不是具有相似性（即它们的交易具有相似性还是表现非常独立）。
 - d. 如果你关注的行业不止一个，那么就要看看不同的行业之间是否有协同效应，比如产业链关系或者有共同的行业影响因素。为了更有价值，你在一个行业内得到的信息应该可以在另一个行业里给你提供独到的竞争优势。
 - e. 使用自动收录器来研究在过去几个月中的新闻，看一看在一天之内有可能出现（并值得阅读）多少相关的独特新闻报道。
5. 对于你考虑的每一个行业，都要缩减可以列入下列分类的股票数量。如果这个候选名单还是太长的话，就根据对股票的兴趣来进行再次甄选。
- a. 根据投资组合或者客户需求的规模以及适当性来进行判断，哪些是必须关注的股票，哪些是没必要关注的股票。
 - b. 根据表现超出预期的可能性、关注这只股票的卖方分析师的数量以及该公司提供的可以帮助关注该行业内其他股票的信息等因素，来筛选所关注股票。
6. 为了避免在同事中树敌，看看他们是不是有可能会去挑选公司内尚未被关注的行业，有了这些信息，你自己的最终决定就能更加保险了。应该仔细衡量你希望挑选的行业，看你的选择是否会给你和同事之间带来很多问题。
7. 在经理作出最终决定之前就把你的想法告诉他，这样你就可以影响他的决定过程了。给经理展示你已经完成的工作，并且提出一些可选方案，但是要表明最终的决定权还是在经理手中。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第三章

优先把时间安排给最有价值的活动

证券分析师每日工作的首要目标就是找出定价不正确的股票，对于卖方分析师来说，就是帮助客户找出定价不正确的股票。如果某种工作不能帮助证券分析师达到这个目标，那么就应该立即停止。对于买方分析师来说，如果对股票选择的过程没有任何帮助的话，就不要接那些电话或者看那些电子邮件了。对于卖方分析师来说，不要关注那些琐碎的小事，比如，在爱荷华州有一家公司，如果其表现不太可能和行业内其他公司有什么本质区别的话，就没必要去他们的工厂参观了。

以下是几个分析师经常浪费时间的地方：

- 看那些不会对获取超额收益有任何贡献的新闻或者电子邮件（也就是说，这里面没有任何新内容）。就像一个资深分析师说的那样，“如果你去关注所有的信息流和数据点，你也许就会错过可以真正驱动一个股票的关键数据。”
- 一直盯着股票显示屏，而不是时有时无地一瞥。
- 参加不大可能产生真知灼见的投资人会议。
- 仅适用于卖方：和那种最终不会为证券分析师的时间付费的客户交谈。

良好的时间管理和失败的时间管理

时间是证券分析师最有价值的资源，也是提供竞争优势的有力武器。在我的职业生涯中，我有机会看到数百名买方分析师和卖方分析师的工作状

况。随着时间的推移，我可以把他们分为两种类型：主动型分析师和被动型分析师。

被动型分析师尝试着消化所有得到的信息，不管其对于产生超额收益是不是重要，他们这样做的主要顾虑就是怕错过一些事情。虽然这是一个非常好的 CYA[⊙]战略，但这不会给证券分析师充分的时间来找到那些可以让自己脱颖而出的想法。理查德·白罗蒂先生（Richard Bilotti），一个有 27 年经验的卖方分析师和买方分析师，也完全同意我这个观点，他认为，“对于未知领域，大多数买方分析师都没有时间来开发和探索”。

而主动型分析师则尽力排除干扰，即使他们无法做到完全忽略这些杂音，但也至少能排除大多数杂音带来的干扰，因此，他们可以另辟蹊径，做出出色的股票买入建议。这种类型的证券分析师有足够的自信，就算是无法应对那些被他们的投资组合经理（对于买方分析师来说）或者销售员及客户（对于卖方分析师来说）提出的深奥问题时，也不会觉得尴尬。要知道，为了让买方或者卖方可以最大化其财富，一名证券分析师必须要是股票分析师，而不是一个行业分析师。如果有人问你，一个公司正在买六轴或者四轴的机车有什么影响，你可以说我会关注一下。没有人会因为他不知道这些事情而辞退一名证券分析师，而关键是要把时间花在研判这只股票的表现是超出预期或低于预期的问题上。

证券分析师的一天

没有哪两个证券分析师一天的工作是完全相同的，所以想要制定一个通用的分配时间的公式也是不可能的。但是如果有证券分析师想知道自己与其他人的时间利用有何不同，以下内容总体上来说是对我访谈过的所有证券分析师和我自己的亲身经历的归纳总结。为避免大家将图中的估计值误认为是准确数值或是标准值，我故意在图中将这些数字略去（参见图 3-1）

[⊙]Cover Your Ass，美国俚语，类似与我们的“各人自扫门前雪，莫管他人瓦上霜”。但在这里是指竭尽全力、顾头顾尾的意思。——译者注

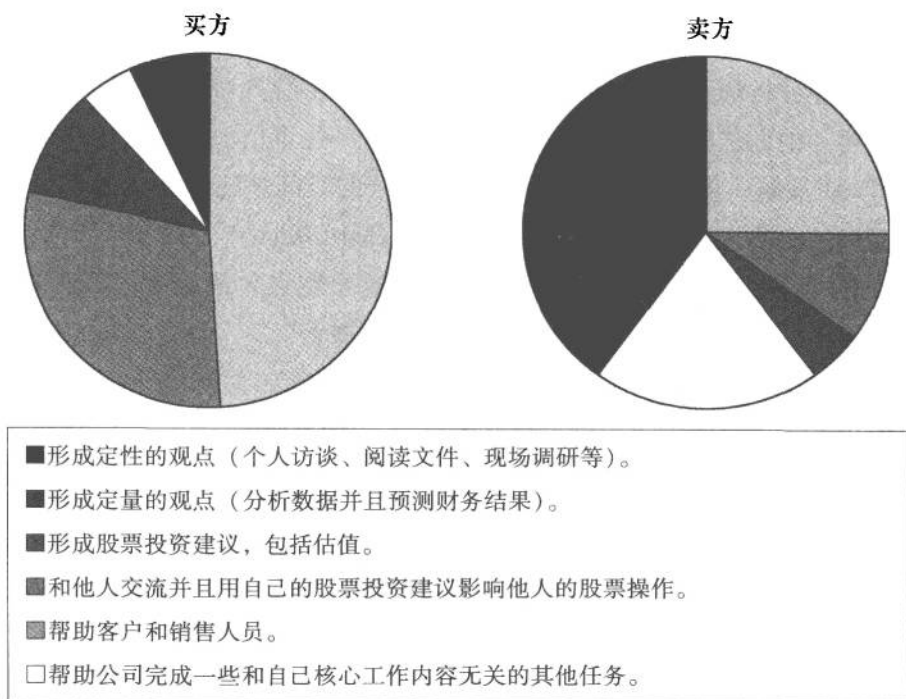


图 3-1 买方分析师和卖方分析师的时间分配

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

争取主动

成功的证券分析师一天中的大部分时间都会用在主动研究上，尤其是那些可以帮助他们发现有关关键因素的独特见解的活动上（参见第八章中对这一点的详细讨论）。一些人也许把这些活动叫做研究的个人特性或是发展优势的核心元素。例子如下：

- 直接给自己的信息渠道打电话，更新一些关键因素。
- 阅读行业期刊，激发灵感，或找到新的信息来源渠道。
- 以不同的方式或格式来比较那些不易被其他金融界人士得到的电子表格中的数据。
- 基于独到的观察而不是市场上可直接获得的数据来进行盈利预测。

- 以某问题为核心来阅读公司的常规文件，努力获得对某关键驱动因素的独特见解（阅读文件并不仅仅是为了在核查表上的方框内都打钩）。
- 参加那些并不是针对金融界做宣传的活动，而是那些包括了对于关键因素来说具有重大投资意义的观点的“有利可图”的活动。
- 对于买方分析师来说，要给那些重要的卖方分析师打电话，获取关键因素信息的更新。

不管一名证券分析师作出怎样的努力去尽力避免工作中所有的被动型做法，但多多少少它总是存在的。之所以要尽量避免，就是因为有成千上万的竞争对手正在做着同样的工作；而且想从这些工作中找到一个新观点的希望是比较渺茫的。在跟进公司的初期就应该了解公司最基本的东西，这一点的重要性毋庸置疑，但是一名证券分析师的工作也应该随着时间的推移而有所改进。正如一名资深分析师所说，“当我想对一个新问题进行更加深入的了解之前，我会先问自己‘这对于现有的投资论点会有什么价值吗？’具体来说，它是否会改变一家公司的投资边界？”如果答案是否定的，那就不要去考虑了，或者至少不要考虑太多了。一旦一名证券分析师对一家公司有了足够的了解，他就没必要再去阅读它发布的每一份材料了。

战术性建议

在表 3-2 中，我为证券分析师列出了许多时间管理的小技巧。其中，我们需要特别注意一个时间管理的小技巧：关掉自动弹出邮件和即时消息提醒功能。除非你是处在一个交易的即时环境中，不然这只会分散你的注意力。微软的一项研究表明，在分散注意力之后，一个人需要花 15 分钟的时间来重新集中注意力。所以，在每次有即时消息提醒的时候，你的思路都有可能被打断，然后花很多时间来集中注意力。从一家 IT 咨询公司 Basex 公布的数据来看，由于工作被打断或者注意力被分散，一个典型的公司文员每天会失去 2.1 个小时的有效工作时间。《创业家》（*Entrepreneur*）杂志在一篇文章中这样评论这个问题（Robinson, 2010: 61）：

在员工的注意力被打断的时候，大脑中会出现一些潜在的活动：分散注意力的信息会侵入大脑中一个叫做意志控制的区域，这一区域具有控制和管理注意力的能力。换句话说，你查看信息的频率越高，你就越觉得自己需要再去查看一次——类似的经历黑莓手机用户和 iPhone 手机用户肯定都应该遇到过。

人们在收到一条消息的时候都会变得激动或者会感觉良好，这是人类的天性使然，所以你要意识到你这是在挑战人类的自然习惯。但是，当你在集中注意力做自己的研究项目的时候，每次你停下来去看其他人希望你阅读的东西时，你就从主动型变成了被动型，而你需要再花一段时间才能把自己变回主动型。如果可以的话，你最好能具有完成多项任务的能力，这样你就可以在两件事情或者多件事情之间快速转换注意力，但即使是这样，你也不可能同时完成两件都需要高度注意力的任务。对此，我们的解决办法就是每天只是定期地查看电子邮箱，这个频率也要根据公司里其他人的反应速度来决定（或者对于卖方来说，要根据客户的反应速度来决定）。有些人可能会觉得这个战略简直就是胡扯，这会让证券分析师和市场脱节，但是如果一名证券分析师总是处在响应他人的状态中，他又怎么能够发现市场中尚未察觉的信息呢？如果一名证券分析师的首要职责是及时回应新闻，那么还是把这个职位叫做“交易员”吧。

作为很重要的一个良好的时间管理技能，证券分析师应该在周五下班前或者周日晚上等外界干扰最少的时候，提前做好下一周的安排计划。如果能再建立一个每周计划日志，那就能达到最好的效果了，这能帮助你为即将来临的一周做好充分的准备。你可能会觉得这个有点夸张，但是正是由于这些小事情，才可以保证每周工作的有序性。很多金融界业内人士也正是因为忽略了这些小事情而无法创造更多的价值。以下是证券分析师应该在每周计划中经常反复要考虑到的一些事情：

(1) 为近期必须出席的活动或者会面（也就是那些要求证券分析师参

加的) 包括出差预留出时间。对于那些需要回复的活动立刻作出响应。

(2) 花一两分钟反思一下“在过去的一周内我都积极地找到了哪些独家观点来帮助自己产生超额收益?” 如果你的答案总是“没有”的话, 那么就有必要给之后的计划表中增加一点纪律性了。

(3) 很多证券分析师都是在一天结束之后才发现他们把大部分时间都花在了被动型工作上, 那么他们就应该在日历上大致规划一下自己的时间, 多留一些时间进行主动研究。证券分析师应尽量在一天中最有效率的时段进行主动研究, 不管这个时段的选择是根据其个人喜好还是因为这是外界打扰最少的时候。而且其频率应该随着时间的推移而增加, 尤其是随着一名证券分析师对这个行业以及这些公司越来越了解的情况下。如果可能的话, 证券分析师的电话应该设置成呼叫转移, 直接接入语音信箱, 这样可以大大减少外界对他的干扰; 对于那些没有独立办公室的证券分析师来说, 最好能一直戴着耳机, 这样别人走过来的时候就会觉得你是在接电话, 不会去打扰你。不管怎样, 至少也要屏蔽所有的来电, 仅仅回应那些在过去帮助过我们产生独特观点的人打来的电话。

(4) 对于那些需要管理一个团队的人来说, 要确保其团队成员也能基本按照这些标准行事。

那些有着额外资源的证券分析师, 比如说有个助手或者海外部门的支持, 应该考虑把一些价值不高的工作分派、外包出去, 或者通过自动操作来完成。在我的职业生涯中, 我遇到的很多证券分析师都信奉“如果你想要搞定某件事, 那还是自己做吧”。但是, 这样一来你的生产力就会被大大降低。一名证券分析师可利用资源的多寡显示了他具有多大的灵活性, 但是总体来说, 如果这件事情不能帮你了解关键因素但又是必须要做的工作, 那么请尝试使用以下几种方法: 指派、自动操作或者外包。

证券分析师之所以会做价值不太高的工作, 通常都是为了确保能有一个高质量的结果。虽然这的确有一定道理, 但是如果我们可以让别人去完成, 再亲自核查校对, 既保证了准确性又提高了自己的效率, 何乐而不为

呢？有一句俗语说得好，“不要去指望任何你没有亲自检查过的东西”。这再一次强调了作为一名证券分析师，当其他人的工作会影响到你的分析时，你就必须要去核查。证券分析师也许需要腾出 5 ~ 10 分钟的时间来检查一份别人完成的历史财务报表的电子表格更新，但从长期来看，证券分析师如果不用自己从头开始建立这种电子表格，则可以节省数个小时。我们不能忽略这个质量控制环节，因为如果他人的工作没有亲自检查就使用，则很有可能导致工作失误而不得不自己着手完成这项任务，这其实是职业生涯中很糟糕的一步。另外需要注意的是，即使是分派或者外包业务，在前期也需要投入很多宝贵的时间，这样才能让分派或者外包工作的人充分理解你的要求和质量标准。另外，在作出这个决定的时候还有一些其他的相关事宜也需要考虑，我已在图 3-2 中详细列出。如果这个任务包括一些独家信息或者需要一个快速的反馈时间，那么交给公司内部处理即可。在其他情况下，这种工作就可以外包出去了。如果诸如建立历史财务模型这样的工作通常是由其他公司的证券分析师来完成的，那么就一定有服务商可以来完成这项任务。

在跟别人交流的时候要设置预案

证券分析师需要和行业专家以及公司管理层交谈来获取新的观点，也需要和投资组合经理及客户交流，来沟通和传达你对股票的投资建议，这些都是工作中很重要的一部分。但是如果不恰当地进行管理，这些活动将会占去你很多时间。为了在管理交流上能保证自己积极主动的地位，最好可以在开始之前给自己设置一个时间期限。现场讨论，尤其是一对一的现场讨论，在时间方面具有很大的灵活性，正因为如此，在你开始讨论之前设置一个现实的时间期限就尤为重要。虽然没有任何两次交流是完全相同的，但是表 3-1 中仍归纳出了一些指导原则来帮你规划时间。如果你在这类活动上花费了大量时间，那么你就应该开始更明智地管理你的时间了。

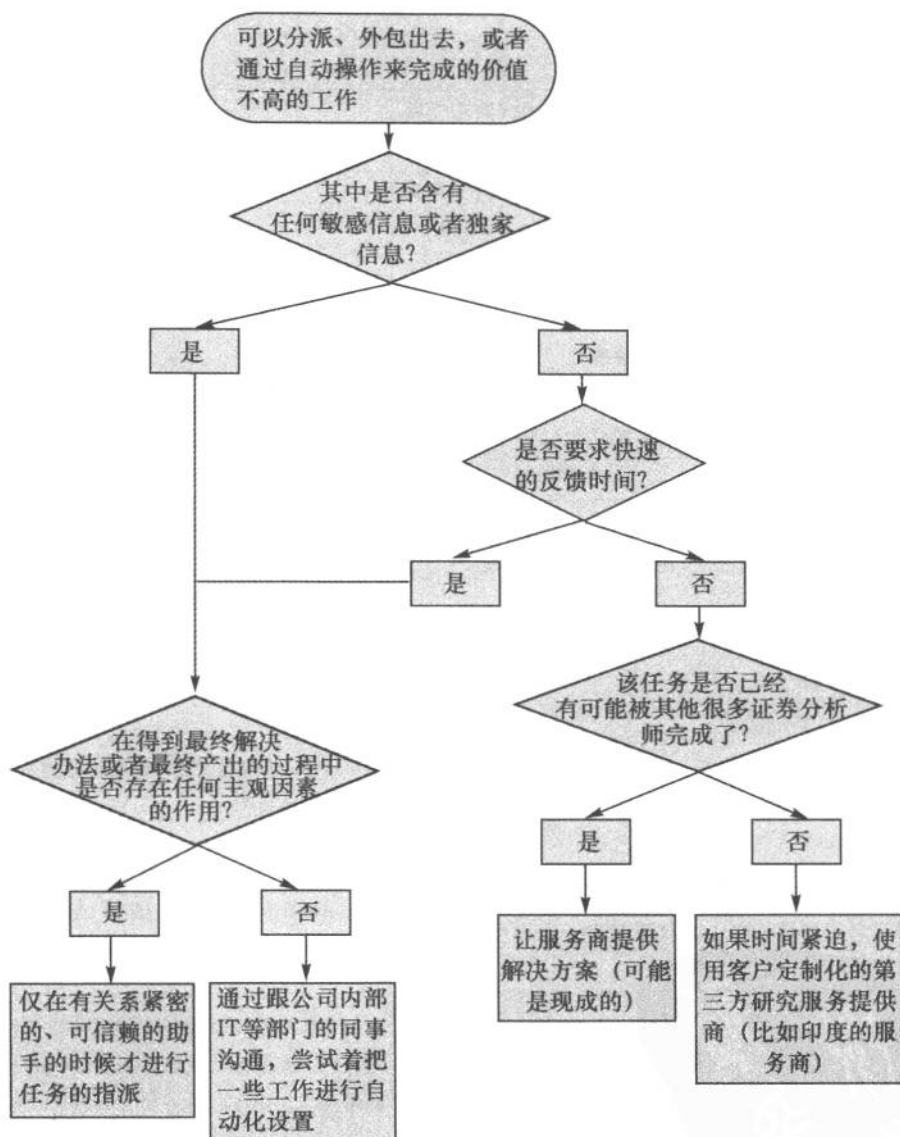


图 3-2 决定指派、自动操作或者外包工作的决策树

表 3-1 最佳实践指南（知识）：谈话和会议中的时间参数

参 与 者	讨 论 目 的	典型的时间期限
1. 卖方和买方的任务		
主动联络公司管理层	关于最近季度报表的几个后续跟进问题	10 ~ 30 分钟
	和管理层一起进行细节讨论的电话会议（必须提前有所准备）	45 ~ 60 分钟
	在公司总部与管理层见面	每位高管 45 ~ 60 分钟
主动联络你自己的信息渠道	第一次通电话	15 ~ 30 分钟
	后续跟进	5 ~ 20 分钟
主动联络通过专家网络获得的信息渠道	简单问题	5 ~ 15 分钟
	需要进行准备的详细讨论	15 ~ 60 分钟
2. 仅买方的任务		
你的投资组合经理打来的电话	你需要回答某个问题	1 ~ 10 分钟（有些人认为不要去吝惜你和上司交流的时间，但是你的确需要很快回到工作中去产生超额收益。）
和（已证明有价值的）卖方分析师会面	行业和公司情况更新	45 ~ 60 分钟
和（已经证明没有太大作用或者没有任何作用的）卖方分析师的会面		0 分钟（不要接受那些没有价值的人邀请你参加的会议。）
有价值的卖方分析师打来的未经请求的电话	证券分析师对于你关注的一只股票或者一个行业有新的观点	5 ~ 10 分钟（直接询问结论、后续问题及其他）
没有价值的卖方分析师打来的未经请求的电话	有些卖方分析师认为给你打了电话就能得到你的投票，即使他完全没有提供任何你关注的一只股票或者一个行业的观点	0 分钟（在一名证券分析师和你这样接触过之后，就把他的电话自动转接到语音信箱中去，直到他的语音留言开始有价值了之后再开始考虑接他的电话。）
主动联络卖方分析师向其求助	就一家公司或者一个行业仅提问 1 ~ 5 个问题	5 ~ 20 分钟
	就一家公司或者一个行业提出 5 个以上的问题	45 ~ 60 分钟（建立一个电话会议，这样证券分析师就可以进行准备，大家都不会有压力感和紧迫感。）

(续)

参 与 者	讨 论 目 的	典型的时间期限
3. 仅卖方的任务		
和重要的买方客户第一次会面或者打电话	了解客户的需求并传达你对自己关注的行业和公司的看法	60 分钟（可能会需要更多的时间，但是在第一次见面的时候不要给客户过量的信息；人类大脑每 60 分钟是需要休息一次的。）
与重要客户的例行电话联系	传达你对客户感兴趣的行业和公司的新看法	5 ~ 10 分钟（你大概 75% 的情况下都会转到语音留言，所以实际上这也可能是 30 ~ 60 秒的语音留言）
重要客户打来的电话	你需要回答问题	5 ~ 30 分钟（一些人可能会说和客户交谈不用限制时间，但是在现实中你的确需要回到自己的工作中去并可以为其他客户提供服务）
机构销售员工打来的电话	你需要回答问题	5 ~ 10 分钟
根据销售员的要求给陌生的客户打电话	大部分情况下目的不明	0 ~ 10 分钟*
与团队中的初级成员见面或者谈话	你需要回答问题	5 ~ 10 分钟（如果有可能要花更长的时间，就安排团队成员事先阅读一些有关材料，之后再进行讨论）

* 卖方分析师请注意：你的销售员可能是非常重要的，但是有些销售员却感到自己是在一个拉斯维加斯式的自助餐会上一样，你的时间就是最典型的一道菜。他们会需要你的时间来确保在年底的时候他们的个人绩效令人满意；在接电话之前或者进行一对一的会面之前，一定要保证这个客户是可能给公司带来利润的。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

下面的这些谈话技巧可以帮你结束那些已经过久的对话：

“我有另外一个会议/电话会议要去参加。”

“我必须要去准备一下今天晚些时候/明天的会议了。”

“我有个工作要赶时间去完成。”

“我希望根据你的见解尽快采取行动，所以先走一步了。”

“我不得不马上告辞了，我要搭 7:08 的火车回家。”（买方可以跟卖方使用这个借口，但是反过来就不可行了。）

保持平衡

为了防止被工作累得筋疲力尽，证券分析师应该努力在工作和个人生活中找到一个良好的平衡，当然也要制定一个现实的时间表来实现自己的职业目标；千万不要指望可以一夜成名。我见过太多天资聪颖的顶尖分析师，他们都是因为工作过量造成积劳成疾。这一现象在卖方分析师中较为普遍，但是我也见过不少买方分析师有同样的问题。

长时间的工作对于那些刚毕业的大学生来说是不成问题的，对于那些没有太多其他兴趣或者关系的证券分析师来说也是可以接受的。但是随着个人兴趣的逐渐发展，长时间的工作就会变成致命的毒药。我见过很多非常有潜力的卖方分析师，他们都在 25~30 岁的黄金时期决定不再做全职证券分析师，主要就是因为他们已经累得筋疲力尽了。为了更好地说明这一点，我们可以看看在 1996 年到 2008 年之间《机构投资者》杂志提供的数据，他们列举的 1080 位证券分析师中，榜上有名的 41% 的人都只出现了两年甚至更短的时间。这些证券分析师大多都是工作狂人，他们不顾生活不顾身体拼命地挤进这个排行榜中（能进入这个排行榜是个很了不起的成就），但是他们并没有能在榜上停留足够长的时间，甚至都没有两次上榜。根据我的经验来看，这就是因为缺乏工作和生活之间的平衡而导致他们被淘汰了。

避免在工作中筋疲力尽的关键就是要意识到这个平衡的重要性。这的确是说起来容易做起来难，而且经常需要自己不断反思或者好友的频繁提醒才能做到。以下的一些问题大家应该经常问问自己：

- 你业余时间喜欢参加什么活动吗？
- 你是不是经常发现自己的职业目标和个人追求之间存在冲突？
- 你是不是开始厌倦自己的工作了？
- 你会真的去庆祝个人生活中和职业生涯中取得的胜利吗？

时间管理方案

无论在什么时候，当我吸收新成员加入我们团队的时候，都会鼓励他们去参加一个时间管理方面的培训，当然我的这种做法也受到了一些批评和怀疑。毕竟，这么做是不是非常无聊或是只能涵盖一些大家都知道的事情？但是，每次他们按照这个方法去做，回来之后都会说“这简直就是我接受过的最有用的培训了”。最近我从一个多年前离开我们团队的同事那里收到了一封电子邮件，他跟我反馈这个培训课程对于他长期的职业成功起到了多么大的帮助。现在有很多时间管理课程，但是其中的两个黄金标准就是“尽管去做”^①和富兰克林柯维的“聚焦”课程^②。每个课程都提供了一个一天的研讨会（需缴费）让大家来掌握其独特的时间管理系统。

戴维·艾伦的书《尽管去做：无压工作的艺术》以及他的一些公开研讨会和私人培训课程都受到了追随者的高度追捧，在他们心目中已经达到了一个神圣的高度。他的这套系统通常被叫做 GTD^③，是由五个阶段组成的：收集、处理、整理、检查、行动。首先，从你的桌面上现成的东西开始做起，从你的收件箱里或者你大脑中已经存在的东西开始做起。如果其中任何一件事情可以在两分钟或者更短的时间内完成，GTD 就会指导你应该立刻动手。但是，对于那些不能立刻开始着手的事情，或者需要不止两分钟才能做完的事情，GTD 就把它放在一个密封的盒子中——实际的纸盒或者电脑软件。所有要做的事情都会被收集起来——收件箱收到的一封感兴趣的电子邮件或者你发现 10-K 报告中一些值得深入研究的事情。一旦你收集了这些内容，你就需要处理它们，或者说得更简单一点，就要考虑它们。这个处理阶段包括了两个关键问题——我想要的结果是什么？我下一步应该怎样行动？花一定的时间来充分确定某个项目的期望结果，这样可以使你的目标变

①Getting Things Done，时间管理方法创始人戴维·艾伦（David Allen）的畅销书，国内的中文译本叫做《尽管去做：无压工作的艺术》，由中信出版社2003年出版；在网络上流行的《搞定！—两分钟轻松管理工作与生活》这一版本则是台湾译本的名称。——译者注

②富兰克林柯维公司（FranklinCovey），为各种组织和个人提供时间管理培训和评估服务的专业机构。“聚焦”课程（FOCUS）是其著名的时间管理课程。——译者注

③GTD 即为 Getting Things Done 的首字母缩写。——译者注

得更清晰。

在整理阶段 GTD 要求把需要完成的任务按照不同的类别来分别处理。艾伦鼓励使用一系列具有情景关联的事务清单来替代简单的待办事项表，这些情景包括：打电话、办杂事、在家、在电脑旁、工作任务、等待处理、将来某时/或许。如果某件事情需要上网搜索或者给投资组合经理打电话咨询才能完成，那么就根据它的合适属性来给这件事情归类。把所有你不能立刻完成的事情放进等待或者将来某时/或许的分类中。所有的任务分类清单都最好放在同一个地方，比如你的 Outlook 任务管理器或者 Lotus Notes 笔记系统之中。把所有这些任务和项目外化转移到同一个系统中是为了解放你的思维，可以让你更具有创造性和创新性，并且能自由地思考。

艾伦的这套系统中最有挑战性的可能就是检查阶段。在这个阶段里，他建议我们至少每周要暂停一次，好好回顾过去的生活。这样每周进行回顾可以帮助我们保持头脑清醒，并且可以及时更新你的“下一步行动”清单。当然，你始终是要开始着手去做这个清单上的事情的。如果你已经收集了某一项具体工作需要的所有信息，并且进行了很好的处理，这样就可以保证它们是有意义的，那么在进行了整理之后，就可以保证它们被充分利用（并且在将来也可以被再次使用），之后再进行检查，就可以保证你得到最及时的更新，这样，你就把自己摆在了一个有利的位置，随时可以给出令人满意的答案。

而富兰克林柯维公司则采取了一个完全不同的方法（该公司的合作创始人史蒂芬·柯维博士^①著有《高效人士的七个习惯》^②）。在初始阶段，它让每个人都建立一份个人的任务使命陈述，通过这份陈述可以发散映射出其他的一切。对于那些希望可以成为好爸爸的人来说，很有必要来权衡一下想要达到的不同目标之间的冲突，比如，成为公司里排名前 20% 的证券分析师或最终能在波士顿马拉松大赛上跑进前 50% 的成绩。这会是非常具有挑

^①史蒂芬·柯维博士（Dr. Stephen Covey），被《时代周刊》评为“美国 25 个最具影响力人物”之一，亦被《经济学人》杂志推举为“最具前瞻性的管理思想家”。——译者注

^②《高效人士的七个习惯》，The 7 Habits of Highly Effective People，中国青年出版社 2008 年出版。——译者注

战性的，因为这就迫使你从很现实的角度出发，考虑应该怎样合理分配一周的时间。从此开始就要建立明确的目标，这个任务使命陈述才能得以实现。比如说，对于那些希望可以进一步提高自己专业评比名次的证券分析师来说，他们也许可以设立一些目标，例如，要求自己每个月至少得出一个值得放进自己的股票资产组合中去且不同于市场观点的股票观点。从此开始，建立任务也就在本质上更加具有战术性了，比如在早上七点钟的时候就来到办公室，在八点钟之前就能粗略地浏览一遍所有收到的电子邮件和研究报告。完成每个目标也许都包括了多重任务的实现，其中有一些是每天都会发生的，而有些则是需要了才会用到的。（例如，“下周要去和约翰·史密斯先生见面，获得政府方面对所关注行业的一个常规性风险的观点。”）我们每天都要给各种任务划分出优先级，这最终会帮助我们建立起一个证券分析师的日程表。对于那些觉得自己永远没法实现日程表计划的人，这个方法就能迫使他们下定决心，在更加理智地使用时间和过多的目标之间作出选择。

从我的角度来看，采用哪个方法其实并不重要，关键在于只要你能证明这个方法可以有效地帮助你设置工作的优先级，并且能帮助你不断地完成之前设置的目标。我强烈鼓励你拿出一天的时间来参加这种课程（或者阅读其中一本书）。不要以为时间管理是自然而然的事情。要记住，时间是证券分析师最宝贵的资源，如何利用时间也将给你长期的职业生涯带来深刻的影响。表 3-2 为证券分析师的时间管理小贴士。

表 3-2 最佳实践指南（技巧）：证券分析师的时间管理小贴士

- 实施在时间管理课程中学到的任务优先的技巧。
（GTD 和富兰克林柯维是全美最广受好评的两个课程。）
- 提前计划你的一周工作（虽然事情不会完全按照你的安排来进行，但是如果彻底没有计划的话，你的宝贵时间就有可能浪费掉）。
- 在你的日历上根据任务的不同类型为其安排优先顺序，尽量把主动性的事件排在被动性的事件之前。
 - 从主动性事件中最有可能发现独家或有价值的观点：
 - 和行业专家进行的单独访谈或者小规模会议
 - 拜访公司管理层
 - 很少证券分析师参加的行业会议

(续)

- 被动性事件通常可能只会提供背景信息，而不会提供产生超额收益的观点：
 - 每季度关于收益的电话会议
 - 由卖方资助的投资人会议（假设没有安排与管理层的一对一会议）
 - 现场参观，尤其是在没有公司高管人员参与的现场参观
- 明智地计划自己的出差：
 - 一旦你了解了一家公司，就没必要去参加每一场与该公司有关的活动了，只需要出席那些可能帮助你发现或者了解关键因素的活动。
 - 如果可以在一次出差中就实现多个目标，那么你的时间利用率就会大大提高。（如果你要出差，就尽量在一次旅途中多安排几个会议。）
- 巧妙地使用出外勤的时间；通勤和交通的时间很容易就能占到你一周工作时间的 20%。要确保把这些时间利用起来，而不是仅仅在阅读金融类的报纸杂志。
- 在你进行主动性研究的时候，把所有的来电都转移到语音信箱中，并且关上办公室的门，如果你是在公共办公区域的话，就戴一个头戴式耳机，让自己和旁人都清楚地知道你不想被打扰。
- 屏蔽所有的来电，只接听那些可以提供帮助和那些回答你的问题的人打来的电话。
- 关掉电子邮箱收件自动提示和即时消息提醒。
- 除非是身处一个交易的环境中，不然每天只需要在计划好的时间看几次交易显示屏就足够了（例如，在开盘、午餐、收盘前看一看，或者每小时看一次）。
- 如果条件允许，大致浏览一下电话会议材料即可，没必要完整地听完 45 ~ 60 分钟的会议录音。
- 如果你的研究或者你和客户的交流需要每天都定期完成一些价值不高的任务，就考虑把它分派、外包出去，或者应用设置使其能够自动完成。
- 定期地进行自我反思，以确保自己没有走上一条精疲力竭的不归路。
- 巧妙地建立起自己的信息中心来获得更多的观点，并且把外部干扰降到最低（相关深入讨论请参阅表 5-3）。
- 除非出现以下情况，不然不要花时间和媒体交流：
 - 记者可以给你提供观点。
 - 你强烈地需要满足自己的虚荣心。
 - 可以有助于你的年底排名（但是在大多数情况下，是不会有any帮助的）。
- 仅适用于买方：
 - 不要试着去读每一家公司的每一份卖方报告，而是要努力找到两三位可以满足你的需求

(续)

的证券分析师（彭博通讯社、StarMine 和 FactSet 都有相关的功能可以帮助你来找到最佳的收益预测和股票投资建议的卖方分析师）。要关注评级的变化，或者其他卖方给出的重要想法。

- 如果信息服务商和证券分析师的发布内容对增加价值没有帮助，就取消订阅。
- 对于那些尚未被证实有能力增加价值的人打来的电话，尽量避免接听。（把这些来电转接到语音信箱即可，直到发现他们能够提供价值。）
- 定期地向卖方销售人员提醒你感兴趣的领域及如何能增加价值。
- 在不损失精确性或者观点的前提下，使用卖方或者第三方的财务模型（详见第十七章），比如：
 - 根据事情的重要性来建立模型结构
 - 建立历史数据
 - 更新每季度的数据
- 仅适用于卖方：
 - 在一天中的某一时段（如下午 2 点到 4 点之间）内集中回复那些非紧急的电话，把其中一些较为不重要的电话分派给团队里的初级分析师。
 - 要学会怎样有技巧地拒绝（比如，告诉一个销售员你是不会与小客户共进午餐的）。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第四章

影响他人以完善观点并传达己见

简介

美国劳工部根据重要性的不同，从高到低列出了证券分析师所有必备的技巧。(美国劳工部，2009)。虽然这份清单长得可怕，但也的确值得我们重视。其中除了影响他人的技巧排位略微偏低（社会洞察力位列第15，而劝说技巧位列第17）之外，总的来说还是非常合理的。同时，这份清单也再一次向我们证明了一个广泛存在的误解：大家都错误地以为，成功的证券分析师的主要工作就是去了解公司及其财务表现。从我自己多年来担任证券分析师和研究部主管的职业经验来看，最有效率的证券分析师往往是那些能够成功影响他人的分析师。

证券分析师每次在进行交流的时候，几乎都多多少少需要对他人施以影响。顶尖的证券分析师总是能够运用自己影响他人的技巧来提高效率。以下几个比较常见的例子就能进一步阐述这一点，让我们了解到影响他人的技巧对于证券分析师来说是多么的重要：

● 买方分析师或者卖方分析师：

- 通过一对一的交谈或者更广泛的市场调查等活动，从行业信息渠道那里获得自己需要的信息。
- 通过公司内部同事获得其他行业的重要信息。
- 希望投资组合经理采纳证券分析师的投资建议，或者对提出有益观点的证券分析师予以奖励。

● 卖方分析师：

- 会撰写一份具有说服力的报告或者留一条具有说服力的语音信息，来鼓励客户根据他们的建议采取行动。
- 会影响销售人员向客户作出投资推荐。

影响他人和操控他人（强迫他人）这两个概念是很容易混淆的，但它们之间有着本质区别。强迫和操控意味着不考虑他人的需要和想法，而把自己的意愿强加给他人。在通常情况下，由于大部分利益相关者都没有授权证券分析师直接操作，所以证券分析师就需要依靠对他人施以影响才能完成工作。

成功地影响他人需要的技巧

无论是和上级主管进行一对一的谈话，还是给一位重要的行业关系人发电子邮件，在每一种情况下都需要具备影响他人的一系列重要的技巧。所以，证券分析师非常有必要掌握以下的一些技巧（Dent & Brent, 2006: 28）：

- 自我意识
- 沟通技巧（谈话沟通和书面沟通）
- 意识到他人的需要
- 倾听技巧
- 适应性
- 建立关系网
- 自信
- 信任度

自我意识。尺有所短，寸有所长。除非你是超人，不然你就不可能擅长每一项技巧。要来改进你的不足之处，第一步就是要首先意识到它们的存在。正因为如此，你应该经常问问朋友们和你信赖的顾问，看看他们对你的业绩表现有什么看法。在你对一些人做了很重要的讲演之后，至少要联系其中的一个人询问他的意见。为了保证你可以得到有用的意见，不能是仅仅问

“我刚才的表现怎么样”，而是要进一步询问“能帮忙给我刚才的表现从以下四个方面打分吗”：

- 清楚、明白的演讲能力
- 整个过程中的逻辑
- 支持我观点的信息量
- 身体语言，比如眼神交流和姿势

卖方分析师应该总是要求那些参加他们介绍讲演的销售人员在事后及时提供反馈。这时候，问一些很具体的问题也会有很大帮助：“您觉得我应该怎样做才能更加接近（说出一个你们公司内部掌握此项技能的成功证券分析师的名字）的水平？”

沟通技巧（谈话沟通和书面沟通）。在和你的利益相关者进行口头和书面沟通的时候，你是在用他们的方式来和他们交流吗？你的表现是否就像你是在他们的文化影响下成长起来的一样？我见过很多成功的证券分析师，都是因为没有达到这样的标准，从而使他们的工作质量必须远远高于平均水平才能被人注意到。如果你的想法不能被他人了解，那么你将很难顺利地对他人施加影响。正如在本章中讨论的其他诸多问题一样，一定要确保得到关于你能力的反馈，这样才能帮助你改进不足之处。在这种情况下，你可以去参加有关演讲、语言以及写作方面的培训来帮助你提高自己的沟通表达能力。

意识到他人的需要。根据我的经验来看，这个秘密小技巧能帮助你成为一个具有强大影响力的人。在我整个职业生涯中，我会经常看到高智商的证券分析师错过了很多可以获得有价值的观点的机会，就是因为他们在整个讨论过程中几乎没有关心过别人的需求。所以，要想能够影响别人，在开始讨论之前，证券分析师一定要在心里问自己两个问题：

- 这对他们有什么好处（利益诉求点）？
- 他们关心哪些问题？

如果你是在与一个公司的执行总监进行一对一的谈话，你提出的问题是“对于本季度设定的10%的收入增长目标，您认为可以达到吗？”你觉得在这个执行总监的大脑中会有怎样的思维过程呢？以下就是几种可能的情景：

- 我想让这名证券分析师给我们公司更高的评价，这样我们就将会得到更加积极的股票投资建议，但是……
- 我不想冒险丢掉这份工作，所以还是不要违反上市公司信息披露条例比较好。

于是，他们对于这个问题的回答就会倾向于比较笼统和敷衍了，因此也就没什么太大的价值。比如他们可能会说“我们并没有对一个月前提供的那些指导原则作出任何改变”。

如果证券分析师在设计这个问题的时候能更多地考虑到他们的出发点和关心的问题，那么这个执行总监就比较有可能提供一些更加有意义的回答。比如说，你可以这么问，“您可以讨论一下影响你们公司收入增长的因素吗？哪些会有助于你们超过10%的季度收入增长目标？哪些又会阻碍你们实现这一目标？”如果这样来提问，这位执行总监就能有更大的自由度来进行回答了，他也不用担心会违反上市公司信息披露条例。执行总监在讨论积极因素和消极因素的时候所使用的强调语气和所花费的时间，这些其实都是对于公司业务进展很好的暗示，注意到这些潜在信息就是证券分析师的工作任务。

除了利益诉求点之外，也要考虑到政治敏感度，比如每个人可能持有的主观倾向。公司经理们不会否认同事的观点或者是一个重要的产品系列，所以不要向他们直接咨询和主观看法有潜在冲突的问题。正因为如此，我会经常试着和公司经理或者自己关注的行业联系人进行一对一的谈话，这样就可以尽可能隔离这些主观看法，也可以保证它们不会和在同一间会议室里的另一种观点发生冲突。有一次，我去一家曾经关注过的大公司拜访，发现他们的管理层人员总是三五成群地坐在那里讨论个不停，可以持续三四个小时不间断。这就会带来一些问题，因为这些执行总监们都野心勃勃地想成为公司

的 CEO，因此，他们都不愿意对自己或者他人的项目提出任何质疑，生怕会出现什么闪失。与这个情景类似的，有一次我看到一位卖方分析师邀请公司的一些执行总监和公司的客户共同参加晚宴（这其实就跟开会讨论是一个性质），期间就出现了这个问题。对于想获得客观的信息来说，这完全不是一个理想状态，因为公司会犹豫要不要解释他们是怎样控制价格并主导市场的，客户也会迟疑是否要对他们的产品提出批评意见或者要不要讨论一下这个公司的竞争对手。所以，在从可能有利益互相冲突的个人群体那里寻找信息的时候，证券分析师应该试着“分别对待，逐个击破”，其首要因素就是要清楚地了解客户的利益诉求点。

倾听技巧。如果证券分析师不愿意花时间倾听别人都在关心哪些问题，那么他们就无法意识到他人的需求。虽然对于证券分析师来说，主动提问是非常重要的，但是你有没有发现在跟客户的谈话中你自己的发言占了大部分时间呢？你是否经常打断其他人，帮忙下结论或是插入自己的观点呢？如果真是这样的话，你可能就不是一个合格的倾听者，而这也将最终削弱你影响他人的能力。这并不仅仅是说证券分析师会丢掉一部分信息，而且他们也会让对方觉得自己的主导能力在不断下降。随着主导力感觉的丧失，他们也就没有热情来继续提供有价值的观点。市场上有很多倾听技巧的培训课程，如果有必要的话，证券分析师可以去选择参加一些来提高自己的倾听技巧。

适应性。如果你要进行现场调研，那么就要做好准备去适应。大家通常更倾向对相似度高的人敞开心扉。所以，在我出差去参加一个货车运输公司的会议时，我几乎不会打领带，也不会戴袖扣；但是，这种装扮对于一家大型公司的首席执行官会议来说却又是必不可少的。我们在这里讨论的适应性还远不止外表打扮这么简单。一定要了解你想影响的对象的心态。你将会经常遇到公司的中层管理人员，但是他们都不太愿意和华尔街的证券分析师沟通，因为他们担心自己对于已有的话题不能足够机灵、巧妙地去讨论。所以，要适应这种情况，就可以和他们分享一些关于业内一些常见话题的趣闻轶事，因为谈论这些内容，他们可能会更自在一些。比如说，如果我在一次会议中遇到一个农作物运输商，我会在一开始就跟他提到，“我听说今年运

输农作物的火车车皮严重短缺”。这个话题对于业内人士来说是非常基础也是非常普遍的，用诸如这样的引子开始我们的谈话，就有可能降低其他人对于诉说有关问题的焦虑度。

建立关系网。经验丰富的证券分析师之所以优于经验不足的证券分析师，一个主要区别就是他们拥有通过长时间积累起来的关系网络；当然，我在这里并不是仅仅谈论那些行业信息源，这个关系网络还包括了公司里的其他人，比如那些不和他们在同一部门工作的人、客户、销售员、交易员和朋友。要时刻谨记，你需要大量信息来产生独到的股票观点，最好的方法就是从口头上得到这些信息；通过这种方法获得的信息就很有可能尚未被市场所了解。（你可以通过和关系网络内的四个同事谈话推理出一个结论，也可以通过阅读《华尔街日报》来了解一个概念，那么到底哪个方法更能帮助你产生超额收益呢？）要记住，时间永远是你最宝贵的资源，你是永远没法认识每一个人的，所以为自己创造机会建立人脉网络就显得至关重要。如果你受邀去参加一个内部或者外部会议，一定要努力和一些人接触，并给他们留下足够深刻的印象，这样在以后有必要的时候你就可以给他电话咨询。要确保你回到自己办公室的时候，就立刻把他们加入你的联系人列表中（参考第五章中对如何建立联系人数据库的全面讨论）。不管他是多么的微不足道，都不要轻易删除任何一个联系人。我在一次去洛杉矶港的旅行中认识了一个一线员工，他之后对于我确认港口拥堵的问题起了非常重要的作用，我也正是用了他提供的信息来支持自己的观点，对一家从港口吊运集装箱的铁路公司作出了一个重要的股票投资推荐。

自信。人们通常更倾向于相信那些自信的人。如果你希望一个人能同意你们的讨论，或者希望说服别人采纳你的股票投资建议，那么你就需要表现得非常有自信。增强自信心的方法包括：

- 准备充分（清楚你将讨论的话题是什么）。
- 通过热情以及活力充沛的状态表现出你对这个话题的兴趣。
- 看起来是放松的状态。
- 谈论到可能遇到的挑战时表现出乐观的心态。

自信固然重要，但是也不能走另一个极端，千万不能让自己看起来盲目地自信。在我自己的职业生涯中，有些时候我能察觉到一些证券分析师，在他们的股票走上相反方向的时候，反而变得更加有信心，他们这么做就是为了说服自己所有的假象最终会变成现实。但是，很多事情并不可能仅仅因为你信心满满地说出来了就会成真；你需要做一些研究才更有可能作出正确的判断。一位资深的卖方分析师曾经跟我说道，“我觉得，有些证券分析师在每一次推荐股票或者预测的时候表现出那种高度自信，都太天真幼稚了。作为一个能够掌握好平衡的证券分析师来说，关键就是要能意识到任何股票投资建议的不同观点，并且在外部情况发生变化的时候做好调整观点的准备。”

信任度。人们一般都会避免让自己不信任的人影响。因此，你就需要让你想影响的人建立起对你的信任。除非你对于要讨论的话题已经有了10年以上的经验，不然你就需要花费很长时间在那些你希望影响的人中间建立起信任度。通常失掉信任度比建立信用度要来的快得多。正因为如此，在你张嘴说话或写报告前一定要三思而后行，一定要保证自己将向着建立信任度的方向前进，而不会适得其反。在我和新客户开始第一次谈话的时候，客户通常会先试探性地问一些他们已经知道答案的问题，其实仅仅是想看看我是否真的知道自己所谈论的话题。一些卖方分析师经常觉得这种问题是一种冒犯，因为他们希望和买方的会议完全是讨论他们的新理念，但是很重要的是，我们一定要懂得，在和客户进行讨论诸如最喜欢的股票的问题之前，一定要先用信任做好铺垫，这样才有助于发展和客户的关系（Dent & Brent, 2006: 157）。

影响他人所需的关键技巧如表 4-1 所示。

表 4-1 最佳实践指南（知识）：了解影响他人所需的关键技巧

- 影响他人的技巧对于建立信息网络、获取独家信息以及影响他人采纳你的股票投资推荐来说都是至关重要的。以下是几个影响他人的技巧中最重要的方面：
- 自我意识：从你信赖的顾问那里寻求反馈意见，从而了解到自己在哪些方面还存在着局限性，并且努力提高。
 - 沟通技巧：确保你可以在自己希望影响的文化群体中轻松自如地进行口头和书面的交流，就好像自己也是那个文化氛围中的一员。

(续)

- 意识到他人的需要：要确保在你开始试图影响他们之前，你一定要了解到两点：①他们的利益诉求是什么？②他们关心哪些问题？
- 倾听技巧：千万不要自己一个人主导任何一次谈话。如果条件允许，可以参加一些提高倾听技巧的培训课程。
- 适应性：适应你希望影响的人的谈话方式，采用让他们感到更加自在的措辞和深度进行谈话。
- 建立关系网络：把每次谈话和会面都当做一次难得的机会来扩展你的关系网络。
- 自信：通过充分的准备、热情的态度、放松的状态和乐观的心态在你希望影响的人面前表现出自信。
- 信任度：向你希望影响的人提供准确的、有深度的想法来建立起你在他们心中的信任度。通常失掉信任度比建立信用度要快得多。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第五章

建立并组织一个信息中心

正如之前提到的，我听说一名证券分析师一天所接收到的全部信息中，仅有不到2%的内容能真正给他们提供新鲜观点——我完全同意这一点。这本书中的最佳实践指南就是希望能改变证券分析师现有的工作方法，逐渐提高这个比例。我们会讨论到一些必要的因素来增加有用信息量并减少垃圾信息量。

为了简化建立信息中心的过程，一名证券分析师在制定总体战略时需要回答以下问题：

- 需要收集哪些信息？
- 该从哪里收集？
- 怎样才能最有效地组织这些信息？

如果一名证券分析师无法从战略上逐一解决上述问题，那么他的战略就存在着一定风险——要么信息冗余，要么信息匮乏。

需要收集哪些信息？

要搞清楚到底需要收集什么样的信息，就一定要记住，整个游戏的最终结果是要挑选出由于当前市场中存在的误解而导致定价有误的股票。因此，证券分析师所关注的应该可以左右股票价格的关键因素（我之后会在第八章中详细讨论这个问题）。这里所强调的关键就是，证券分析师的工作并不是要全方位地关注所有的公司、盯住每一个投资主题，还要无一疏失地收

集到所有信息。在收集关键因素的相关信息时，要考虑一下在表 5-1 中列出的几个方面中应该怎样组织这些信息：

表 5-1 最佳实践指南（知识）：需要收集的关键信息

行业信息（形成宏观的观点）	公司信息
<ul style="list-style-type: none"> ● 行业增长/需求/市场机会 ● 主要的投入成本 ● 行业威胁和风险 ● 兼并和收购（M&A） ● 行业信息来源 	<ul style="list-style-type: none"> ● 管理层的指引、目标和战略 ● 主要生产线、服务和客户 ● 新兴增长机会 ● 成本膨胀（成本降低） ● 威胁/风险 ● 资本支出；土地、厂房及设备（PP&E） ● 融资需求；自由现金流（FCF） ● 兼并和收购（M&A）

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

该从哪里收集？

在作出股票推荐时，大致有两种类型的信息可以参考：公开信息和独家信息。本章的最佳实践指南就是旨在帮助证券分析师收集到所有相关的公开信息，而关于独家信息的收集，我们会在第九章中详细讨论。

收集信息的第一步就是列出一个清单，写明你们公司使用的所有服务和应用程序（如彭博新闻社、FactSet^①、Capital IQ^②，StarMine^③），因为不管是对买方还是卖方来说，它们都是在战场上最有力的武器。是否能接触到有用的信息，是否了解在需要的时候应该怎样得到这些信息或再次得到这些信息，这对一名证券分析师的成功来说起着至关重要的作用。因此，学习如何有效使用这些有关市场数据的应用程序或服务所花费的时间是完全值得的。

①FactSet 是一家提供金融数据和软件开发的公司，专注于技术以及客户服务，总部位于美国加州诺沃克。被《福布斯》杂志连续 13 年评为“最佳小型公司 200 强”。——译者注

②Capital IQ 是一个以互联网为基础的研究平台，主要运用 Excel 软件，对全球范围内的公司、市场和人员的各种信息进行处理，并与财务模型设计、市场分析、工作流程管理等工具进行有机结合。目前全球主要金融业公司都在使用 Capital IQ 客户端，其中不乏诸多知名投资银行、咨询公司、对冲基金、私人股本公司等。——译者注

③StarMine 是汤姆森路透旗下的一家公司，为全球最大、最值得信赖的证券研究表现评级机构。——译者注

在寻找资源的时候，你的第一反应也许是问一问坐在你旁边的人，这的确是一个很好的开始；但是，很少有坐在你旁边的人恰好能对公司里的所有资源都了如指掌。所以在得到了那个人的意见之后，你可以询问你们部门的运营经理或者任何最终支付账单的人，因为在这个职位上的人有可能对公司所有的服务供应商都有所了解。在我工作过的每一家公司里都存在着此类资源，但是大多数证券分析师都没有意识到它们的存在，所以自然也就没人会去使用。但是，在现实状况下，由于一些服务是要按人头收费的，所以运营经理是不会给每一位新入职的员工都列出这样一份完整清单的。我并不是在建议你要去消耗掉你们公司里所有的大大小小的资源，而是希望你确定自己能先了解可以使用的资源都有哪些之后，再开始你的研究工作。

即使某项服务在你看来只有一丁点的价值，也要去看看这项服务的提供商是否能提供相关的培训课程。事实上，大多数情况下答案是肯定的（而且此类培训大多数都是免费的）。很显然，如果你不知道怎么去使用一个工具，你当然也就无法去利用它。如果你不确定这个工具到底能帮你做什么，就去问一问服务提供商的代表（销售员或者培训师），让他们给你解释一下其他证券分析师都是怎样使用这个工具的。如果你听起来觉得还不错，就可以花上至少 30 分钟的时间去参加一下相关的培训课程，学习一下它的使用方法。是的，刚开始的时候，这的确会占用你的一些时间，但是如果你要打赢一场战役，你就需要在你的武器库里备齐所有的武器和工具。同时，也要跟服务提供商代表索要快速参考卡（QRCs）或者我们也可以把它们叫做“小抄”，也就是那些总结了这项服务最重要功能的小卡片，最好是专门为证券分析师设计的那种。要确保把这个服务提供商的服务咨询电话号码添加到你的联系人列表中，因为你也许在几个小时都无法搞定它的时候就需要打电话求助了。

在这些服务中，最有价值之一的就是新闻服务，或者说是一个新闻聚合体。它除了提供新闻服务之外，还有助于建立一个按客户需求定制的网络搜索引擎，类似主动的博客搜索（可以通过 Blog Pulse 和 Technorati 等实现）。现在我们就来看看其中最重要的部分：调整新闻过滤器和提醒设置。毫无疑问，这绝对是证券分析师使用的所有应用程序中排名前五的“杀手锏”，可

以用来更好地发挥自己的技能并提高工作效率。证券分析师至少要在以下的每一项中都设置单独的过滤器/提醒设置：

- 每个公司
- 每个行业
- 你的分析中所需要的有关重要术语的关键词

持续地对新闻（以及电子邮件）过滤器进行调整，让自己接收到的信息都是高集中度的相关信息。如果你不断收到跟自己的关注领域不相关的材料，就要重新设置一下你的过滤器。经常调整过滤器的设置看起来是一件很麻烦的事情，但是在整个职业生涯中这将帮助你节省数百小时的宝贵时间。与此同时，你也可以建立一个自动弹出的提醒设置，专门提醒你那些最重要的话题，但是这其实也完全取决于你设置约束条件时操盘手的心态以及投资经理和客户对于你的期望。就好像电子邮箱的设置一样，垃圾消息的自动提醒也很让人头疼，轻则会转移你的注意力，重则会扼杀你的工作效率。

新闻接收器可以为你提供一个持续、稳定的信息流，但这也是一把双刃剑。在很多证券分析师都过分依赖媒体（或者公司管理层）提供的观点时，财经媒体刊物也非常尽职尽责地每天都提供很多我们需要的信息来帮助大家形成某种宏观观点，其中与不在覆盖范围内的公司相关的政府消息和数据尤其多。但是，证券分析师也应该意识到还有更加黑暗的一面存在。第一，媒体报道的总是正在进行的事件或者是已发生过的事件。虽然报道中也可能提供了一些新的数据，但却无法通过它们预测未来——而这正是证券分析师的工作。你阅读这类新闻可能会浪费大量时间，但却不会对你挑选股票有任何帮助。第二，财经媒体经常和一群平庸之辈一起，在道琼斯工业平均指数涨至新高的时候开一个派对庆祝，或者在市场跌至历史近期低谷时预言下一个大萧条时代的到来。不要指望媒体能提供一个既不同于市场又能帮你赚钱的观点，但这却是你的老板对你的期待。第三，媒体并不能始终以客观的态度对待每一件事。因为他们的首要任务是增加读者数量（这样能带来更多的广告收益）。为了吸引读者眼球，媒体经常会夸大某个事件的重要性或者发

掘出事件的另一面进行报道，但这个角度却没有太多投资重要性可言。

新闻服务行业都非常擅长发布关于公司的新闻，但是其往往不能掌握这些公司发布的全部信息，而且可能也很少发布有关行业协会的新闻。在卖方分析师和买方分析师之中，对于怎样对待这种繁杂的信息流，存在两种不同的思想派系：一派认为应该把每一家公司和每一个行业的信息源都添加到信息接收清单上（对买方来说，就是需要把所有的卖方都囊括在其中），并且允许其在第一时间通过电子邮件向你“推送”这些信息。另一派认为应该尽可能地保持匿名状态，仅仅在需要的时候，才通过必要的行业信息源从互联网上“收集”这些信息。推送系统保证了证券分析师能知道所有的事情，但是风险就是信息过量。收集系统能让证券分析师完全掌握信息流的主动性并且可以避免不必要的干扰，但是他们也很有可能无法及时掌握全部需要知道的信息流。这就又回到了之前我们讨论过的主动型和被动型态度上来。就我个人而言，我更倾向选择主动型战略，在我需要的时候去收集信息，我的经验可以告诉我在哪里可以得到这些信息以及这些信息源的价值所在，但对于新入行的证券分析师来说要做到这一点其实并不容易。除了经验多少之外，作出这种选择很大程度上是由一名证券分析师所关注的股票数量来决定的。有些人要负责一揽子股票（比如说，标准普尔 500 中 25% 的股票），对于他们来说，使用这种推送的方法就不是明智之选了，因为这种证券分析师将把一天中的大部分时间都用来处理这些信息。

在推送和收集之间作出选择的时候，以下是几个可以考虑的综合方法：

- 如果你选择了推送的方法，那么就要建立一个电子邮件过滤器，把特定的电子邮件推送到提前设置好的文件夹里，比如把邮件按照公司或者文件类型来进行分类，这样一来，主收件箱就不会爆满，你也就不会错过那些重要的电子邮件了。但是，这里的问题就是，这个过滤器需要经常更新，而且在每次收到的电子邮件格式发生变化的时候，比如标题行的陈述方式发生变化的时候，都需要重新设置。
- 买方分析师应该考虑使用诸如 TheMarkets.com 或者 StarMine Professional 等机构提供的卖方分析报告聚合器，以便接收卖方的研究报告。大约 10

个最大的卖方公司共同建立了 TheMarkets.com, 这也就意味着研究结果是在第一时间以相同的格式进行发布, 就好像是从股票经纪人那里直接得到的一样 (除了这 10 个最大的公司之外, 这项服务也涵盖了其他 500 多个卖方公司的研究报告)。StarMine 也有一个类似的产品, 可以直接发送卖方研究报告到 Outlook 收件箱。其好处就是, 所有的研究都可以通过股票代码或者分析师的姓名打开或关掉 (不用打电话给卖方销售员或分析师一遍又一遍地要求从他们的电子邮件发布名单上移除)。想要把自己从别人的邮件发送名单上移除并不是一件容易的事情, 就像很多资深证券分析师说的那样, “没用的电子邮件是最难消灭的东西”。另外, 聚合器可以帮助我们接触到:

- 财务模型
- 卖方的盈利预期
- 常规文件 (比如从 EDGAR^①来的文件)
- 文件副本 (比如由 Seeking Alpha 公司和 CallStreet 公司提供的)
- 公司事件
- 公司概况 (比如由 Hoover's 公司提供的)
- 交易 (比如由 DealLogic 公司提供的)

要想得到行业信息, 首先就要从最重要的行业协会入手。如果你不知道从哪里开始的话, 可以在网上搜索“(行业名称) + 行业协会”。当你和负责投资者关系的人谈话的时候, 也可以向他们询问。如果可能的话, 不要把你自己局限在三四个最主流的行业协会中, 因为它们可能正是其他证券分析师也在使用的信息源, 这就意味着它们的数据并不是你的独家数据。要谨记, 你寻找的信息源是要能帮你对驱动股价的关键因素提供支持的。一些行业协会也会出版行业情况报告, 有些甚至还编造了其中的一些内容; 但是, 要知道这些协会总是接受会员的资助才得以成立运营的, 所以你应该更多地

^①EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System), 即电子化数据收集、分析及检索系统。1996 年, 美国 SEC 规定所有的信息披露义务人 (美国上市公司) 都必须进行电子化入档。——译者注

看到其中的机会而不是风险。当你已经找到了一个好的行业协会时，需要从以下几个方面进行关注：

- 交易出版物或行业新闻（最好可以通过 RSS 订阅或者把自己放在他们的电子邮件发布名单上）
- 行业数据
- 行业会议
- 有影响力的行业专家（通常是那些在行业会议上发言的人）

总的来说，要尝试在每个行业里都发现一个不错的刊物、杂志或者博客。这些媒介在给你提供有用观点的同时，还能提供一个额外的收获：行业信息源的名字，包括为这些媒介撰文的人。如果你是你们公司里唯一对这个行业感兴趣的人，那么就去订阅这个行业协会的 RSS 刊物吧。这样的话，如果最后发现他们提供的信息并没有太大价值，退订也非常容易；如果在你们公司里还有其他人和你有类似的兴趣，比如你团队中的助理，或者不在同一地区的同事，可以通过建立一个内部的邮件群，并且用它来订阅这个行业协会的新闻和通知。这样就可以完全把你解放出来，不需要每次都给每位同事转发邮件，并且他们可以很方便地把自己添加到发布名单中或者从发布名单中移除（如果你的助手也是邮件群的一员，它还可以让助手更轻松地管理好这些刊物的订阅）。

要回顾所有的业内会议（并不仅限于那些针对金融界的会议），以便找出哪些行业信息源可以为证券分析师提供最有价值的信息。BtoB's Vertical Insight 杂志网站是一个起步的好地方，因为它列出了所有的出版物，并且按照发行量进行分类，还列出了主要的展销会和资源（www.btoonline.com/vertical）。要记住，你关注的这些股票所属公司的最资深执行官们尽管知识渊博，但是也总是被他们公司的法务顾问建议不要在金融团体聚会上发表讲话。因此，我发现能得到有价值信息的会议往往是那些公司中层经理们参加的会议，而不是公司高层决策者参加的会议。你应该试着至少每年在你关注的行业参加一次这样的会议。

如果你感觉到某些非常重要的投资话题不能很好地通过新闻或者 RSS 订阅来捕捉到的话，那么就建立一个 Google alert 来扫描整个网络。当有相关内容被捕获到时，它可以被设置成即时、每天、每周来推送电子邮件。

关于在接受信息方面到底是采取被动接收还是主动搜集的战略，在你作出决定之后，给你关注的每个公司的投资者关系联系人打个电话，以完成以下事情：

(1) 询问是否这个公司出版什么不常被新闻媒体关注的东西，比如公司大事记或者公司专门的统计数据。这个问题的答案也许可以帮助你决定是不是想成为这个公司的电子邮件发布名单上的人。

(2) 要求公司把自己放在其电子邮件发布名单上，以便获得其举办的针对金融界的活动邀请函，比如说公司主办的投资人活动日。

(3) 基于你选择的战略，要清楚自己希望被哪些公司列入发布名单，不希望被哪些公司列入发布名单（要知道公司的惯常做法是尽可能多的在发布名单中增加证券分析师的数量）。

(4) 你也许要求公司给你提供一个完整的资料包，但是你其实很有可能从他们的官网上拿到这些信息。我比较倾向于从公司的网站上获取这些信息，因为网站上总是最新的，而且可以储存成电子文档，方便日后搜索。但是偶尔也会有公司提供不在官网上披露的信息，比如说他们的规模或者运行状况的补充。

(5) 如果你是买方分析师，问一问是否有任何卖方分析师在近期会来访问这家公司。如果是的话，你也许可以和那位卖方分析师取得联系，争取自己也能一起去。

(6) 如果你是卖方分析师，要求把自己加入参观公司的等候人列表上。公司越大，就越可能让你排队等候，这就好像高峰时期在拉瓜迪亚机场^①等候降落的飞机一样。最理想的就是，你不会希望在没有做完功课之前就去访问这个公司，但是一般来说也需要等上两到六个月才能有这样的机会，正因

①LaGuardia，拉瓜迪亚机场（LGA）是美国纽约市的三大民航机场之一，以飞国内航线为主。它于1960年由全世界航空社区投票选为“最伟大的机场”。——译者注

为如此你才要立刻提出要求。

(7) 如果你是卖方分析师，可以要求这个公司不要将你对该公司的兴趣公开，因为这将导致买方客户过早给你打电话，而在这个时候你并没有做好准备。

怎样才能最有效地组织这些信息？

为了回答“怎样才能最有效地组织”这个问题关键就是要记录信息的方式可以使你在需要的时候很容易地找到这些信息。如果你有一个超强的记忆而且可以回忆几乎所有你在过去听到或者看到的信息，那你可能不需要这么一个解决方法来组织你的信息，但是对于其他像我们这样的平凡人，还是主要使用两种系统比较好：电脑系统和书面系统。我会先来讲讲书面系统，因为它相对来说比较简单。但是现在我们已经完全进入了 21 世纪，所以我热捧电脑系统，尽管也有很多证券分析师仍然习惯用纸笔进行记录。如果你选择了书面系统，那么给你关注的每个公司和每个行业都准备一个活页夹，并且确保把自己的名片放在每个活页夹中，这样你万一把它落在哪里之后也不至于会丢掉多年的工作成果。最理想的状态就是，你能有一个功能性极强的活页夹，每一页都可以随时添加或者移除；螺旋本就存在这方面的问题，但是却很便携。正如在表 5-2 中强调的那样，实物笔记本的问题就是完全无法建立索引并且快速查询，不可能储存诸如网站、电话会议纪要等电子信息，如果不是随身携带，也不能发挥作用。

我非常推荐将尽可能多的信息，甚至包括那些手写的笔记保存成电子文档形式。鉴于我的经验，这方面最好用的软件是 Microsoft OneNote，它在 2003 年年底上市；但不幸的是，我发现使用它的证券分析师却为数不多。我认识的那些已经在使用这个软件的证券分析师都高度评价它的实用性——不仅可以储存笔记信息，也几乎可以储存所有类型的文件，比如说网页、公司的 PPT 或者某个具体版本的 Excel 模型（如果你是买方分析师的话，也可以用它来储存卖方模型）。除了 Microsoft OneNote 之外也有其他类似的软件，比如 Evernote，它是在电脑单机版本中最类似的笔记系统。Microsoft OneNote 和 Evernote 除了有电脑单机版本外，还都有网络版，这

可以帮助你加强和同事之间的合作。Zoho 和 Ubertnote 是另外两种替代产品，但是都只有网络版。

讨论到这里了，考虑到证券分析师的两个工作地点就是很重要的了：办公室内和办公室外。当你在办公桌前听一个电话会议或者和行业专家打电话的时候，试着使用你的电脑来做笔记，其中的好处已经在表 5-2 中一一列出来了。但是这时的一个问题就在于，一些和你在电话上沟通的专家在听到你敲键盘的噪声时，可能就不大想继续讲话了。所以你要考虑买一个消音键盘来解决这个问题，市面上大概不到 50 美元就能买一个了。^①

当你不在办公室的时候，记笔记的方法就受到很大的局限。比如说，当你在一个公司总部或者公司的会议室参加管理层会议的时候，你可以使用笔记本电脑来记笔记，但是这会分散你的注意力而且可能会给发言人造成一种很正式的印象，让他不好意思开口。为了创造出一种轻松的气氛，在你和发言人面对面坐着的时候最好能选用笔和本子来记笔记。但是有个窍门，就是之后你可以把这些笔记转换成电子形式，这样就可以给它们编上索引，方便以后的搜索和总结。虽然现在手写识别软件正变得越来越好用，但是还并不完美。所以，其实并没有任何一种方法可以完全把手写笔记转换成可搜索的电子版。以下是几种我用过的方法，以好用程度顺序排列：

(1) 使用一支与你的笔记软件兼容的电子笔来记笔记。^②OneNote 可以识别手写文字并用来搜索，当然前提是用户可以书写清晰（这其实不是我的风格）。

(2) 重新在电脑中敲入手写笔记的关键点。

(3) 重新输入所有的手写笔记。这确保所有的笔记都会留存，但是很费时间，或者需要助手帮忙，而且助手还很可能看不太清楚手写的笔记。

^①在试用了多种消音键盘之后，我发现最好用的就是联想公司的笔记本电脑式键盘。它不仅仅是无声的（我发现这一特点更多存在于笔记本电脑式键盘中，而不是独立键盘），而且还有一个内置的点触式鼠标，可以提高在屏幕上移动的速度。

^②Capturx 是我找到的唯一一款可以与 OneNote 兼容并且不必使用其他外设的电子笔。

不管你选择哪种方法，要确定保存手写笔记的扫描件，并在存储空间中保存备份，以便将来再次使用（在上述第一个方法里，手写笔记会被自动转化为电子版保存在电脑中）。

把所有的笔记都保存成电子文档可以很快成为一件工作量很大的事情，除非证券分析师有一个方法可以从背景信息中区别出重要信息。这个问题可以通过更加流行的笔记软件解决，只要加上用户定义的标签即可。比如说，我关注的每一个公司都会创建一个“管理指南”标签，我会在与此相关的所有笔记上都做出标记（包括我保存在电子笔记本里的新闻发布或者 PPT 文档）。之后，我为公司的季度电话会议做准备的时候，可以把所有跟公司“管理层指引”有关的笔记和文件全部通过这个标签调用出来；通过这种方法可以用来判断以前“管理层指引”的表现。跟书面笔记系统类似，最好给你关注的每个公司和每个行业都分别建立一个电子文件夹，再创建和表 5-1 里列出的项目类似的标签。不设置标签的证券分析师注定会有极大的工作量，因为这不像是大学课程或者公司的一个项目，大多数公司的信息量是无穷无尽的，也就是说，每个文件夹里的信息都会随着时间的积累不断地增加，所以除非你做了很好的组织分类和排序，不然每次要找到有用的信息就会越来越困难。

以下是一些卖方分析师和买方分析师常用的其他电子笔记方法，虽然我个人觉得这些方法与我推荐的专业笔记软件相比都有不足之处，但还是推荐给大家参考（详细信息请参见表 5-2）：

- 电子邮件：为每一次对话都建立一个新邮件，并且保存在其公司或者行业的文件夹里。这样可以在任何能使用公司邮箱的地方查到，也可以搜索或者转发。
- 文字处理文件：为每个公司或者行业建立一个文档。既然这个方法有一些优势，那为什么不直接使用笔记软件呢？它所有的文字处理文件的功能，同时还有附加的搜索和索引功能。
- Advent's Tamale 研究管理解决方案：一个企业级的解决方案，可以使得合作完成、保存和重新提取大多数任何在过去的证券分析中使用过的文件（使用这个软件的前提是你的公司已经安装）。

更多信息请参阅第十章，专门讨论如何记笔记，包括在访谈中记笔记的一些小技巧。

表 5-2 各种笔记方法的利弊

	笔记软件 (如 OneNote 或者 Evernote)	电 子 邮 件 (如 Out- look 或者 Gmail)	文字处理软 件 (如 Mi- crosoft Word)	活 页 夹	螺 线 本
关键字搜索	●	●	●		
可以被快速地剪切粘贴至其他格式	●	●	●		
可以轻松地与他人共享并看懂	●	●	●		
可以在你们公司内部网络中储存及备份的可能性，不但提高了安全性，还能从任意一台电脑上全天候获取	●	●	●		
可以给某一项目加上标签方便检索，并且日后可以按照话题分类迅速查询	●				
可以捕捉并储存网页、PDF、PPT 演示文稿等其他形式的电子文件	●				
可以轻松地改变系统笔记并合理组织（比如按话题分类或者按公司分类）	●				
已经熟知该操作的可能性（不用学习使用新型软件）		●		●	●
不必用复杂的高科技手段来记笔记		●		●	●
不用公司的个性化支持		●	●	●	●

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

不要丢掉他们的数字

虽然我们是在讨论保存信息，但是也不要忘记你的行业和公司联系人（他们可以包括公司内部同事，他们的知识可以帮助分析你负责关注的股票）。

经验丰富的证券分析师都知道，一次不错的股票投资推荐和一次出色的股票投资推荐的区别归根结底往往就在于一条有用的关键信息。毫无疑问，独家信息源是一名证券分析师最有价值的工具，这也就是为什么你应该有一

套自己的系统来管理联络人信息（请参见第九章，其中具体讨论了如何发展独家信息源）。每一次你遇到那些也许会给你提供有用信息的人时，一定要记录下他或者她的职业信息，包括手机号码，如果有可能的话还有私人邮箱地址；你也许不知道什么时候就需要在工作时间之外联系这些人，或者你也可以通过这种方法来联系那些已经离职的人。

把这个信息加入你可以全天候接入的数据库中，比如说 Outlook、公司范围的客户管理软件或者一个网络版的软件。在输入这些联络信息的时候，一定要包括以下几点（如果可能的话，为每人都设定一个行业领域）：

- 你第一次是在哪里见到他的，是谁介绍你们认识的，如可能最好连同介绍人也一并记录下来。
- 这个人的专长。
- 可以和他讨论哪些类型的关键因素（你绝对需要记下这些信息，这样就可以在将来通过这些关键字来进行搜索）。
- 一些私人信息（可以在开始下一次谈话的时候使用）。

你当然希望能在将来对这个数据库进行搜索，所以如果没有在一开始就输入这些信息的话，显然以后是无法完成搜索的。输入联络人信息其实是一件很烦琐的事情，你的第一反应也许会是“我以后再弄吧”。但是，这样一来你可能永远都想不起来了。所以还是花一点时间来打理你的联络人信息数据库吧，不然你的数据库将永远没法扩大；你也可以集中处理这项工作，每周在你的日程计划中都留出一段时间来对此进行批量处理。你还可以使用职业社交网站 LinkedIn，因为它可以自动进行更新。可是 LinkedIn 也有它的局限性，一来它无法帮助你获得电话号码，而打电话是在有时间要求的时候最有效的方法；另外就是并不是所有联络人都会在这个系统中注册。

你的公司也许会把你的联络信息和你的移动设备进行同步设置，但是如果没有，你就要自己想办法保证自己能全天候访问这个数据库。如果公司要

求你把联系人清单加入你们公司的中央存储系统，一定要确保在没有得到你同意的前提下，任何人都不允许给你的联络人打电话。这是一个信任问题，如果你的联络人觉得你把他/她的私人信息大范围散播出去，你们之间建立起来的信任可能会毁于一旦。

建立和组织一个信息中心的要点如表 5-3 所示。

表 5-3 最佳实践指南（技巧）：建立并组织一个信息中心

1. 确保自己有一个战略可以回答以下三个问题，不然就存在着风险，要么是获得的信息过多，要么就是没有足够的信息：

a. 什么信息是需要收集的？
b. 该从哪里收集？
c. 怎样才能最有效地组织这些信息？
2. 重点关注收集包含关键因素并且具有投资价值的信息。在收集的过程中，主要寻找以下属性的信息（如果使用电子笔记系统，为每一种属性建立标签）：

行业信息（形成宏观的观点）	公司信息
<div>● 行业增长/需求/市场机会</div> <div>● 主要的投入成本</div> <div>● 行业威胁和风险</div> <div>● 兼并和收购（M&A）</div> <div>● 行业信息来源</div>	<div>● 管理层指引、目标和战略</div> <div>● 主要生产线、服务和客户</div> <div>● 新兴增长机会</div> <div>● 成本膨胀（成本降低）</div> <div>● 威胁/风险</div> <div>● 资本支出；土地、厂房及设备（PP&E）</div> <div>● 融资需求；自由现金流（FCF）</div> <div>● 兼并和收购（M&A）</div>

3. 和你们公司的运营经理谈话，找出你们公司订制的可以提供数据或者信息的服务（如彭博通讯社、Capital IQ、FactSet、StarMine、TheMarkets.com）
4. 和服务提供商取得联系，要求参加培训或者索要快速参考卡。学习每一种产品可以如何提高竞争优势。
5. 为以下单位设置新闻过滤器（最好也能设置提醒），并且定期进行调整：

a. 每个公司

b. 每个行业

c. 对你的分析有重要意义的关键词

(续)

6. 为公司信息和行业信息选择“推送”或者“即时索取”的战略。如果是推送，就和你的业务领域内选择的公司和行业协会联系，要求把自己加入到他们的信息发布名单上。
7. 不要掉进阅读过多新闻的陷阱之中。重点关注那些可以帮助发现超额收益的新闻，也就是说，阅读那些可以帮助证券分析师比市场更好地预测未来事件的新闻。
8. 在你关注的行业之内，和至少三家主要公司的投资者关系经理联系（通常情况下，你可以在和该公司财务相关的新闻发布中找到这些人的名字），并且向他们咨询以下问题：
 - a. 你们公司的经理一般都订阅哪些行业期刊？
 - b. 你们公司加入了哪些行业协会？
 - c. 公司的管理层和投资者都参加的会议有哪些？
9. 通过 RSS 订阅或者列入电子邮件发布名单来订阅行业期刊，以此得到关于行业经营的观点。
10. 建立一个可以全天候记录、组织并且查阅的笔记系统。
11. 建立一个综合的联络人数据库，把你遇到的与每个行业或者每个公司有关的联络人的信息都输入该数据库。该数据库必须要可以全天候使用，通过移动设备也可以使用。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第六章

仅适用于买方分析师：卖方价值的最大化

作为买方分析师，你应该战略性地来管理和卖方分析师之间的关系，因为卖方中只有一部分人对你来说有巨大的价值，而其他人则只会浪费你的宝贵时间。这对小公司的买方分析师来说也许并不是一个大问题，但是对大多数买方分析师来说，每天会有无数的卖方研究报告、电话和活动，可以把上班时间的每一个小时都占得满满的，使你完全没有时间做专项研究。尽管卖方分析师可以就某些特有问题的提供很大帮助，尤其是涉及一只股票的市场心理方面时更是大有裨益；但是他们提供的信息大多都已经是广为人知的了，所以不可能把这些信息当做股票投资推荐的唯一标准。从另一个角度来看，应该把卖方当做帮助你完成一件事情的工具，而非你的终点。正如一位资深买方分析师说的那样，“不要让卖方分析师或者销售员来跟你推销一个产品，而是要去主动索取你所需要的东西。”

对于买方分析师来说，卖方分析师是一把双刃剑。

● 卖方分析师可以从以下几个角度帮助买方分析师：

- 某些问题买方分析师也许无暇顾及，卖方分析师可以对此提供他们的观点。Castleark 管理公司的副主席、特许金融分析师昆汀·奥斯特洛夫斯基先生（Quentin Ostrowski）对此有自己的看法，“我会综合考虑，通过卖方的帮助来避免自己陷入事物的细枝末节之中，无法抽身”。
- 相比买方分析师自己发掘，卖方分析师能够帮助买方分析师更早地辨识出关键因素。

- 提供接触到管理层或者业内专家的机会。
- 了解买方的市场观点。
- 建立非常细致的财务预测，重复工作可能会比较费时间。
- 和其他信息源相比，对于一家公司管理层的评价更加准确和客观。
- 卖方分析师可能会从以下几个角度干扰买方分析师：
 - 给买方分析师打电话或者发电子邮件，但是内容和他们的投资领域无关。
 - 有些因素的重要性并不足以驱动一只股票，但是卖方分析师却再三强调。
 - 提出没有根据的断言或者预测。
 - 建立的财务预测模型具有逻辑漏洞或者满是错误。
 - 没有及时更新盈利预测以符合实际，导致不准确的一致预期结论。
 - 给一些文章起了很夸张的题目，让买方分析师觉得必须一读，但读完之后才发现里面实际上没有太多独家观点或者投资观点。

成功的买方分析师通常都和那些可以提供有价值观点的卖方分析师走得很近，会避免接触那些无法提供有意义观点的卖方分析师，而且在整个过程中还不会得罪任何一家公司。正如一位资深投资组合经理所说，“得罪一家卖方对你来说永远都不是一件好事，因为说不定哪天就有用到他们的地方……你会需要他们提供一些信息，或者甚至给你提供一个工作机会。”所以，关于如何管理好和卖方分析师之间的关系，我在此提出以下几点建议：

(1) 以尽可能快的速度，找到最有帮助的卖方分析师和销售员。

A. 找出可以满足你的要求的证券分析师。有一些证券分析师擅长了解某个行业或者某家公司、出色的财务模型、强大的行业或者公司联络网络、资深的行业背景以及高超的写作技巧。但在现实中，有些证券分析师可能一样都不具备，而有些证券分析师却样样精通。因此，你就需要能区分出证券分析师的优劣。

B. 为了能更快地找到一些更有价值的证券分析师：

1) 参考最近几年的《机构投资者》杂志的十月刊。每年的十月刊里都会有证券分析师的声望排行榜，能排在前三四名的证券分析师都至少会有一两项专长。

2) 如果你们公司参加了 Greenwich Associates 公司的投票，就试试看能不能拿到你所关注行业的投票结果。作为一名卖方分析师，我发现这个投票比《机构投资者》杂志发起的投票更具有代表性，后者是以证券分析师的客户佣金收入的多少进行评比的。

3) 研究你所关注行业的卖方分析师的准确度统计（关于股票选择和收入预测的），相关信息可以从 StarMine（属汤姆森路透旗下）、FactSet 或者彭博通讯社得到。

4) 尽管公司的投资者关系联络人给出的意见有时候会由于证券分析师对这家公司的评级而有失偏颇，但是向他们咨询意见也是非常必要的。正因为如此，搞清楚每个证券分析师的名字以及他们的专长是什么就具有了更大的建设性意义。

5) 在参加行业活动的时候向经验丰富的买方分析师咨询。

6) 向股票经纪公司的销售员咨询。为了避免让销售员感到尴尬，可以用这样的方式来提问，“你觉得（他们公司和你关注相同领域股票的证券分析师的名字）是你们公司里排名前 20% 的证券分析师吗？”

C. 卖方销售人员应该是你的过滤器，帮助你筛选他们公司发布的信息。伟大的销售员只会在有和你相关的信息时才给你打电话或者发电子邮件。如果你发现一个销售员给你留的信息或是电子邮件总是和你无关的事情，那么就可以给他回一个信息，告诉他你到底需要什么样的服务。

(2) 要求卖方分析师把自己加入他的语音留言的群发名单中。对于找出哪位证券分析师可以增加价值来说，这是一个快速但被动的办法。如果你从某一位证券分析师那里收到了太多没用的语音留言，你就可以给他发一封邮件要求退出他的发送名单，但是也要解释一下，说明这并不是在针对他——而是在退出所有人的名单。

(3) 决定是否加入某位证券分析师的电子邮件群发系统中。回过头再去看看第五章，如果你让每一个关注你的领域的经纪人都把你放在他们的邮

件发送名单上，一旦你改变主意或者打算改变关注的领域，你将要花费大量时间把自己从他们的名单上移除。理想的解决办法之一就是要求证券分析师只给你发送有关特别活动的邀请函，然后把其他所有的研究报告通过一个聚合器收集起来，比如 TheMarkets.com 或者 StarMine，都会让你更容易地把某一位特定证券分析师的研究报告打开或者关掉。

(4) 通过之前的报告、语音留言或者电话联系，你应该可以看得出哪些卖方分析师能够提供有价值的观点，可以约其中最有价值的3~6个人会面，然后决定你在每个行业里需要重点跟进的两三位核心卖方分析师。大多数成功的买方分析师都认为，在每个行业中如果跟进三个以上的核心卖方分析师，就会降低他们的效率。在与卖方分析师见面或者开电话会议之前，也需要做好如下准备：

A. 问问在过去一年中他/她作出的最好的股票投资推荐或者最佳的思路是什么。通过自己对此的审查判断来决定这位证券分析师是不是能积极主动寻求发展，或者是能激发思路，又或者仅仅是随大流而已。

B. 看一看这位证券分析师在挑选股票和盈利预期准确性两个方面的排名。一年的排名结果并不能说明什么趋势，所以，在条件允许的情况下，最好能看一看他在过去三五年之内的排名。

C. 挑一家你所关注的领域内最复杂的公司，看看哪位证券分析师的模型能最好地抓住这家公司的重要因素。

在和卖方分析师的第一次会面（或者电话会议）中，要注意覆盖以下几个方面：

(1) 这位卖方分析师跟进这个行业已经有多少年了？他关注某一只股票有多少年了？

(2) 询问其他可替代的估值方法。

(3) 提一些答案已知的问题，比如你已做过研究的问题或者不存在争议的问题，比如这个行业的（或者某一特定公司的）历史增长率或者行业周期峰值时的资本投资回报率（ROIC）是多少。这可以帮你简单测试一下

这位卖方分析师是否已对这个行业的大致情况有所掌握，并且清楚那些具体的数字。

(4) 问一问这位卖方分析师最好的股票投资推荐，并且在你的笔记本里记录下来。在下次和他会面之前关注一下这只股票的表现。

我之前工作过的一个股票经纪公司经常会发现自己每年都会出版超过100万页的研究报告。所以，如果你要同时接收15~30个经纪公司的信息，你就可以估计自己收到的信息量会有多么惊人。如果你要求卖方分析师使用推送的方法给你发送研究报告，那你自已就必须要有个筛选设置；否则，你可能就会开始每天都收到50~500份来自卖方的研究报告，当然具体的数量取决于你关注的业务领域的大小以及提供服务的经纪人的数量。正如在表6-1中所列，开始新研究的时候，你需要从以下两个角度来进行评价：

(1) 这个问题可能会对你关注的股票产生什么影响（也就是说，它是不是一个关键因素）。

(2) 这位卖方分析师有迹可循的报告质量。

表 6-1 最佳实践指南（技巧）：仅适用于买方分析师——筛选卖方研究报告

		基于你之前的经验了解到的卖方分析师的报告质量		
		新手、未知	资深、较差	资深、优秀（伟大）
这个问题可能会对我关注的股票产生的影响	对我的股票至关重要	<p>在两分钟之内快速浏览寻找关键点。如果允许的话：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 和作者谈话以彻底了解这份报告 ● 和更多广受推崇的卖方分析师交谈 ● 自行调研 	<p>在两分钟之内快速浏览寻找关键点。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 给一位广受推崇的卖方分析师发电子邮件，询问他/她的意见 ● 按照关键词进行归档，以便日后查询 	<p>尽快阅读。如果可能会对你的投资标准产生重大影响的话：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 和作者谈话以彻底了解这份报告 ● 如果允许的话，可自行调研

(续)

		基于你之前的经验了解到的卖方分析师的报告质量		
		新手、未知	资深、较差	资深、优秀（伟大）
这个问题可能会对我关注的股票产生的影响	可能是至关重要的	<p>在两分钟之内快速浏览寻找关键点。如果允许的话：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 给作者发电子邮件以彻底了解这份报告 ● 如果可信度较高，给一位广受推崇的卖方分析师发电子邮件，询问他/她的意见 ● 如果允许的话，把其中的关键点添加到你的“备选关键因素”列表中 ● 按照关键词进行归档，以便日后查询 	<p>在两分钟之内快速浏览寻找关键点，以了解他/她的视角</p>	<p>在十分钟之内完成阅读。把其中的关键点添加到你的“备选关键因素”列表中</p>
	不重要	直接放进可回收垃圾箱	直接放进可回收垃圾箱	如果你觉得这份报告写得生动幽默，也可以在下班之后再阅读

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

一旦你确定了对自己最有价值的两三位卖方分析师，就要通过他们来获取无法从其他地方得到的观点。列举如下：

- 若想了解关于一只股票的市场心理，可以问问以下三类问题：
 - 其他客户给你打电话时都说了些什么？
 - 给你电话咨询 × × 股票的都属于哪种类型的客户（比如价值派、增长派、技术派）？
- 若想衡量他们对一只股票的信心，要提问“需要发生什么事情才能改变你对这个股票的看法”？

- 若想评价管理层的好坏，让他们在一个重要标准（比如现金的使用或者对股东的关注度）的基础上作出判断，在每个行业都要求按照事先提供的表格对管理层的好坏程度从高到低进行排序。
- 若想更多地了解关于某个指定股票领域的关键因素，可以主动给可以为你提供观点的证券分析师打电话。但是，除非你已经建好仓位，不然就要小心，不要泄露你的秘密，因为如果你的问题为卖方分析师提供了一个新的想法线索的话，这也许就会成为他或者她的下一个重大的股票投资推荐。
- 若想知道一个你没有参加的行业活动或者公司活动（比如一次会议或者一个季度电话会议）的重要性，在活动结束后应立刻给一名卖方分析师打电话（你可能需要提前知道这个卖方分析师的手机号码）。一定要先明确自己的目的——你并不是想要先于他人知道他/她的观点，而是不想错过这个活动中出现的一些新的信息。

虽然卖方分析师和买方分析师的工作存在诸多相似性，但是之间的差别也不小，尤其是在如何界定他们的工作是否成功方面，就更是天壤之别了。在买卖双方有着 27 年从业经历的证券分析师理查德·贝尔奥蒂先生（Richard Bilotti）也非常同意这一点。他认为，“卖方分析师可以通过提供行业观点来增加价值，而买方分析师就需要提供有效的投资观点。”偶尔，我们也会就卖方分析师如何才能给买方客户提供更多的价值进行辩论。为了能以一个客观的态度来看待这种辩论，我在这里使用了在《机构投资者》杂志和 Greenwich Associates 公司的投票中使用的买方反馈以及一些私下进行的调查结果，分析得出了一个候选清单，列明了买方分析师认为卖方分析师在哪些方面可以提供最多的价值和最少的价值。详情见表 6-2。

表 6-2 由买方客户评选出的卖方必备的技巧 and 知识

最重要的：

- 理解关键的行业因素，包括一些重大的改变。
- 理解一家公司的竞争优势和增长驱动因素。
- 传达诚信、专业和信赖的精神。
- 可以联系到，并且乐于答复。

(续)

- 提供和公司管理层接触的机会。
- 提供有深度、精确的书面报告和财务模型。
- 提供股票推荐的有力根据。

一般重要的：

- 经常打电话或者当面拜访。

不重要的：

- 提供较好的股票选择。
- 提供较好的盈利预测。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

值得注意的是，买方客户除了希望卖方分析师能经常打电话进行沟通之外，还对他们寄予了更高的期待，但是很多新入行的卖方分析师（甚至还有那些多少有点资历的卖方分析师）对于这一点都感到非常意外。如果某一位证券分析师给你打电话过于频繁，你可以很有礼貌地告诉他/她其实没有必要如此频繁地和你联系。还要注意，在以上的那个清单中，财务模型的排名较为靠前，而盈利预测的排名较为靠后；这表明了卖方分析师的思维想法过程比一个简单的预测数字更加重要、更有意义。

那么卖方分析师给出的评级到底重要与否？我已经和有关人士就这个问题进行过多次讨论，在我看来，买方分析师和投资组合经理的行为很明显不会受到卖方分析师评级的影响，但是他们的确需要对卖方分析师的可信程度有所了解，此时这些评级结果就显得必不可少。特许金融分析师马特·奥斯特维先生（Matt Ostrower）是一位有着 15 年卖方和买方经验的证券分析师，他表示，“买方是不会因为卖方给他们提供了某些股票投资的建议就支付费用的，但是他们的确很看重这些建议，因为这可以引出一系列有意义的讨论。”

对于自己的评级，卖方分析师总是倾向于抱有积极的主观看法，这的确是有一些原因的。媒体经常会引用“由于投资银行业的自身原因”来说明

问题，这虽然有一定的合理性，但是也不可以被过分强调。在我的职业生涯中，有时确实在一家公司和我们公司刚刚完成了一笔大额交易之后，我不大可能会降低它的股票评级，但是我也从来都没有因此主动改变某个评级或者我的估值框架。我会坚决认为证券分析师之所以总是买入比卖出多，其最大的原因就是股票市场有上涨的趋势。如果让你决定是买入或是卖出标准普尔 500 的指数，你将会发现在三年、五年、十年期间，买入总是有效的（从绝对值上和相对现金来比）。同时，卖方分析师总是喜欢挑选那些他们喜欢的公司并且尽量回避那些他们不喜欢的公司，这也就是为什么他们会不自觉地对评级抱有积极的主观看法。

证券分析师不会给一家公司作出卖出评级的另一个原因，就是担心这会让公司管理层和客户不高兴。证券分析师需要和管理层进行接触，即使每年只能有一次会面，而且他们需要机构客户来给他们支付账单。有些证券分析师经常给股票作出卖出评级，他们往往会觉得参加那些公司的管理层以及持有这家公司股票的客户的会议总是越来越困难。请不要错误解读我的意思，虽然说证券分析师在进行股票评级的时候不应该去迎合公司管理层的意愿，但是也不可能完全避开管理层的影响。我曾经作出的一些盈利预期和股票推荐也饱受争议，因为它们都和公司管理层的意见相悖。由于我并没有给这只股票贴上“减持”的标签，因此也没被列入黑名单。虽然我也觉得客观地跟进一只股票并不需要太多公司管理层的帮助，但是在现实中，跟他们的交流还是必不可少，这样你才可以取得他们的信任。

表 6-3 最佳实践指南（技巧）：卖方价值的最大化

1. 对于如何管理卖方分析师和他们提供的研究报告有一个明确的战略。
2. 快速、积极地找出对你帮助最大的卖方分析师和销售人员。
 - a. 审查外部投票结果，发现在你所关注的行业内哪位证券分析师做得最好，比如由《机构投资者》杂志或者 Greenwich Associates 公司发起的投票，以及业绩统计结果（由彭博通讯社、FactSet 以及 StarMine 提供的）。
 - b. 向公司管理层以及其他的买方分析师同行咨询意见。
 - c. 让经纪公司的销售人员如实地回答，例如给他们公司所有的证券分析师都做一个评分，而不仅仅是你们当时谈论到的那一位证券分析师。

(续)

3. 明确地告诉销售人员他们应该给你提供怎样的服务。如果你没有收到理想的服务，需要对他们定期重申你的观点。
4. 要求你熟识的卖方分析师把你加入他的语音留言系统中。
5. 如果你选择了“推送”的战略来接受经纪人的信息，那么就要在他们那里登记，保证能通过电子邮件收到他们的研究报告。如果你选择了“即时索取”的战略，那么就要非常明确地告诉卖方分析师和销售人员，你不希望自己的名字出现在报告发布名单之上。
6. 通过报告、语音留言和电话来进行判断，挑选出3~6名看起来能提供最有价值的信息的证券分析师，并与他们会面（或者开电话会议）。
7. 依靠两三名最好的卖方分析师为你提供在别处无法获得的信息，主要包括以下几个方面：
 - a. 了解关于某一只股票的市场心理。
 - b. 对公司管理层的评价。
 - c. 找出对于一家公司或者一个行业可能性最高的关键因素以及竞争优势。
 - d. 为你提供专属的机会，接触公司管理层或者业内专家。
 - e. 理解或者建立详细的财务模型。
8. 如果你收到了卖方研究报告的电子邮件，就要从以下两个角度来决定到底要花多少时间来阅读每一份报告：①这个问题可能会对你关注的股票产生什么影响；②这位卖方分析师有迹可循的报告质量。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第二部分 定性分析

很多新入行的证券分析师所犯的最大错误，往往在于花太多精力去学习工作中有关诸如财务模型、盈利预测等定量方面的内容，却没有重视定性方面的分析和学习。毕竟，对于大多数习惯用左脑思维的人来说，即使坐在办公桌前修改最复杂的折现现金流量模型，也要比让他们出外拜访那些未知的行业联络人或者公司管理层、并且和他们讨论自己不熟悉的话题容易得多。幸运的是，也有比较出色的证券分析师开始意识到了，定性分析往往才是产生超额收益的关键因素。我这么说，并不是在否认建立预测等量化因素的必要性，而是想强调如果缺少了高质量的定性分析的支持，这些预测往往都是不准确的。

本部分的最佳实践指南对必须具备的一些软性因素进行了探讨以便证券分析师对一个行业或者一家公司的最基本情况有所了解。首先，我们会讨论一些在行业分析中的传统方法，之后彻底转变角度，完全忽略这些传统的公司分析过程。之所以要采取这样“曲线救国”的路线，就是希望能提醒大家不要误入歧途，把自己变成了一个“公司专家”。证券分析师要时刻牢记，挑选股票才是自己的本职工作，这才是更有意义的。虽然相对于卖方分析师来说，人们更加依赖于以挑选股票的好坏来评价买方分析师的工作成果，但是我发现这个问题其实在卖方那里更为突出。卖方的销售人员总是在抱怨，他们的证券分析师把太多的精力都用来关注公司了，并没有给公司的股票应有的重视。对于这个问题，我的解决方法就是，引导证券分析师的关注点。也就是说，与那种传统的、自下而上的 SWOT 分析（优势——strengths、劣势——weaknesses、机会——opportunities 和威胁——threats）相

070 | 证券分析师的最佳实践指南 Best Practices For Equity Research Analysts

比，让他们去关注和寻找那些可能会驱动股票走势的关键因素则更为重要。这一部分的结尾之处对获取独家观点的方法进行了总结，旨在帮助读者更好地量化关键因素的可能结果，其中也包括了如何有效地进行访谈的最佳实践。

第七章

识别影响行业估值和表现的因素

伟大的证券分析师在更加宏观的层面上开展工作。人们大多希望证券分析师从自下而上的角度来分析股票。所以，那些也可以从自上而下的角度分析股票的证券分析师无疑就具备了竞争优势。

——德鲁·琼斯（Drew Jones），前摩根士丹利研究中心副主任

“前事不忘，后事之师。”^①每当听到这句名言时，都使人想起历史上那些战争或大饥荒的场景，这也和证券分析有一定的联系。在我的职业生涯中，客户会每天都打电话来询问公司的具体信息，但是却很少有人咨询过宏观经济情况或整个行业的状况，而这也给我们一个暗示，表明当时大家并没有在这个层面上做过太多研究。20世纪90年代，有个别投资人在对铁路行业的历史进行研究之后，很快意识到他们在50年中的回报都没有达到资本成本，主要是因为：①强大的工会提出了高于市场价的工资和福利要求；②来自卡车行业的激烈竞争，其能以较低的高速公路收费的形式得到政府的间接补助；③正在萎缩的行业客户基础。有些人无法意识到这些长期存在的因素，其中也包括了很多卖方证券分析师和买方证券分析师，他们都有可能错过这些很重要的因素，而正是这些因素最终会决定公司战略的成败。比如说，在当时，伊力诺依中央铁路公司（Illinois Central）有一套独特的战略来应对工会组织，其效果远远优于竞争；这套战略还把重点放在那些和卡车运输竞争较少的行业中发展货物运输业务，这使其可以成功应对上述三个长期

①引自乔治·桑塔亚那（George Santayana），哲学家、小说家、诗人（1863-1952年）。

问题中的两个。在1991年到1992年的大萧条末期和1998年早期（在被加拿大国家铁路公司 [Canadian National] 购买之前），其股票价格增长了不止一倍，大大超越了同类主要公司股票的价格。总而言之，在进行公司业绩展望时，行业分析是非常重要的。瑞士联合银行全球资产管理中心的证券分析师瑞娜·巴什瓦（Reena Bajwa）女士也赞同这个观点，她说，“了解一个行业 and 了解一只股票需要两种不同的技巧。”

在有了自己的指定业务领域或者关注行业之后，证券分析师最常犯的错误就是立刻开始做相关公司的研究。这会让他无法从整体上把握行业大局，而这又是对公司及其业绩进行展望的必要条件。他们这种做法就像一个飞行员非常清楚自己的目的地，但是连天气状况都不查一查就跳进了飞机驾驶舱一样。每一家公司都不是在真空中独立运作的，它们是在一个行业中竞争的。更为重要的是，对投资组合相对业绩基准表现影响最大的因素就是行业选择。因此，证券分析师必须要知道他们所关注的行业的表现过去什么时候是超出市场预期的，什么时候是低于市场预期的，而这一点却往往被大多数证券分析师忽略。很多成功的业内实践家都大力推荐这一至关重要的步骤，其中就包括德鲁·琼斯（Drew Jones）先生，他坚信，“作为行业分析的第一步，新手证券分析师应该培养对行业的全局把握能力”。投资组合经理都希望这有助于构建一个讨论框架。和公司管理层进行的各种类型讨论也能帮助你增进交流。

挑选行业虽然在研究过程中至关重要，但是你的老板和客户通常是不会为你在这方面的工作支付薪水的，所以分析宏观因素常常被归到影响股票因素的一个独立区域。以下是证券分析师在行业层面上最有用的分析类型：

- 行业规模和需求（包括价格——如果可以得到相关数据的话）的历史。
- 行业估值标准的历史。
- 与综合指数相比，行业表现超出或低于基准的历史。
- 产业链分析。

值得注意的是，这些历史分析都仅仅适用于已经得到充分发展的行业。而类似在科技和医疗保健领域中新兴的某些附属行业，由于新近兴起，对此并不适用，但是这类行业是非常有限的。

随着你进行上述历史分析和产业链分析，毫无疑问，你将遇到一些行业层面的问题需要解决。你的第一反应可能就是去联系一个可靠的行业信息源，其实这也是一个不错的办法。但是你要知道，自此之后在你解决公司层面的问题的时候，你可能还是需要再次跟同一个人请教。为了避免这种事倍功半的麻烦，我建议证券分析师先一边凭借自己的力量尽可能多做一些研究，完成对行业的分析，同时一边把尚待解决的问题整理出来；直到你完成了公司层面的分析之后，再和他们进行深入、细致的探讨。正因为如此，我直到第八章才讨论如何寻求最好的行业信息源来帮助证券分析师解答问题。

供给和需求分析

进行供给和需求分析的目的在于找到会引发行业估值改变的因素，尤其是和广义证券市场有联系的因素。我们从逆序的视角来看，估值通常是由现金流的增长率来驱动的，现金流又是公司的销售量和价格的函数；销售量和价格通常是行业供给和需求的函数。因此，我们从分析供给和需求上着手，也是希望可以预测出公司层面的估值和股票价格。

或许我这么说可能过度简化了这一点，但是随着时间的推移，某个产品或者某项服务的供给（规模）应该是由最终消费者的需求决定的。在创建行业分析模型的时候，尽你最大的努力尽可能多地去搜集规模和需求的历史数据——至少要有两个经济周期的数据。（在我还是一名证券分析师的时候，我拿到了在过去 100 年间铁路行业的数据，它极大地帮助我理解了大萧条带来的影响。）如果有一个通用的定价标准的话，比如说平均售价（average sales price, ASP），这类信息也需要搜集起来。

估量供给和需求的挑战性可以是非常高的，因为所需要的数据并不总是现成的，而且对这两个因素的定义方法也并不总是那么清晰明了。比如说，就铁路货运行业里最重要的运力衡量标准而言，应该怎么定义呢——铁路线路的数量、机车的数量、火车车皮、铁路里程或者员工的数量？在客户的需

求增长时，这些因素都是需要有所增加的。另外，更复杂的情况是，随着火车速度提高，对这些资源的需求都会有一定的减弱。如果铁路网的平均速度提高了10%，那么就会带来更多的运力（但是这也给运行整个铁路网增加了难度）。这并不是一个我空想出来的例子；我花费多年时间试图为铁路行业建立一个理想的衡量系统，但问题就在于铁路系统的提速，释放了满足运输需求的供给。更加麻烦的就是，即使你有可能确定这个供给因素，它也未必就能在整个行业中通用。例如，额外的500辆冷冻车厢车皮并不能解决煤炭行业客户日益增长的货运需求（他们需要的是漏斗货运车皮），而即使在华盛顿州有200英里的闲置铁路也无法帮助解决南加州的经济增长需求。最终，我选择重点关注机车和员工数量，因为那些公司对于这两个数字的增减都抱有非常谨慎的态度，而且从某种意义上来说，它们也可以从整个系统中被单独拿出来以应对变化的需求。

给重要供给因素区分优先级的方法很多，你可以问问自己，哪个因素最能影响行业定价的变化？从另一个角度来看，当行业盈利开始上升的时候，公司首先要增加什么实现增长？通常情况下，是购买一个关键设备或者雇用某一类员工（比如销售人员、工程师等）。一旦这个供给因素（或者这些供给因素）确定之后，也许就需要获取其他外国公司关于这个供给的数据。例如，评估美国汽车的生产量就需要知道其中来自外国汽车生产商的产量。

在研究需求的时候，越简单越好，尽量只按照公司业务分类即可，以便日后对公司销售业绩进行预测。比如说，快递行业可以被分成国内快递和国际快递两个部分，国内快递市场还可以再被分为航空快运和标准陆运。但是，由于存在诸多最终消费群体，比如煤炭、粮食、化学品、汽车和综合运输行业等，铁路行业的领域细分就更显杂乱一些，但还是很有必要去看一下每个细分领域的历史趋势，因为影响一个领域的因素也许并不会影响到另一个。从概念上来说，需求分析中所有的部门或者销售都应该和供给分析相吻合，但是因为我们不能总是得到足够的数据，所以这也并不是一门精确的科学。

如果可能，就把平均销售价格和供给及需求分析综合起来考虑，看它对于这两个变量的改变会有什么样的反应。各个行业销售的产品或服务都不尽

相同，因此，想在每个行业都得到一个有意义的平均销售价格是非常困难的。因此，证券分析师要么需要根据自己的经验对这些数据作出一定调整，要么就要判断出哪些历史价格不能得到合理的分析。至少，要确保了解到随着时间的推移，价格是怎样为行业寡头所改变的。另外，充分理解价格的波动性和弹性对于建立财务预测模型也是至关重要的。

在建立供给 - 需求模型时经常会遇到很多挑战，有时候甚至于多到让你觉得根本不可能在给定的时间内解决这些问题。鉴于此，在一开始的时候就可以先看看其他人是不是已经把这些数据进行了简化，这样就能让你的分析变得更加简单，比如行业协会、某一特定行业的咨询公司和行业杂志等，通常都能帮到你。而且，如果你是买方，卖方分析师很有可能已经为你作好某些形式的分析了。如果你试图把所有的这些数据填进一个统一的电子表格，但是被卡住时，那就往回退一步看看问题出在哪里，并且一定要记住你的目标是了解供给和需求的变化是怎样引起行业估值变动的。最终，你也许不得不妥协，仅仅使用业内三四家最大公司的数据，这也许不能为你提供一个非常严密的分析，但是也应该可以帮助你达到目的了。如果你决定要整合多家公司的数据来看一看行业的整体状态，如果不是特别麻烦，那么也要试着把那些已经破产的公司和不再上市交易的公司纳入分析之中；不然，你将会缺失这些公司的历史供给和需求情况。

历史供给 - 需求分析有以下重要的好处：

- 可以提供一些信息，用来判断一个行业在什么时候供给的年复合增长率（compound annual growth rate, CAGR）和该行业需求的增长率会相差巨大，即可能会对定价、毛利率及回报产生巨大影响，这反过来也会影响股票价格。
- 如果你足够幸运，能拿到一份非常严密的分析，其中包括了行业的所有参与者，这就能给你提供一个极为有用的工具，可以用在以下几个方面：
 - 了解历史上市场份额的转变。
 - 核实公司级别的收入 - 预测模型，可以通过对所有公司的产量和销售增长率汇总来判断是否符合现实的行业增长率。我见到过无数例子，

所有公司的增长率加起来达到该行业平均增长率的 1.5 ~ 2 倍。一名拥有 CFA 和 CPA 的摩根士丹利证券分析师亚当·郎森先生 (Adam Longson) 认为, 证券分析师应该“同时从上到下并且从下到上地解决问题, 而不仅仅是跟着感觉来检查你的分析, 还要发现其中暗含的假设或者错误, 它们也许是由于使用了单一的方法而导致的。这个额外的分析能帮助你更好地了解整个华尔街也许都会错过的东西”。

财务标准体系的历史分析

在你使用这个供给 - 需求数据挑选股票之前, 你需要知道这些因素是怎样影响行业的财务衡量标准的。如果条件允许, 就把行业层面的财务标准以及宏观经济数据全部收集出来。行业协会通常并不会去收集一个行业的财务比率 (如股本回报率), 因此, 你将很可能需要去单独收集每个公司的数据, 然后进行综合汇总, 得到整个行业层面的数据分析。但是由于无法获得非上市公司的数据, 或者由于某些跨国公司不愿意提供分地区的相关财务数据, 还是存在着一定缺憾的。这项工作既是一门艺术又是一门科学, 但是我们要了解到行业的财务健康状况是怎样随着时间的推移而变化的。在以上的分析中, 也要包括那些已经被出售或者已经破产的公司, 这样才能确保你看到了整体的局面。以下是一些行业层面的数据, 它们能帮助你进行这类分析:

- 收入。
- 每个主要产品或服务的平均销售价格。
- 息税前利润 (EBIT)。
- 税前收入。
- 净收入。
- 自由现金流。
- 股利。
- 净资本支出 (包括收购租约)。
- 投资资本回报。
- 净资产收益率。

通过分析历史数据可以发现增长率和回报达到峰谷值的时期，如果处于稳定阶段，也可以知道持续的时间会有多久（如果真的会有稳定阶段的话）。先找出在什么时候该行业的投资回报会超出或低于资本成本。再回顾一下你之前的供给 - 需求分析，通过研究历史上的宏观经济数据（如国内生产总值、工业生产总值、零售总额），来确定它和行业财务标准之间是不是存在一定的联系。找出周期性和长期性趋势之间的差异是至关重要的。

行业层面上股票表现的历史分析

既然你已经研究了供给、需求和宏观经济对于你跟进的行业的财务健康有什么影响，现在是时候让我们来看看它们是怎样影响行业估值的。首先，你需要一个可以代表这个行业里所有公司股票价格的时间序列。也许分配给你的股票领域正好和 MSCI 的全球行业分类标准（Global Industry Classification Standard, GICS）的行业分类相符，这样一来对于股票历史数据的分析过程就应该能相对得到简化；但是，如果你研究的行业没有被严格定义，那么你就需要自己选择合适的公司创建一个指数。在你自己创建的过程中，如果该行业内有一家公司处于鹤立鸡群的位置，那么就要考虑采取平等的权重来创建指数，这样才能保证这家大公司的业绩不会扭曲整个行业的表现。同时为了排除生存偏见（survivorship bias），要试着在你创建的指数中包括那些已经破产的公司以及已经被收购的公司。

要得到有用的估值乘数，你也需要获得在任何一个历史时间点的某种形式的前瞻性估值，比如一致预期的每股收益（EPS）或者现金流。通常，当你从一个第三方服务公司那里下载一个历史每股收益或者现金流数据的时候，你得到的是一个实际数据。但是，股票交易的依据并不是历史实际数据，而是前瞻性预期。另外，获得行业层面的市场预期可能性并不高，因此，你可能需要自己逐个搜集市场上关于各个公司的前瞻性每股收益和现金流的一致预期数据来创建一个指数。就我的团队而言，我们靠自己的努力搜集，得到了我们跟进领域内大概 20 只股票在过去 20 年中的前瞻性为 12 个月的一致性预期数据，这极大地帮助我们了解任何一只股票在任何一个时间点的市场一致预期。

在为广泛的市场或者你的基准收集这类信息的时候要注意，对于标准普尔 500 指数的前瞻收益预期来说，自下到上的方法和自上到下的方法中存在很大差异；自上到下的方法是从卖方战略角度对前瞻性市场观点进行估计，而自下到上的方法是把对 500 只股票的前瞻性一致预期进行加总。我们有理由去关注其中某一只股票；只要保证你在一段历史时期内或者一个预测时期内保持前后一致即可。

这类分析的总体目标是：

- 识别该行业在哪些时期内的表现高于或者低于市场预期（先不要急于着手分析某个公司）。
- 区分相关的业绩表现的原因，是由前瞻性估值乘数的改变导致的，还是由收益以及现金流的一致性预期的变化引起的。
- 识别相关行业业绩变化的前置或者滞后因素以及行业基本面的改变。

回顾过去的市场数据，看一看在哪些时段内，与市场指数或者基金的基准指数相比，行业指数表现是大幅度超出还是落后。对于这些阶段来说，最理想情况下，你当然想知道这些相关表现在多大程度上是由估值乘数的改变引起的（如上市公司市盈率 $[P/E]$ 、股价与现金流比率 $[P/CF]$ 等），还是由财务指标（如收入、现金流）的变化引起的，希望以此可以区分市场的变化是由于心理反应（也就是说预期）还是财务业绩的改变。（参考阅读第十九章，其中关于这个话题有更细节的讨论。）如果估值乘数倾向于在财务结果改变轨迹之前的 6~12 个月就有所反应，那么你就能更加准确地判断出下一个拐点将于什么时间出现了。在职业生涯中我曾经遇到一位天赋极佳的证券分析师，我有幸与他一起共事。他对于这一点的解释是，“要挣钱，关键就是要了解市场心理、行业心理和股票心理”。

产业链分析

正如之前在第六章中讨论到的那样，人们对证券分析师的最大期待就是他们对一个行业因素了解的能力，包括行业长期趋势以及一个公司的竞争优

势。如果你不知道这个行业是如何运作的，那么获得这些信息就会变得非常困难。因此，产业链分析是最有用的方法之一，也就是总结出公司提供某种产品或者某项服务所需要的所有供应商和销售商，并以详细列表的形式呈现出来（详见图 7-1）。这个列表能帮助证券分析师了解发生在上游或者下游的事件是如何对一家公司产生影响的。比如说，在过去，由于 RF Micro Devices 公司^①的很大一部分收入都来自手机制造商，所以投资人会根据其提供的信息来寻求关于诺基亚手机的观点。

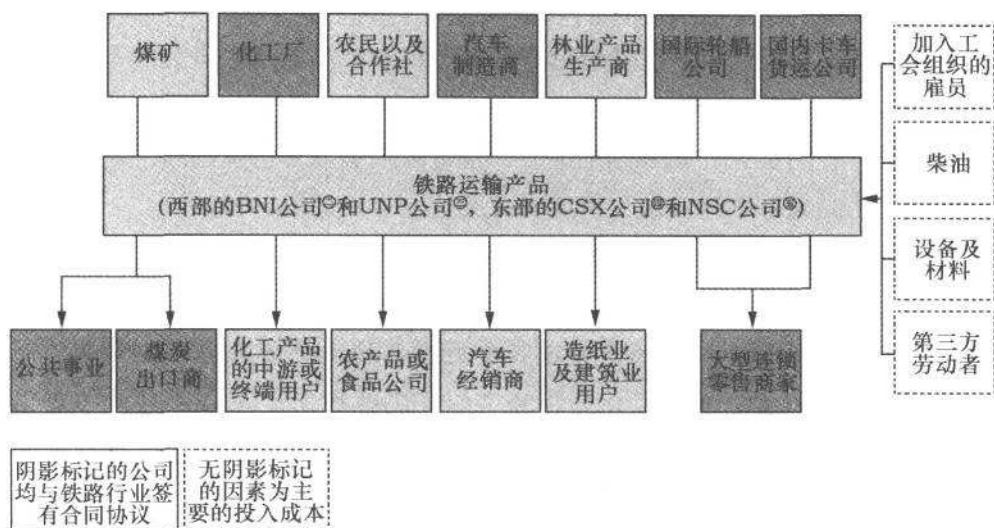


图 7-1 美国铁路行业的产业链分析

①RF Micro Devices 公司是全球领先的集成电路供应商，提供高质量的半导体元件的设计和制造服务。全球主要的移动通信设备制造商均和该公司有长期的采购协议。——译者注

②美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（BNSF）是北美洲最大的铁路运营商之一，拥有51 500公里的运营网络，遍及美国的28个州和加拿大的2个省。该公司每年运送的集装箱和拖车超过500万个，在业界被评为世界最大的铁路多式联运承运公司。BNI为其在纽约证券交易所的交易代码，下同。——译者注

③联合太平洋公司（Union Pacific Company）控制着三个子公司：太平洋联合铁路公司（Union Pacific Railroad Company）、Overnite Transportation 和 Fenix。其中，太平洋联合铁路公司是目前全美最大的铁路网络之一，在美国西部、加拿大和墨西哥拥有长达36 000英里的铁路，主要运输煤、化学制品和其他货物。——译者注

④美国 CSX 运输公司是全球唯一的集铁路、集装箱运输和后勤服务于一体的公司。——译者注

⑤诺福克南方铁路公司（Norfolk Southern Railway）拥有21 500英里的铁路系统，服务于美国东部22个州及华盛顿哥伦比亚特区和加拿大安大略省，主要运输煤炭和集装箱。——译者注

有一些公司所有的基本原材料几乎都是从自有的资源基地（油田、金矿、林场等）购进的，它们的产业链分析就会相对简单一些；而另一些复杂商品的制造商（如飞机或电脑制造商）则需要从外部供货商那里购进原材料，它们的产业链分析就要相对复杂得多。总的来说，越是垂直一体的公司结构产业链就越简单。

在自己开始创建一个产业链分析前，不妨先找找看有没有别人已经做好的现成分析。如果你新涉足了某行业，向公司投资者关系联络人咨询一下，看他们是不是知道已经有其他人做过相关的工作。也可以向行业协会询问，看看他们是不是已经有了产业链分析的部分内容；可能这个协会没有把它叫做“产业链分析”，但是它的确可能有一些表格可以提供整个行业的主要供货商和消费者的信息。如果你是买方，也可以跟卖方分析师询问，看看他们是不是有已经做好的产业链分析或者有关行业宏观面的分析。

以下是一些你自己建立产业链分析的步骤：

- (1) 识别你关注行业提供的产品或服务所需要的主要资源。要找到具体的名字，可以看一看哪家公司赞助了行业交易展或者在业内交易杂志上做广告。很多协会都有买方指南，上面列明了哪些公司可以向你关注的行业出售产品。既然说到了这一点，就不得不提一下，创建你自己的信息中心也许能为你设置新闻过滤器提供一定的帮助，可以搜集为你所关注的行业提供销售产品的大型上市公司的信息。
- (2) 确认从你所关注的公司购买产品或者服务的行业。从公司收入明细入手，也许答案是显而易见的，或者这从这个公司的 10-K 表格^①（找到客户说明部分）中也可以找到。
- (3) 可以向曾负责这个行业的同事或投资者关系联络人来复核所了解的公司业务的上下游情况。如果你是买方，也可以要求卖方提供反馈。这么做的目的就是来保证你已经掌握了该行业的主要供应商和客户群体。

^①每年年底，美国的上市公司都要在不超过 60 天的期限内（即次年 2 月底之前）向美国证券交易委员会提交 10-K 表格，其中包括该公司的发展历史、公司结构、股票状况以及盈利水平等信息。——译者注

表 7-1 最佳实践指南（技巧）：识别影响一个行业估值和表现的因素

1. 在你有了一个指定的股票领域的时候，不要急于开始做相关的公司研究，而是要首先进行一个整体的行业分析。不要在细枝末节上浪费你的时间，而要把注意力放在对投资有重大意义的因素之上：
 - a. 行业供给和需求（以及价格——如果可以得到相关数据的话）的历史
 - b. 行业财务比率标准的历史
 - c. 与市场综合指数相比，行业指数表现超出或落后的历史
 - d. 产业链分析
2. 建立行业供给 - 需求分析模型：
 - a. 把引发你跟进公司产品价格发生最重大变化的因素定义为供给（通常属于资本支出的领域）。如果海外的供给会影响到你关注的行业，那么你或许也需要在你的分析中涵盖这一部分数据。不要总是希望能找到最好的数据序列，它们也许并不存在，而是要去搜集所有可以模拟该行业增长或萎缩的数据序列。
 - b. 通过在上一步中已找到的对应的消费者，给你关注的行业设定其需求；这有可能也包括了出口的数据。在研究需求的时候，分类越简单越好，尽量只按照日后对公司单项业务进行预测的需要来划分即可。
 - c. 如果可能，就把平均销售价格和供给及需求分析综合起来考虑，看它对于这两个变量的改变会有什么样的反应。
 - d. 搜集可以提供某行业的供给 - 需求数据的最佳信息源。可以参考的地方包括：
 - （1）行业协会。
 - （2）行业顾问。
 - （3）行业交易期刊。
 - （4）（买方客户还可以请教）卖方分析师。
 - e. 进行历史供给 - 需求分析有以下这些重要的好处：
 - （1）可以提供一些信息，用来判断一个行业在什么时候供给的年复合增长率和该行业需求的增长率会相差巨大，可能会对定价、利润率和回报产生巨大的影响，这反过来也会影响股票价格。
 - （2）如果你足够幸运，能拿到一份非常严谨的分析，其中包括了所有的行业参与者，这就能给你提供一个极为有用的工具，可以用在以下几个方面：
 - （a）了解不同公司市场份额发生变化的历史。
 - （b）建立公司级别的收入 - 预测的假设核实，可以通过所有公司的销量/销售额增长率加总，来判断得出的行业增长率是否现实。

(续)

3. 分析供给和需求的改变给一个行业的财务标准比率带来的影响，包括宏观经济因素带来的影响。尤其要找出每股收益或者现金流增长率以及回报在什么时候分别达到峰值，以及这些数据处于稳定期的时间长度。搜集整理可能会影响该行业的宏观经济数据，并且在行业层面上跟进财务标准比率，尽你最大的可能去寻找过去的下列历史数据，越多越好（最好是至少能有两个经济周期内的数据）：
 - a. 收入。
 - b. 每个主要产品或服务的平均销售价格。
 - c. 息税前利润（EBIT）。
 - d. 税前利润。
 - e. 净利润。
 - f. 自由现金流。
 - g. 股利。
 - h. 净资本支出（包括收购租约）。
 - i. 投资资本回报。
 - j. 净资产收益率。
4. 使用在第二步和第三步中搜集到的信息，找出引发行业股票价格表现相对于广义市场或者你的基金基准指标有最大波动的衡量标准。最理想的情况下，你希望可以知道这些相关表现在多大程度上是由估值乘数的改变引起的（如上市公司市盈率 $[P/E]$ 、股价与现金流比率 $[P/CF]$ 等），又在多大程度上是由财务结果（如收入、现金流）的变化引起的，希望可以区分开这种变化是来自于对市场的心理反应（也就是说预期）还是说财务结果的改变。如果分配给你的股票领域正好和 MSC 的行业分类相符，就用指数数据，但如果不是，就自己创建一个指数。如果有某一家公司会主导指数的走势，那就要考虑给每一家公司都以相同的权重来构建指数，从而可以保证该指数可以反映出多数公司的趋势。要达到的目标就是：
 - a. 找出行业在什么时候表现出众，在什么时候表现欠佳（不要急于开始对公司进行逐个分析）。
 - b. 确定相关的表现是由于前瞻性估值乘数的改变或者对收益及现金流的一致预期的改变引起的。
 - c. 识别行业业绩发生变化的前置或后滞时间以及行业基本面的改变。
5. 给每个行业都建立产业链分析，这样有助于理解上游或者下游因素是如何影响该公司的。找到所有公司提供他们的产品或者服务所需要的供应商或投入资源，以及他们所有主要的客户。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第八章

识别并监测影响股票的关键因素

这个工作最艰难的部分就是从繁杂的信息中过滤出重要信息。

——西雷斯特·莫莱特·布朗 (Celeste Mellett Brown),
摩根士丹利一位具有 11 年从业经验的证券分析师

伟大的证券分析师往往都具有一个最突出的特点，他们会把大部分时间用在预测他们所关注的影响股票走势的几个关键因素之上。这个方法完全颠覆了传统的公司分析，因为这些证券分析师并没有试图去了解公司的一切信息。在进行公司分析的时候，很多证券分析师的问题就是，他们就好像大学生复习准备考试一样，把一本 300 多页的书中每一页上的重点都标记出来，让自己完全吃透整本教科书，认为这样才能在期末考试中取得好成绩。而伟大的证券分析师则会采取不同的战略，他们通常只会花时间研究那些在往年的考试中出现过的题目，或者因为一些环境的改变而有可能在下次考试中被问到的题目。一位经验丰富的证券分析师经理也回应这个观点，他说道，“所有的证券分析师都有一个机会把工作做得更好，即提前找到股票驱动因素和投资人持有这些股票的原因。”

因为这一部分提到的最佳实践方法需要适用于业务领域内的每一只股票，所以，这也就只适合那些关注的股票数量在可控范围内的证券分析师（比如，大约跟进了 50 只或者更少股票的买方分析师，或者每个人平均关注 7 只或者更少股票的卖方团队）。

什么是关键因素？

想要找到定价不合理的股票，那么掌握在金融市场上尚不广为人知的信

息是非常必要的。当某个信息在证券分析师标准的投资期限内有可能驱动一只股票时，我们就把它定义为关键因素。出色的证券分析师总是用他们大部分的时间来发现并关注这些关键因素，从而能得到一定的优势。毕竟，大多数因素都是无法驱动股票价格变化的。

发现这些关键因素并非易事，尤其是对于某一领域的新手证券分析师来说。因此，我总结出了以下标准供大家参考。基于以下两点，我们将某一因素定义为“关键因素”：

- 发生在一个证券分析师的标准投资期限之内。
- 有一个相关的催化驱动因素，在催化因素触发后将引起这个因素的变化，让市场参与者察觉到一个更好的机会或者更大的风险。在大多数情况下，这个因素能引发以下一个或多个因素的改变：
 - 收益或者现金流增长的重大改变。
 - 回报的重大改变。
 - 以下可能性的重大改变：
 - 该公司完成了一个收购案。
 - 该公司被其他实体收购。
 - 该公司的高管层发生人事变动。
 - 公司股票的波幅发生重大改变。

基于证券分析师在基金的客观性、投资期限以及关注的行业这些方面的不同，他们衡量一个因素重要性的门槛也会有所不同。我们开始的时候就以5%和50个基点作为标准来诠释这个最佳实践方法。如果这个因素会对财务报表产生影响，那么就去看看它是否有可能引发以下的市场预期：

- 每股盈利（EPS）或者每股现金流（CFPS）发生5%以上的改变。
- 投入资本回报率（ROIC）或者净资产收益率（ROE）超过50个基点的改变（例如，引起一家公司的投入资本回报率从10%降低到9.5%或者增加到10.5%）。

如果它不能给近期的财务报表带来很明显的变化，那么它是否会改变：

- 投资人信心。
- 任何隐性的控制权溢价。

通常来说，定义每个因素的重要性是一件很麻烦的事情，而且还非常耗时间；但是这对于精简你的关键因素清单来说却是十分必要的，因为这可以帮你发现那些最值得关注的因素。我们常常需要进行某些层次上的研究来决定一个因素是否达到了这个重要性的最低标准。表 8-1 的例子中的一些因素很容易被市场误认为是关键因素，其实只要再多做一些研究就能发现完全不是这么回事了。

表 8-1 容易被市场误认为是关键因素的一些因素

市场认为：	若满足以下条件，则该观点正确：	若出现以下情况，则该因素就并非关键因素：
所有的航空公司都将被高油价拖累	这家航空公司没有对冲燃料成本，也不能把油价上涨转嫁给消费者	这家航空公司能以燃油附加费的形式把油价上涨的压力转嫁给消费者
一家煤炭公司将在煤价突然上涨 10% 的背景下大幅获利	这家公司有煤可以在现货市场上出售	对于今后两年内的所有销售，这家公司都已经签署了长期合同
一家跨国科技公司将会因被迫剥离在一个非常重要的发展中国家的子公司而遭受损失	在该国的子公司是盈利的，并贡献了母公司息税前利润的很大一部分	这家子公司在该国亏损，并且在今后相当长的一段时间内都没有盈利的迹象

在整个职业生涯中，我发现投资客户认为他们提出的大多数问题和他们最初关注的事情都是关键因素，但是在进行了一些更深入的研究之后，就能发现它们其实并不满足这个重要性的最低标准。对于那些花费了大量精力去关注这些非关键因素的人，他们虽然投入了不少时间，但却还是无法有效地对真正的关键因素作出预测。

为了更进一步地解释，我给出以下几个常见的例子，其中包含的那些因素事实上常常并未满足关键因素的最低标准，但却被投资人误认为很重要，枉费了大量时间来进行分析：

- 一家公司完成的收购案既不具有增值性也不具有稀释性，并且也不能改变公司长期的盈利能力。
- 一家公司关闭或新建一个工厂，但是所有的长期战略都不会改变盈利预期的市场观点。
- 一家公司扩张进入国际市场，但由于扩张规模相对比例很小，无法在标准投资期限内对母公司产生重大的影响。
- 一家公司新签署了一份客户合同，但是如果这份合同涉及的金额太小，或者合同协议价格过低，无法产生太多利润，那么就不大可能在盈利或者投资回报上有重大改变。

财务衡量标准和估值异常有助于发现关键因素

在发现并关注关键因素的过程中，首先应该花一些时间来研究你的笔记系统（电子笔记或者传统笔记），准确记录下各个因素（其中某些因素将会在下一个阶段中被贴上“关键”的标签）和它们的催化驱动因素。随着每一个新因素地发现，都把它和其催化驱动因素加入到这个中心区域，这样就可以在将来很容易地进行参考。你会想专门找一个地方记录这些因素，并分类记下对各个公司有影响的因素，以及那些可以对整个行业有影响的因素。比如，如果你正在跟进汽车行业，那么你将有可能需要把工会作为既能潜在地影响整个行业，也能影响一家公司的因素；因为涉及工会的有一些问题能够影响到所有的公司，而另一些只会影响一家公司。

在你的笔记旁边留出一些空白，在初始阶段，你就应该及时回顾你之前按照最佳实践方法进行的行业分析，开始解读公司层面上的财务数据，特别是要看一看相对市场以及行业领头公司的情况，每家公司的财务衡量标准和估值水平在一段时间内是怎样随着公司股价表现大幅度的超出或落后而变化的。

在下一阶段，一定要注意财务衡量标准和估值分析中的两个要素：历史要素和当前要素。很明显，历史要素更加适用于那些历史记录较丰富的公司，也正由于产业的生命周期循环，它也经常等同于价值股票。而分析当前要素对于所有股票来说都很重要，尤其是那些增长性的股票，因为这些公司

的很多关键因素都是由驱动公司持续、稳定增长的因素来决定的。

以年为单位，回顾过去 10 年中的关键财务数据。如果你想知道某只股票的表现，在多个经济循环的峰谷处分别有怎样的表现，那么也可以查询一下更久远的数据（这可能对于价值投资类股票来说是必要的，但是对于成长类股票来说却并非必要）。我始终认为很多数据提供商发布的数据都会有一些人为操作的因素存在，所以我个人比较倾向直接从公司每年的常规文件中获取财务数据，这的确会花费很多时间，而很多证券分析师恰好缺的就是时间。面对一张张印满数字的纸，人类的大脑并不擅长从中获取隐藏的非正常因素，这也就是为什么在大多情况下，需要建立一个独立的电子表格或者图表，列出关键的财务衡量标准的年复合增长率（CAGR），如收入、息前税前折旧摊销前利润（EBITDA）、每股收益（EPS）、每股现金流（CFPS）、资本开支以及折旧、减值和摊销（DD&A）。另外，要查看在此阶段中的回报的变化情况，这也是同样重要的。使用杜邦公式进行股本回报率分析是一个很好的方法，能帮助我们认识到在这三个重要因素的基础之上，回报会发生怎样的变化。同时，也要检查一下会计中的非正常因素，关于这一点我们之后会在第十四章中有所讨论。

与做财务衡量标准分析类似，回顾一下你关于行业层面的估值状况，然后再对某家公司进行历史估值分析。你是在试图找到市场对于你关注股票的历史估值水平，并且与市场的整体情况和同类竞争者的情况相对比，看看它是怎样随着时间的推移而发生改变的。举例来说，可以查看一下你关注的股票在过去 10 年的前瞻性市盈率（基于市场观点的一致预期），图 8-1 即为一例。你也应该对非正常因素有一定的研究，以确保充分理解它们。如果时间允许，还可以通过统计分析来寻找历史数据到现状数据的发展趋势，这个问题我们在第十二章中将有详细讨论。

在分析了历史估值数据之后，对于当前的估值水平也进行同样的分析，以便可以回答“股票的核心是什么”这个问题。这样做的目的并不是想让证券分析师不断练习如何进行估值，把他们弄得身心俱疲，而是希望能帮助他们建立起寻找关键因素的框架。目标就是要找到那些在过去对估值产生影响以及公司在今年及明年（对于那些有更长投资期限的公司来说，也许还

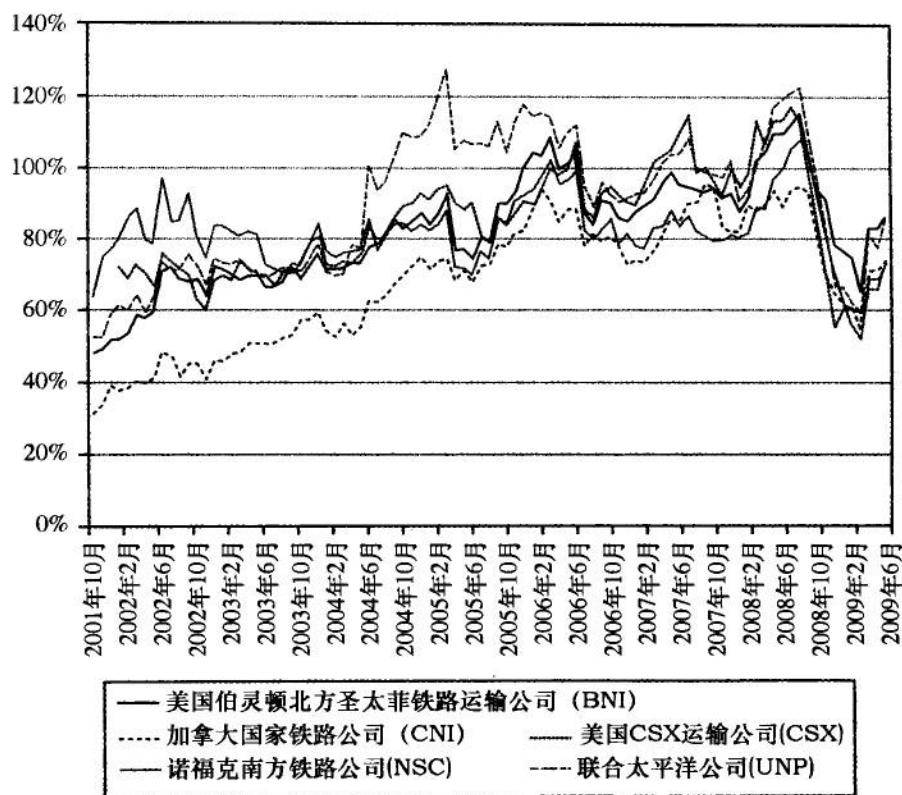


图 8-1 美国主要铁路运营商的前瞻性相对市盈率（相对于标准普尔 500 指数）

要在更加久远的将来）达到市场预期所必不可少的关键假设。

为了解释这一点，请参阅图 8-1。该图揭示了北美五家主要铁路公司的前瞻性相对市盈率状况。（例如，2005 年 1 月的数据是当月的股票价格除以当时的前瞻性为 12 个月的每股收益的一致预期，再除以标准普尔 500 指数市盈率的前瞻性一致预期）。看着这个图的时候，脑海中应该闪过以下这些问题：

- 在过去的 10 年间，是什么原因导致加拿大国家铁路公司（CNI）显著折扣逐渐削弱？
- 在过去是什么原因导致诺福克南方铁路公司（NSC）相对其竞争者失去溢价？

- 是什么原因导致联合太平洋公司（UNP）在2004年到2006年间，相对其竞争公司保持一个高溢价水平？
- 在最近的一段时期内，同加拿大国家铁路公司（CNI）、诺福克南方铁路公司（NSC）和美国CSX运输公司相比，为什么美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（BNI）和联合太平洋公司（UNP）以这样的溢价在交易？

寻找答案

关于历史财务衡量标准和估值非正常因素的问题，找到答案最快的方法之一就是咨询在那个阶段紧密跟进这些股票的证券分析师。你需要提前仔细分析历史数据，为这种讨论进行充分的准备；要避免因为准备不足而表现出你对这位证券分析师的不尊重，而这也有可能是你唯一和他一起探讨这个问题的机会。要记住，你并不是要试图了解这家公司的方方面面，而仅仅需要了解在过去引发这家公司财务衡量标准和估值水平变化的关键因素以及其催化驱动因素；之后再去进一步探讨该公司在未来的发展问题。在开始任何相关讨论之前，都要回顾公司的初步信息，这些信息最好的来源包括：

- 公司文件。（在常规文件中的管理讨论和分析 [MD&A] 环节中，可能会有一些信息有助于解释财务衡量标准中的主要变化。）
- 主要股票变动时期的财经媒体报道。
- 行业交易杂志或者网站，其中包括了在主要股票变动时期内的新闻以及年底总结报告或者年度展望报告。
- 在主要股票变动时期内由关注该股票的证券分析师所写的内部文件。
- 仅适用于买方：在主要股票变动时期内由卖方提供的报告。

虽然公司可以提供很多重要的信息，但由于这些信息都来自该公司，因此它们极有可能带有偏向公司利益的主观因素。一条任何最佳实践方法都能通用的准则就是，在寻找客观答案的时候尽量不要仅仅依靠一家公司进行判断，正如中国谚语所说的“兼听则明，偏信则暗”。

在完成了初步分析之后，就要向以下这些信息源咨询，尽一切可能获取

最详细的回复，来解答过去的财务衡量标准和估值不规范的问题，以及相对其竞争公司和市场来说，这只股票处于当前状态的原因。（参见表 9-1，列出了各种信息源的优缺点。）我们的目标就是希望能找到在过去驱动股票的关键因素，以及当前关于该股票能达到市场一致预期值的关键假设：

- 投资者关系（IR）联络人通常对于公司的基本状况都了如指掌，因为他们的本职工作就是向投资人介绍他们的公司。但是，不要把投资者关系联络人当成你唯一的信息源，因为你将很有可能发现他们的观点都是对自己公司有利的角度出发的。
- 对于买方分析师而言：
 - 找到自己公司里负责这个行业或者曾经把该股票纳入投资组合里的投资组合经理、其他证券分析师或者交易员，并和他们交换意见。
 - 找到在很长一段时间内对这个行业都非常熟悉的卖方分析师和销售员，并和他们交换意见。
- 对于卖方分析师来说，和公司内部资深的销售员或者交易员交换意见。销售员可能会把你介绍给资深的买方客户，这些客户也许会跟你分享他们自己的见解，但是对此卖方分析师应该抱有审慎的态度，切不可盲目使用，因为作为你们公司的客户，他们这么做其实是在帮你的忙。
- 如果你有时间和资源：
 - 咨询资深的业内专家，他们通常都非常熟知驱动股票的各种关键因素，比如一家公司的竞争对手、最近离开该公司的经验丰富的执行官，以及那些精通该行业的咨询师。
 - 一些金融记者、提供行业预测服务的个人以及博客写手，只要他们对这个行业关注的时间足够长，并且至少掌握一些估值的基本知识，那么他们也都有可能会帮到你。

现在让我们从细节着手来看看上述问题。一些时候，我给投资者关系联络人打电话之前都有些退缩，因为我知道他们并不总能跟得上市场心理的发展。更不幸的是，一些公司让员工担任投资者关系联络人的角色，像一个守

门人一样仅给客户提供最低级别的服务，比如说发布公司信息和回答简单的基础性问题。这些人通常并不清楚驱动他们公司股票的关键因素或者当前的市场观点。但是，还有另外一些投资者关系联络人，他们积极地参与到市场中去，经常和一些精明的投资人及资深的卖方分析师交换意见。在想了解他们的股票时，这些人能提供过去和当前的市场信息。他们也许会试图美化那些悲观的问题，但是你可以有针对性地提出一些关于消极情景的问题，通过他们的回答来识破这些“糖衣炮弹”。如果你提出的每一个问题他们都能给出一个积极的答案，那么你就应该意识到这个人的观点缺乏平衡性。但是，这位联络人仍然可以帮到你，尤其是当你直接向他提问的时候，比如，“明年市场预期的关键假设是什么？”他/她对这些问题回答的速度和深度就能让你大概看出来他/她在金融市场的参与程度。

当前持有或曾经持有过这只股票的资深买方分析师和投资组合经理应该很清楚地知道影响该股票的历史因素，并且就当前对这只股票的关键假设的市场预期而言，他们也总有着最敏锐的感觉。如果你在买方，你显然能跟你们公司内部同事咨询有关问题，但是你可能感到意外，其实你也完全可以和其他公司的买方分析师进行接触。他们通常都非常愿意和你交换意见，因为这样能帮助他们扩大自己的投资人关系网，让自己的名字可以经常被提到，同时也可以了解投资人心理的变化趋势。建立这种买方—卖方关系的最好方法就是和卖方销售员交换意见，或者在投资人活动中尽量结交其他的买方分析师。

如果你在卖方，向买方分析师提问的挑战也许就在于他们并不是很愿意跟你交谈，因为他们说不定会有一些关于这只股票的独家观点不愿和你分享。因此，你可能刚开始的时候需要从那些当前没有持有该股票的买方分析师那里下手，咨询他们对于关键因素的看法；因为他们的警惕性通常比较低，不会怀疑你的意图。卖方销售人员可以帮助你建立一些联系，也就是能把你和那些在他们眼中对这只股票了如指掌的股票投资人联系起来。

如果你在买方，给卖方分析师打电话沟通也可以让你受益匪浅，因为在通话的过程中你就可以得到他们对关键因素的看法。要保证自己是在和经验丰富的证券分析师沟通，因为新手们仍然是无法察觉到关键因素的。同时，

也要确保把证券分析师的看法和市场观点区分开来；卖方分析师通常以自己有不同于市场观点的看法而自豪，因此，如果你想要知道“股票的核心是什么”，你就需要随时提醒他们谈话时不要跑题。

作为卖方的销售员，他们应该至少对自己公司关注的所有股票有一个粗略的了解。虽然在某种情况下这意味着要去了解超过 1 000 只股票，但是每个销售员都有自己擅长的领域，他们总是对某些股票有更深入的了解。你经常可以在刚刚开始讨论股票的几秒钟之内就能分辨出这个销售员是不是懂行。如果懂行，那么这位销售员基于以前和客户的交谈经验，就应该知道这个股票的一些核心问题。

卖方分析师可以开诚布公地和内部交易员谈论他们所关注的股票。所以，在试图了解一只股票的历史表现和当前表现时，他们就是极好的资源。但是，和交易员交流也有一定的局限性，因为他们经常都是关注股票的短期表现，有时仅仅是看股票几天之内的表现，甚至于几个小时之内的表现。因此，不要指望一个典型的交易员能给你提供未来 12 ~ 18 个月的前景分析。鉴于他们交易股票的数量太多，他们也许不会有太多你想要的细节信息。

如果你即将形成一个关于关键因素的独家观点，那么在你和任何一个市场参与者交流时都要小心，不要泄露秘密。如果你的研究结果显示西部的煤价有可能是一个关键因素，并且在你的预测中它会上涨 10%，那么就不要去问他们，“你是不是认为因为产量问题会导致煤价上升 10 个百分点呢？”而是要试着问一下“现在市场是怎么看待明年的煤价走势呢？”

建立一个最佳关键因素的短名单

和这些市场参与者的谈话，再结合你早期的一些研究，就可以帮助你确定自己所关注的股票在过去或将来的主要驱动因素了。现在，我们面临的挑战就在于如何把这个清单进一步缩减，使得最终筛选出来的因素不要太多，在自己能力所及的范围之内。当一只股票相对于市场指数来说相对表现极好或者极差的时候，经常都是由一个因素造成的；问题的关键就是要提前发现到底是哪个因素在起着主导作用。为了建立这个优势，证券分析师必须缩减他们的清单，只留下那些有明显触媒的因素。资深的买方分

析师比尔·范·图伊恩先生（Bill Van Tuinen）总是在寻找那些强大到可以化解风险的催化因素。但是，如果一个关键因素的催化因素是一个难以预测的宏观事件，比如 GDP 或者油价，那么就几乎不可能优先于市场来得到这个优势了。因此，我们要寻找的催化驱动因素是那些可以通过综合研究来确定和量化的因素，比如某行业出台新规定的时间和可能性、一家公司的新产品是否能占有市场的可能性等。催化驱动因素通常可以在以下场合出现：

- 公司赞助的证券分析师会议或电话。
- 盈利发布报告。
- 公司的年度定价、销量或盈利指引或预测。
- 新法案、新规定或法院判决结果的最后时限。
- 公司客户、竞争者或供应商预先安排好的通知公告。
- 新产品发布或重大的产品升级。
- 公司或者行业的销售数据快报。

证券分析师应该把这些事件在自己的日历上标记出来，而且如果其中涉及一个催化驱动因素可能影响到某个关键因素的话，要尝试着建立一个自己的观点。

到此阶段时，把影响行业或者公司的因素清单按照以下标准进行一个排序：

- 重要性（比如，对财务指标的影响或者公司某重大事件发生概率的改变）。
- 在投资限期间该催化驱动因素可被预测的可能性。

这份清单上排名最靠前的 2~4 个因素就是证券分析师应该重点关注的对象。

要把自己的关键因素清单缩减到一个易于管控的长度，这对于时间管理

和股票选择来说都是非常关键的。比如，在联邦快运公布了金考公司^①的收购案之后，虽然其股票在 2003 年年底下跌，然而这在投资者的投资年限中不太可能会影响到公司的收入水平或者利润水平。但是，其中真正的关键因素就是公司不断增长的核心业务利润率，这个因素最终使得联邦快运出其不意地在以后的一年、三年、五年期间的表现大幅超出标准普尔 500 指数及其竞争对手 UPS。单独来看，公司在金考收购案上溢价过高，后来的资产减值也证明了这一点，但是与公司核心业务的增长所带来的业绩相比，这一点就变得有些微不足道了。

可选步骤：和管理层会面

设计之初，我并没有把对公司进行深度分析也纳入到发现关键因素的过程中，因为我不想把自己的时间埋没在那些过去没有而且将来也不会对我关注的股票价格有影响的因素之中。正如摩根士丹利的证券分析师亚当·郎森先生（Adam Longson）（特许金融分析师兼注册会计师）所说，“应该更多地关注股票而不是公司”。对于那些有时间和资源去和管理层碰面的证券分析师（强烈建议买方分析师做到，卖方分析师必须做到）来说，需要做额外的准备，包括了对这家公司的基本分析。在和公司管理层的接触之中，很重要的就是要了解他们是不是意识到了在证券分析师清单上所列的关键因素，并且决定是不是他们已制订了相应的计划来针对这些因素在业务上扬长避短。

如果采取了第五章中的建议，证券分析师就应该已经列在与公司管理层会面的排队名单上了（比如在他们的办公室、基金的办公室、股东大会上等场合）。为了能最大限度地从一次管理层会面中获取信息，证券分析师应该提前进行一个初步研究，找到表 8-2 中列出的所有问题的答案。会议开始之前能进行多少研究主要取决于证券分析师的时间安排，但是至少也应该搞懂那些战略性问题，因为这些问题几乎对每一个投资主题来说都至关重要。表 8-2 中列出的每个问题的信息源都是最佳的开始之处，但并不是说没有被

^①金考公司（Kinko's）是一家印刷和文件管理服务的全球连锁零售供应商，总部位于美国得克萨斯州的达拉斯市，于 2003 年年底被联邦快运以 24 亿美元收购。——译者注

列出的信息源就无法解答问题（因为时间有限，证券分析师应该首先从最有可能提供最佳答案的信息源开始）。之后我们会在第十章中谈到，证券分析师在和管理层见面的时候，都希望尽可能地表现出对这家公司了如指掌，非常清楚公司的战略和竞争优势，这样就可以把整个谈话水平推到最高境界。也要尽量避免提出一些不靠谱的问题，让人家一看就知道你准备不足，比如那些通过阅读公司基本演示文稿或者常规性文件就可以获得的信息，或者是那些管理层压根儿就不会告诉你答案的问题。（参见表 8-2 中题为“会议中适合提问公司执行官的问题”一栏中的空白处。）“准备充分”这个原则也有一个例外情况，因为有时候证券分析师会被临时要求去参加一个公司（通常是小型公司）的管理层会议，这的确是会发生的；如果在路演或者是卖方赞助的会议中仍有空位的话，卖方销售员也会临时通知买方分析师来参加公司的管理层会议。

表 8-2 最佳实践指南（知识）：在和公司管理层会面之前及其过程中应考察的问题

		在会面之前从以下信息源处着手考察										
	待考察的问题	公司文件、数据和网站	市场数据和新闻机构	行业交易期刊或网站	经济数据	公司投资者关系人	卖方报告或模型(仅用于买方分析师)	公司的客户或供货商	预测服务机构提供的信息	顾问专家或公司已退休员工	卖方分析师(仅用于买方分析师)	在会中公执行的合理提问
战略	这家公司如何为其客户和股东创造价值?	●				●		●		●	●	
	这家公司的竞争优势在哪里?	●				●		●		●	●	●
	这家公司保持其竞争优势/回报的风险在哪里?	●				●		●		●	●	●
	这家公司的战略与其竞争者有什么区别?	●				●		●		●	●	●
	这家公司的哪一项业务的价值最高/最低?	●				●	●			●	●	
	这家公司的哪一项业务是季节性的、周期性的、保守型的或增长型的?	●				●	●		●	●	●	

(续)

		在会面之前从以下信息源处着手考察										
	待考察的问题	公司文件、数据和网站	市场数据和新闻机构	行业交易期刊或网站	经济数据	公司投资者关系	卖方报告或模型(仅适用于买方分析师)	公司的客户或供货商	预测服务机构提供的信息	顾问专家或公司的已退休员工	卖方分析师(仅适用于买方分析师)	在会中公执行官合理提问
战略	这家公司的哪一项业务正在转型之中?	●	●			●	●	●		●	●	●
	这家公司核心业务之外的最佳投资领域是什么?	●				●				●	●	●
	管理层是否善于资本管理(在一个周期中,是否获得了超过资本成本的回报)?	●	●				●					
	这家公司在竞争中所犯的最大的错误是什么?		●	●		●	●	●		●	●	●
	是否存在任何制度上或者法律上的重大风险会影响到利润率或者增长率?	●	●	●		●				●	●	
财务	为什么在过去的(比如两年或三年)之间财务比率发生了重大的改变? [○]	●	●			●	●			●	●	
	这家公司要达到市场一致预期的关键假设什么?	●				●	●				●	●
	这家公司是否已经修改或者将要修改会计政策?	●				●	●				●	●

○比如每股收益(EPS)、自由现金流量(FCF)和收入的增长率以及毛利率、投入资本回报率(ROIC)和净资产收益率(ROE)的重大改变。

(续)

		在会面之前从以下信息源处着手考察										在会面向公司行合理提问
	待考察的问题	公司文件、数据和网站	市场数据和新闻机构	行业交易期刊或网站	经济数据	公司投资者关系人	卖方报告或模型(仅适用于买方分析师)	公司客户或供货商	预测服务机构提供的信息	顾问专家或公司已休员工	卖方分析师(仅适用于买方分析师)	
财务	这家公司如何解决未来的资本支出需求?	●				●	●				●	●
	这家公司或者其竞争对手是否有定价权?	●				●	●	●		●	●	
	这家公司是如何定价的?					●		●		●	●	●
	这家公司在近期是否获得或丢失了任何重要客户?		●	●		●				●	●	●
	哪些因素最有可能引发需求的重大变化?					●	●	●	●	●	●	●
	增长将来源于何处(经济、市场份额或者新兴市场)?			●		●	●	●	●	●	●	●
	这家公司在毛利率最高和最低的市场中处于什么位置?			●		●	●	●		●	●	●
成本	除了标准的通货膨胀因素之外,公司的成本结构是否还存在任何变动?					●	●	●		●	●	●
	是否有任何重大的提高生产率的方案? 对于公开的期望目标,是否已经排除了通货膨胀的影响?	●				●					●	●
	这家公司的主要投资领域在哪里?	●				●	●		●	●	●	●
	这家公司管理层的薪酬水平如何?以后会不会发生改变?	●				●					●	●

(续)

		在会面之前从以下信息源处着手考察										
	待考察的问题	公司文件、数据和网站	市场数据和新闻机构	行业交易期刊或网站	经济数据	公司投资者关系人	卖方报告或模型(仅适用于买方分析师)	公司的客户或供应商	预测服务机构提供的信息	顾问或公司已退休员工	卖方分析师(仅适用于买方分析师)	在会中公执行官合理提问
管理	与竞争对手相比,这家公司管理团队的质量如何?							●		●	●	
估值	这家公司的估值在当前和过去有何不同?与同类公司相比有何不同?		●			●	●				●	
	市场观点是否对该公司存在某种误解,是否会导致其估值不准确?					●	●				●	●
	在一个标准的投资期限之内,是否存在任何催化驱动因素会影响到这家公司的估值?					●	●	●		●	●	●

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

表 8-3 列出了跟管理层会面时需要用到的信息中最有帮助的一些文件,并按照重要性排序。

表 8-3 最佳实践指南(知识):在与管理层会面之前需要回顾的文件

文件	目的
证券分析师关于关键因素和催化驱动因素清单	确保对关键因素及其催化驱动因素相关话题的关注
最近的年度常规文件(如 10-K 表格)和近两年的季度报告	了解公司管理层讨论和分析(MD&A)以及任何关于风险的讨论。了解公司管理层陈述的前后变化。掌握不同时期的公司文件有关陈述的变化情况,如 Blackline、10-K Wizard 和彭博(Bloomberg)都提供类似的服务
至少包括五年历史数据和两年预期估计的财务模型。当前年份应该列明季度数据	关注预测,尤其是和历史趋势不相符的地方

(续)

文件	目的
卖方财务盈利预测的完整清单, 按照从高到低的顺序排列 (EPS 或者 FCF)	了解盈利预期不同的原因以及证券分析师自己的估计与市场一致预期有什么不同
公司最近两次的季度 PPT 讲演的文稿	形成对关键因素和催化驱动因素的看法
之前与公司管理层的会议或者电话的个人/同事记录的笔记或报告 (最好是在两年之内的)	按时间反向顺序回顾, 找出对关键因素和催化驱动因素的看法
仅适用于买方: 强调出过去一年中评级的改变或者内幕新闻报道的卖方报告	找出围绕投资争论焦点的关键因素和催化驱动因素
在过去六个月中会议上公司的 PPT 讲演稿	形成对关键因素和催化驱动因素的看法
证券分析师 (或者第三方) 的历史估值分析	找到这家公司当前的股票交易和过去相比, 以及和其竞争对手、整体市场相比是什么状况
证券分析师 (或者第三方) 的历史供给—需求分析	找出历史上市场份额方面的变化
关于公司重组或兼并收购的信息。公司的前 20 大股东	了解任何重大的公司重组或者合并收购
不包含在上述任何文件中的来源于公司网站“投资者关系”的信息	确保不忽视任意一条重要信息

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

监测关键因素

为每只股票列出 2~4 个关键因素和其催化驱动因素的精简清单是所有独有优势工作的基础, 只有这样才能优于市场预测出股票价格的走势。在这个过程中, 下一步就是要建立一个网络来监测这些关键因素, 从而得出比市场更好的预测结果 (例如, 建立一个财务预测模型并识别催化驱动因素)。这个网络应该不限于上述市场参与者, 因为找出一个在过去驱动股票的因素和提供信息预测股票未来的走势所需要的技术是完全不同的 (例如, 投资者关系经理能帮忙解释为什么一家公司的股票在过去表现欠佳, 可是他却不大可能预测出这只股票未来的走势)。参见表 9-1 中关于信息源类型的详细描述, 在本过程中实施下一步时使用。

要战略性地接近你的信息源，也就是说要自己主动出击，去寻找一些有用的观点，而不是守株待兔，等着你关注的公司发布让你喜出望外的消息。摩根士丹利的卖方分析师比尔·格瑞恩（Bill Greene）先生12年如一日地坚持着一个战略，“找到你和市场观点的不同之处，然后仔细研究，看看它是不是能让你关注的股票发生一些变化。”作为一名证券分析师，最让人有成就感的就是，自己远远领先于市场预测出了一个催化驱动因素，然后看着这只股票按照你的预测发生了相应的变化。要深入研究这个关键因素，以便可以对你的乐观、悲观及基准方案情景进行调整（该过程将在第十八章中进行讨论）。

为了保证可以及时联系到你的信息源，和其讨论可以驱动你关注股票的相关话题，就要建立一个矩阵，其中包括关键因素、要探讨的问题、潜在的催化驱动因素、联系人以及讨论的频率。要定期检查这个清单，这样在大家都在相互竞争、努力寻找可能会驱动股票的关键因素时，你就处在了优势地位。举例如下，如表8-4所示。

表8-4 监测关键因素要建立的矩阵

关键因素	要探讨的问题	潜在的催化驱动因素	联系人	频率
西部煤价	供需问题	即将召开的行业会议上的公开讨论	比尔·史密斯，行业顾问	每月一次
工资和薪水开支	下年度劳工合同的通货膨胀水平	即将进行的工会谈判的结果	安·桑普森，工会官员	每月一次
秋季谷物丰收的规模	在作物生长季节天气状况的影响	政府月度作物情况报告的发布	唐恩·约翰逊，农业顾问	从六月上旬到九月上旬每周一次
金融界对某一管理层可能变更的敏感性	是否股价已经反映其CEO即将离任的因素？	即将由卖方举办的CEO晚餐会	肯·李，卖方分析师	每月一次

面谈访问是一门艺术，我们将在第十章中对其进行仔细讨论。

随时发现新出现的关键因素

“生活中唯一不变的事情就是改变。”^①如果最初的关键因素清单可以保持永远不变的话，那证券分析师的工作就会变得非常简单，但这只是一个理想状态而已。事实上，一旦一名证券分析师给每个公司确定了2~4个关键因素，以及预测了这些因素的观点来源，他们接下来的工作中很重要的一部分就是去寻找新的关键因素。

对于大多数证券分析师来说，几乎每天都会遇到一条新信息，这也许能让他们从中找到另外的关键因素。为了能更有效地利用时间，证券分析师应该使用图8-2所示的流程来确定是不是又出现了一个新的关键因素：

(1) 要确定这条新信息到底有可能是一次机会还是风险。

(2) 简单地从以下几个方面推测出其对股票潜在的影响：

A. 在投资年限中发生的可能性如何？

B. 重要性（比如，引发财务数据变化超过5%）如何？

C. 能够被可预测的催化驱动因素引发的情况如何？

(3) 如果这个因素满足以上条件，那么从市场预期或者估值乘数方面来看，它是不是还尚未被包括其中。

(4) 如果它满足以上所有条件，那么就值得做进一步相关研究，以确定它是不是一个关键因素。

为了达到解释的目的，我们假设你选了加拿大国家铁路公司——美国和加拿大的主要铁路运营商。你查阅了所有相关的公司信息和新近事件，并且和行业专家、公司专家交换了意见，之后你建立了精简清单，列出2~4个关键因素。但是此时，在你监测信息的同时，你遇到了以下这些机遇和挑战：

①赫拉克利特（Heraclitus，约公元前535年—公元前475年），哲学家。

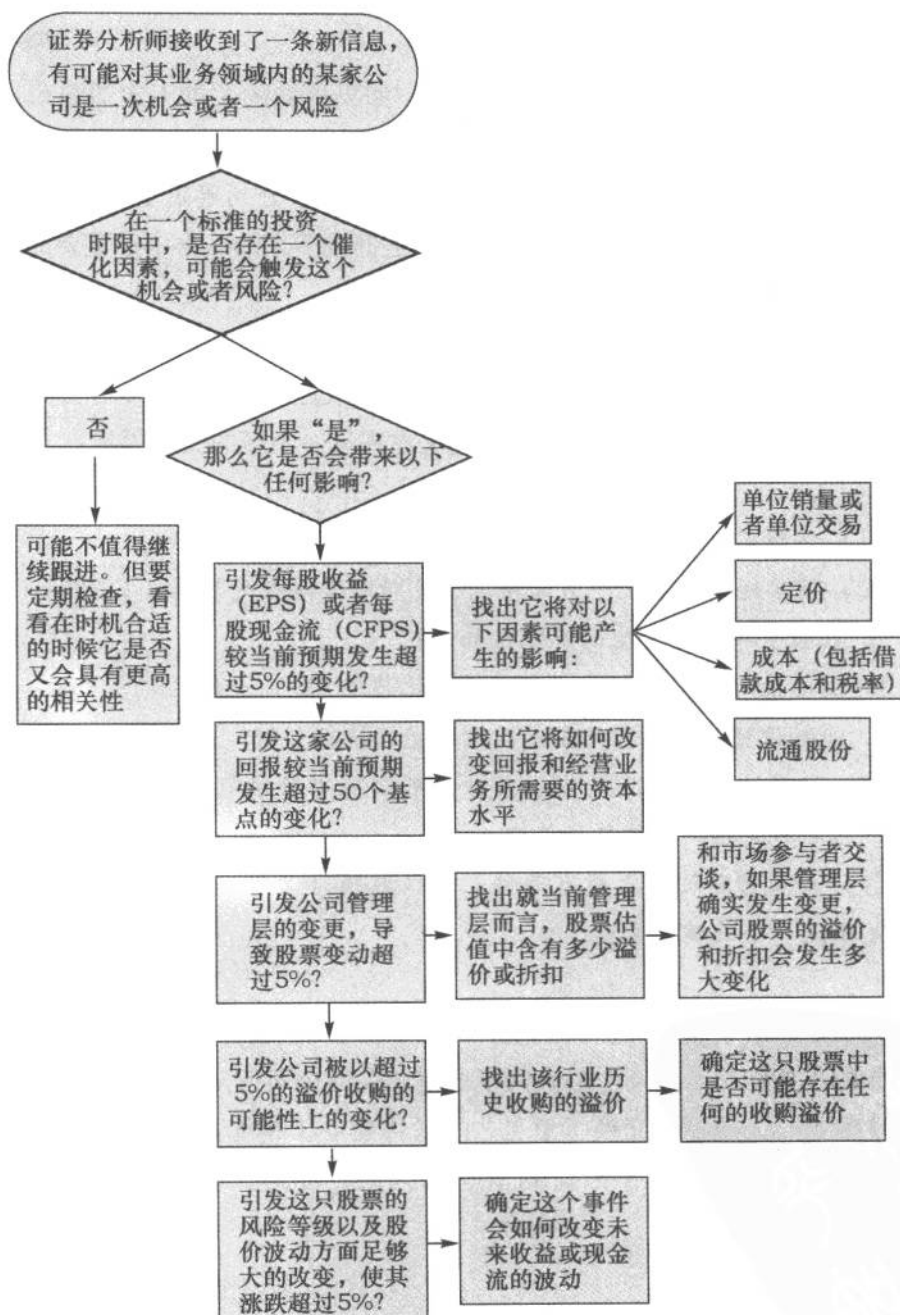


图 8-2 最佳实践指南（技巧）：发现关键因素的工作流程图

(1) 随着你不断地看到加元走强的报道，你开始怀疑这会不会有可能减缓公司对美国运输的出口，因为这样一来他们的产品对美国人来说就会变得更贵。

(2) 一位公司内部同事告诉你，他的一个行业信息源认为加拿大政府也许要使这个行业规范化。

(3) 在阅读行业期刊时，你发现这家公司在加拿大西海岸的一座在建集装箱码头有独家进入权。

(4) 你看到新闻报道中说加拿大的秋粮歉收，总产量将下降5%，而粮食正是这家公司的运输业务之一。

这些都应该被列为新的关键因素吗？根据图 8-2 中的步骤，你可以由以下原因判断以下情景并非关键因素：

(1) 你的研究显示，这家公司的债务以美元为主，而且你们公司以美元持有股票，这两点都能从走强的加元中获益。另外，加元的走强在历史上都刺激了更多的美国对加拿大出口，而这些出口货物都是由这家公司运输的。根据过去的历史分析可以看出，这些因素几乎完全缓解了对美国出口放缓的潜在影响。

(2) 你的研究显示，政府至少需要三年或三年以上的时间才能认真考虑修订法案的事情，而这已经远远超出了你的投资期限。

(3) 你的研究显示，那个集装箱码头仅仅能让公司新增1%的收入，并且要等到18个月之后才能开始运营。这与你的投资时限相比，给股票带来的影响就显得微不足道，而且需要等待的时间也太久了。

(4) 你的研究显示，虽然加拿大的粮食运输十分重要，但是这仅能提供公司不到10%的收入，所以即使粮食产量下降了5%，也没有可能使股票崩盘。

把这些因素从关键降级到非关键是需要一段时间的，但是一旦它们被踢出了清单，证券分析师就可以不去理会与之相关的庞杂信息，因此也腾出了

更多的时间来关注那些真正可以驱动股票的关键因素。这并不是说绝对不要再回头看这些因素了，如果发生了某些事情，导致它们的重要性发生了改变，那么也还是需要再次考虑的。当然，也要定期地进行自我审视，以确保自己没有洋洋得意、骄傲自满。与之类似，每次在你定期检查自己的关键因素清单的时候，都要确保及时剔除那些已经过期的或者不再满足上述条件的因素。

虽然所有的证券分析师都在努力避免被已排除了关键性的因素所影响，但是卖方分析师也许需要考虑客户的兴趣而继续关注其中的一两个。比如说，尽管在20世纪90年代和21世纪初乙醇的需求量有所增加，但是我知道在接下来的3~5年内这对于铁路行业收入的影响不会超过2%~3%。最后，我不得不写一些文章和报告来给我的客户解释为什么这不是一个关键因素。但是，卖方分析师应该能区分给客户服务和为了选择股票而进行研究的差别，不能混淆了这两个概念。

值得注意的是，这个最佳实践的落脚点在于识别并监测这些关键因素，但这仅仅是寻找观点和作出股票投资推荐的整个过程中的一个部分。关键因素是这个最佳实践方法的重要组成部分，在本书的以下章节中都会进行讨论：

- 第九章 找到可持续的独家观点源
- 第十章 在面谈访问中获得最多的信息
- 第十三章 进行调查来获取独家观点
- 第十八章 预测最重要的关键因素的不同情景

最后，在找出关键因素方面，以下是一些我从其他证券分析师和投资组合经理那里获取的建议：

- 你不是在寻找数据点，而是趋势的变化。
- 在进行研究的时候，不要“闭门造车”，要走出来，从谈话中学习。缺乏经验的证券分析师总是埋头于他们的电子表格，这会把他们排除在讨论

活动之外。

- 你不能仅仅依靠自己就做到这些，尤其是当你是个新手的时候。你需要从以下人士那里获得帮助：
 - 你公司里的同事
 - 投资者关系联络人
 - 卖方（如果你是买方的话）
 - 行业联络人
- “市场常常过度简化了投资标准，但这却给我们提供了机会。”

表 8-5 最佳实践指南（技巧）：识别并监测一只股票的关键因素

1. 不要采取传统的公司分析方法，希望可以了解一家公司的方方面面，而是要把自己的精力集中在几个可以驱动这家公司股票的关键因素上。这使得证券分析师可以更好地分配时间，挑选出更有价值的股票。
2. 一个因素成为关键因素需要满足以下三个标准：
 - a. 发生在一个证券分析师的标准投资期限之内。
 - b. 有一个相关的催化驱动因素，在自身触发的时候可以引起这个关键因素的变化，在市场参与者看来是一个更好的机会或者更大的风险。在大多数情况下，这个因素能引发以下一个或多个改变：
 - (1) 收益或者现金流增长的重大改变。
 - (2) 回报的重大改变。
 - (3) 以下可能性的重大改变：
 - a) 公司收购。
 - b) 该公司被其他公司收购。
 - c) 该公司的高管层发生人事变动。
 - c. 公司股票的波动发生重大改变。
3. 在你的笔记中腾出一部分空间来记录每家公司和每个行业的关键因素（及其催化驱动因素）。非常重要的一点是，记录这些信息的地方要方便日后查询参考。
4. 按照第七章中进行行业分析的方法对单个公司进行分析，找到并了解每家公司的股价在历史上（10 年或更久）出现非正常现象和波动的原因：
 - a. 绝对的财务衡量标准及与其同类公司相对的财务衡量标准。
 - b. 与其同类公司 and 市场相对的估值水平。

(续)

5. 记录下历史上引发这些非正常现象的因素（在公司层面上或者行业层面上）以及引发该事件的催化驱动因素（例如，更强势的消费者定价是一个因素，而其催化驱动因素为公司将要发布的超出一致预期的季度收益报告）。
6. 审查当前估值来找出从当前预期的角度来说股票估值的核心。记下每一家公司达到市场一致预期所必需的关键假设的驱动因素。
7. 对于有时间和资源的证券分析师来说，通过和公司管理层的会面来了解他们是不是意识到了自己所归纳的关键因素，并确认他们是否已经制订出相关方案来增强或者削弱这些因素。在会面过程中提出合适的问题，具体参照表 8-1，并通过回顾表 8-2 中列出的文件，提前做好准备。借会面之机来确定各个关键因素的优先性。
8. 把所有记录下来的因素按照对一个合理投资时限（如 6 ~ 12 个月）之内的对收益和现金流的影响进行排序。那些可以引起 EPS 或 CFPS 变化超过 5% 的因素通常更可能是关键因素。
9. 为意义更大的关键因素找到潜在的催化驱动因素。对挑选股票来说，那些有着催化驱动因素且通过深入的调查研究就可以准确地识别并进行预测的关键因素，通常来说就是最有价值的关键因素（例如，和预测下一次大萧条相比，通过一家公司的新品发布来评价其成功或失败要容易得多）。
10. 积极地监测你的信息源网络，以保证能比市场更好地预测（每家公司）那 2 ~ 4 个关键因素的催化驱动因素。
11. 随着时间的推移，根据你的最低标准，判断各个因素驱动 EPS 或 CFPS 的可能性，给你的清单上添加新的关键因素并剔除过时的关键因素。为了能更有效地利用时间，证券分析师应该按照以下流程来确定是不是又出现了一个新的关键因素：
 - a. 要确定这条新信息到底更有可能是一次机会还是一个风险。
 - b. 简单地从以下几个方面推测出其对股票潜在的影响：
 - (1) 在投资年限中发生的可能性如何？
 - (2) 重要性（如引发财务数据变化超过 5%）如何？
 - (3) 能够被可预测的催化驱动因素触发的情况如何？
 - c. 如果这个因素满足以上条件，那么从市场预期或者估值乘数方面来看，它是不是还尚未被包括其中。
12. 如果它满足以上所有条件，那么就值得做进一步相关研究，以确定它是不是一个关键因素。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第九章

寻找可以持续提供独家观点的信息源

证券分析师的成功之路上，最困难的事情就是寻找好的行业信息源。

——一位连续十年被授予最佳评级的证券分析师

很多证券分析师都认为最佳信息源就是他们所研究公司的那些高管，因为他们可以在第一时间了解到公司的各种行为。虽然他们可以得到很多公司的内部消息，但是问题也就出在这里——他们永远处于公司的内部。在有着最发达金融市场的国家里，这就意味着他们不能谈论某些最关键的信息，就算他们说了，这个信息也存在着很大的主观成分，会有利于他们公司的利益。

正是出于这个原因，你应该给自己找到一个很好的行业信息源——这些人和你所关注的公司之间没有雇佣关系。他们通常能给出公正的答案，而且如果你也能给他们提供一些信息或者对他们认可，他们都愿意无偿地给你帮助。随着职业经验的积累，我发现自己和公司管理层的交流越来越少，而和独家信息源的交流却多了起来。有一次，我给一位投资者关系联络人打电话，他对我说，“你已经有好一段时间没打过电话了。”这让我顿了一下。我最近难道没有在工作吗？挂断电话之后我对此进行了反思，从客观数据的角度来评估我的表现，在那段时间之内我的工作就算不是更好，也至少同我和公司频繁联系的时候水平相当。当然，那时也是受益于我身边一位才华横溢的助手，他会定期给这些公司打电话讨论那些常规的话题。但是我仍然不觉得我有经常和管理层交流的必要，一部分原因是我宁可把这些时间花在和独立信息源的交谈上，另一部分原因是这些公司总是会把我引上歧途。关于这一点，我的一位个性最鲜明的买方客户说得很好，“和公司谈的越多，我就变得越蠢”。

寻找独家观点有时候会被人们说成渠道核查，我也已经慢慢适应了这个说法。尽管我对于渠道核查这个说法本身没有什么反对意见，但是我却非常想不通这个短语是怎么能在华尔街广泛流行起来的。在科技泡沫之前，有些人不分白天黑夜地在进行研究，他们发现了公司的独家信息，其来源也包括我们每天在常规工作中都会核查的渠道。“渠道核查”等一系列的新造词汇在20世纪90年代末期的牛市中被引入市场，给我们提供了一种新的研究方法。当我们看到2000年市场内部瓦解的时候，我认为这个说法与其说是应运而生的，倒不如说是一个天花乱坠的幌子（尤其对于科技领域的证券分析师而言）。假如当时我们能更好地核查渠道，那么就可以避免（或者缓和）这场灾难。既然现在大家都认为这个短语是被这一代证券分析师使用的，那我也就接受了这个事实。虽然如此，但还是要意识到，其实最好的证券分析师在过去几十年中一直在开展这项工作。

渠道核查主要有两种形式：①和你的行业信息源进行非正式的开放式讨论；②以一对一形式或者散发问卷方式进行的调查。我将在本章以下的部分讨论第一种形式，第二种形式将留在第十三章中进行讨论。

或许你认为渠道核查只适用于少数行业，但其实它的应用范围非常广泛。诚然，有些行业的股票价格驱动因素大多为宏观因素（比如能源行业的油价和银行业的利率水平），在这些行业中发现相应的行业信息源，让自己得到有别于市场的有效观点也许比其他行业更困难。有一些证券分析师最初认为零售业商店都是对外开放的，证券分析师可以到店实地参观，所以零售业应该是最合适渠道核查的行业之一。但是我发现，即使像铁路和卡车运输这样的重工业行业，也都有行业信息源可以提供一些优势，帮助你作出很出色的股票投资推荐。从适用性来看，对小公司进行渠道核查往往比对大公司进行渠道核查要困难很多，原因也很简单——这家小公司鲜为人知。

通过诸如阅读行业期刊或者观察历史数据序列相关性等方面的研究对了解基本信息和生成全局观点来说是至关重要的，但是你需要和行业信息源进行交流来得到自己的优势。北美金融控股公司^①的主任研究员及证券分析师、

①North American Financial Holdings, Inc. ——译者注

前卖方分析师肯尼斯 A. 鲍斯纳 (Kenneth A. Posner) 先生表示, “你的模型就算考虑到了每一个细节也并不意味着它就是准确的——和外部信息源核实并验证你的假设才是成功的关键所在。”另一位资深的买方分析师也重申了这一点, 他坚信证券分析师应该“走出办公室, 结识新的联络人, 这样才能从业内人士的角度来思考问题”。以下类型的联络人最有可能帮助你了解到关键因素的改变, 并接触到那些不在研究目标公司工作的人员, 详情请参阅表 9-1。

- 公司里正在研究可以影响到你跟进行业关键因素的证券分析师。
- 你跟进公司的大型供货商或者大客户 (供货商方面可以包括工会领袖, 他们代表劳动者, 而劳动者工资又经常是公司的很大一部分开支)。UBS 全球资产管理部的资深投资证券分析师兼特许金融分析师约翰·奎肯布什 (John Quackenbush) 先生强调: “我得到的最好的观点中, 有一部分是来自和公司的供货商、竞争对手、客户以及管理者的会谈。”
- 你正在跟进公司的竞争对手的管理层, 尤其是那些为私营公司工作的人 (因为他们不受上市公司信息披露条例的限制)。
- 精通你的业务领域的咨询师。
- 你跟进公司的退休人员。
- 行业资深记者或博客写手。
- 行业联合会的工作人员或会员。
- 有全行业视角的人, 例如政府部门负责监督行业发展及并购交易的雇员。
- 和你跟进的业务领域关系紧密的政府官员或者办事员。
- (对于买方分析师来说) 卖方分析师, 以及 (对于卖方分析师来说) 买方分析师。

你有时候会遇到一些潜在的新联络人, 但他们却没有满足上述的任何条件, 那么他们就很可能无法提供与你关注的公司的关键因素有关的具有投资价值的观点。尽管如此, 这个联络人还是有可能提高你对这个行业基础信息的了解速度, 但是你要客观地评价你们的关系到底处于什么程度。随着你对这个行业了解的增进, 这个联络人在投资过程中的价值将越来越低。

当我还在乐此不疲地寻找和访问我关注的行业联络人时，从2000年到2006年一直在我的团队中工作的查德·布鲁索（Chad Bruso）先生在这方面工作已经游刃有余。如果我告诉他我需要知道有关包裹运输行业定价的问题，在当天下班前他就可以给我反馈，并告诉我从5~10个主要包裹运输商方面获得的看法。查德在早期就很擅长寻找优秀的联络人，但是，我认为他的秘密武器在于他非常清楚地知道每一个联络人能在投资过程中给他提供怎样的帮助。他的联络人清单上可能会有100个潜在的包裹运输商，但是仅仅有20个人能对UPS和联邦快递的多维定价提供足够好的观点，或者回答当天的任意一个问题。对联络人的能力有如此深刻的了解，才能在寻找的过程中快速定位，这才是最为重要的。公司以外有无数的行业联络人，但是仅仅有一小部分可以回答你提出的任何问题。因此，在早期就能拥有一大批可以供日后挑选的联络人是非常重要的。不要放弃结识新朋友的过程，因为这是你得到信息（正如第四章中讨论的一样）的关键所在；一旦建立了这个联络关系，就一定要自己来发现他们能给你提供帮助的具体领域。

尽快了解到一个联络人的主观偏向也是很重要的。对你们正在讨论的这个公司，这位联络人是否出于某种原因希望它能有突出的表现或业绩欠佳？缺少了这些因素，你就很难判断这位联络人能否给出公正、客观的信息。

与大多数方法一样，在寻找独家信息源的过程中也有两个限制条件是我们必须要注意到的：时间和金钱。有一些证券分析师有充足的预算来建立专家网络，这对整个过程的帮助是巨大的，但是所有证券分析师都需要有一个总体的策略来帮助自己通过这个过程提高股票选择的效率。尽管根据Integrity Research^①的估计来看，美国格理集团^②占有了至少2/3的市场份额，成为市场上主要的信息提供商，但是市场上仍有很多其他的专家网络。从成本和时间的角度出发，表9-1中提供了一些典型的信息源。

①Integrity Research Associates LLC 是一家投资研究领域的信息和解决方案提供商。公司的主要客户通常为机构投资者，通过公司提供的服务来寻找新的研究提供商并监督现有资源。其分析师关注了超过4 000家位于美国、欧洲和亚洲的研究机构，是业内最大的研究提供商。——译者注

②美国格理集团，Gerson Lehrman Group（GLG），是一家提供全面专家网络管理系统的公司。它的服务和网络环境的软件协助众多极负盛名的企业、咨询公司、金融服务公司和非营利机构通过访问公司位于全球的专家团成员来管理它们专属的专家网络。——译者注

表 9-1 最佳实践指南（知识）：

寻找各种信息源所需的时间和成本（按标准成本从低到高的顺序排列）

信息源	优点	缺点	标准成本	时间投入
公司文件/ 网站	免费。可能是某些信息的唯一来源	倾向于提供公司有利面的信息	低：这些信息通常是免费的	中低：根据数据分析的复杂程度而定
金融媒体	低成本。在一定程度上具有客观性	可能无法充分了解对公司或其股票的影响	低：大多数服务的成本都很低	中低：根据每天关于该行业发表的报道数量而定
行业交易 期刊、网站 或博客	低成本。在一定程度上具有客观性。了解复杂的问题	可能会具有有利于该行业的主观看法。可能无法充分了解对公司或其股票的影响	低：大多数服务的成本都很低	中低：根据每天关于该行业发表的报道数量而定
经济数据	可靠、客观	历史数据不能代表未来	低：通常来说这些数据的成本都很低，除非有第三方以其独特的角度对其进行重新整理	中低：根据数据分析的复杂程度而定
买方分析师或投资组合经理（作为买方或卖方的信息源）	衡量投资人期望值的最佳人选	可能无法代表大多数投资人的观点	低：买方不会对提供的观点收费。通常只有在可信得过的同事询问时才会发表看法	中低：可能需要咨询至少五名买方分析师/投资组合经理之后才能得到一个经得住推敲的市场投资理念
股票交易员（买方或卖方）	一般都熟悉股票的短期行为	可能不了解公司或其股票的长期发展	低：如果就职于同一家公司，则不用任何成本	低：交谈通常较简短，关注点放在一两个问题上

(续)

信息源	优点	缺点	标准成本	时间投入
公司的竞争对手	了解该行业和竞争态势	如果不是权威，很可能不了解其他公司的情况；可能会抨击竞争对手	低：很多公司都非常乐意（私下里）谈论其竞争对手，尤其是如果发起访谈的人也可以礼尚往来提供一些信息的时候	中：需要提前准备好相关的问题。由于这些信息有可能具有主观偏向性，因此也需要事后再次进行核实
公司投资者关系联络人	通常愿意提供较乐观的看法	通常低估或忽略潜在的负面因素	低：公司不会为他们的时间收费，但是与其接触的时间也往往有限	中高：由于与管理层会面的时间有限，因此需要做大量的准备工作
公司执行主管	通常愿意提供较乐观的看法	通常低估或忽略潜在的负面因素	低：公司不会为他们的时间的收费，但是与其接触的时间也往往有限	中高：由于会面的时间有限，因此需要做大量的准备工作
卖方报告（对买方分析师来说）	容易获得、易于搜索（如果是客户的话）	有可能因为证券分析师的评级而产生主观偏见	中低：几乎任何规模的客户都可获得	低：可根据关键字进行搜索大大加快了该进程
卖方销售员	能接触到很多买方投资人	通才型销售员可能无法全面了解任何一只股票	中低：销售员通常只会和已付费的客户谈论	低：如有需要，销售员通常可以进行后续跟进，因此无需太多准备工作
公司的客户或供货商	能得到有关公司价值的第一手信息	一家公司的情况可能无法代表所有客户的情况	中低：根据你寻找信息源的地方不同，可能完全免费，也可能需要适当支出	中：即使使用专家网络也是需要一定的准备工作的。如果需要自己寻找专家的话，该评级则可能为“高”

(续)

信息源	优点	缺点	标准成本	时间投入
政府官员 或公务员	通常能最先知道政策和法律法规的变化	通常不愿意就此话题发表意见。即使有所谈论,也无法提供准确的预测	中低:根据个人的级别和联络的方式会有所不同	中高:由于和政府官员会面的时间有限,因此需要做大量的准备工作
来自预测 服务机构的 信息	通常最擅长预测各个因素的发展趋势	并不总能及时提供。费用可能会很高。不是独家观点	高低不定:根据预测服务提供商的不同,有可能完全免费,也有可能非常昂贵	低:数据的提供形式通常都非常方便用户使用
顾问、专 家或公司的 退休员工	与该问题高度相关	寻找的难度可能会很大	高低不定:根据寻找信息源的地方的不同,有可能完全免费,也有可能非常昂贵	中:即使使用专家网络也是需要一定的准备工作的。如果需要自己寻找专家的话,该评级则可能为“高”
卖方分析 师(对买方 来说)	可能是唯一可以衡量市场观点并同时获取独家研究的地方	主观性或者质量较差的工作会导致错误的结果	中高:很多卖方公司在分析师提供服务之前都会收取最低的佣金费用	低:并不总是需要大量的准备工作,尤其当你是大型客户,可以无限制地接触到证券分析师的时候。通常需要咨询超过一名证券分析师才能获得一个不错的观点
独家调查	享有独家调查结果	费用高昂,时间投入巨大	中高:进行一项彻底的调查需要大量的资源(公司内部资源或外包服务)	高:适当的调查通常需要数周甚至数月的时间来进行

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

怎样才能建立自己的独家联络人清单呢？我将在此跟大家分享我的个人经验以及一家专业渠道核查公司（Farmhouse Equity Research）的创始人 J. P. 马克（J. P. Mark）先生的一些看法。对于寻找信息源来说，加入或开发一个有大量潜在联络人的网络是非常重要的。这可以是诸如 LinkedIn 和校友会等正式组建起来的网络，或者是通过非正式的方法建立起来的关系，比如在交易展或其他由行业联合会举行的活动中，就可以结识一些联络人。我在看行业期刊的时候，总是习惯记下里面被别人引述的人，因为我知道他们愿意就该领域发表自己的看法（他们毕竟已经在媒体上发表观点了），而且可能知道有关这个主题的一些信息。作为一名证券分析师，即使你在度假的时候也要做到名片不离身，因为你根本不知道你会在什么时候遇到一个好的联络人。正如 J. P. 马克先生强调的那样，有些行业联络人加入专家网络是从来不受任何目的驱使的，你的目标之一就是找到他们，因为只有这样的联络人才能给你提供真正的独家信息。

我加入了一些行业联合会之后得到了会员联系名录。如果我要去参加一个交易展，我会努力拿到所有注册参会人员的名单，这样我就可以事先安排好和他们见面。如果我受邀在会上发言，我的条件就是至少要提前一周拿到所有与会者的名单，这样我就可以和与会者事先安排好一对一的会谈。如果你拿到了他们的电子邮箱地址，也可以对他们进行一些调查，看他们有没有参与你当前所关注领域内的投资辩论之中。

随着时间的积累，愿意花时间建立联络人关系网络的证券分析师往往都会做出惊人的业绩。虽然建立一个庞大的跨领域专家联络人网络并不能一蹴而就，但也不要觉得这得需要几年的时间才能初见规模。我成为一名资深卖方分析师是在 20 世纪 90 年代早期的时候，我当时的名声不小，主要是因为很多客户都认为相对来说我可以很快地找到独特的行业专家。这些努力最终使我们成功地组织了一次投资人会议，把关注重点放在了关键因素之上，而非那些标准的公司管理模式。

但是，你找到了这些人，并不意味着他们就会愿意和你见面。要能意识到他们有什么需要，这才是问题的关键。关于这一点我们在第四章中已经讨论过了，具体来说，就是“这对他们有什么好处（利益诉求点）”？你需要

在第一次见面讨论之前就知道这个问题的答案。多半情况下，他们也同样在寻找信息。那么既然你自己就是一名证券分析师，你或许也可以提供一些通常他们无法接触到的信息作为回馈。因此，你就可以把自己在其他讨论中收集到的观点拿出来和他们分享。每当从联邦快递或者 UPS 总部开会回来之后，我和我的助手肯定都会打电话给我们最好的行业信息源，告诉他们我们刚刚得到了什么消息。这就表明我们非常重视他们提供的观点，因为我们也在用自己的观点回报他们。如果你是一名卖方分析师，就要把新的信息联络人加到你的电子邮件发送名单里，这样他们就可以开始收到你写的材料了。你甚至可以为他们提供在线帮助，让他们可以访问你们公司里的其他研究结果。这样一来，他们无论是出于职业需要还是私人原因，都可以搜索到其他行业的信息了。

一些行业信息源对于寻找观点并无兴趣，但是他们非常希望获得公众的认可。他们希望自己可以被当做业内的领袖人物。因此，你可以邀请他们在一个行业会议上发言，或者推荐业内记者在报道中引述他们的话语，以此作为对他们的回报，表现出你对他们的崇敬，认可他们在行业中的领导地位。

我对我的行业信息源表达谢意的另一个方法就是在他们可能出席的行业活动上为他们举办一个晚宴。我会邀请与会嘉宾中我所有的联络人（通常是 10 ~ 20 位）以及 5 ~ 10 位买方分析师在一个高级餐厅里共进晚餐，大家也可以借此机会讨论一下各种关键因素。如果你能记得答谢你的行业联络人，他们以后也会愿意再次与你分享新的观点。

寻找好的联络人并获得可以增加价值的投资观点并不是一件容易的事情。由于缺乏时间、资金或关注点，很多证券分析师在工作过程中放弃或妥协也就不足为奇了。以下是一些证券分析师在渠道核查时最常犯的错误：

● 以下原因会导致他们准备不足：

- 他们建立的关系网络中没有合适的联络人。
- 他们没有让自己充分地实践中接触联络人或和他们认识的人走得更近。
- 他们在向可靠的信息源提问时，没有提出合适的问题或对该话题的了

解不够充分。

- 他们对于谈话的时间管理不够明智；具体来说，他们讨论的是以下因素：
 - 证券分析师已经完全了解的问题。
 - 不太可能会影响股票价格的问题。
- 他们仅仅向一个人做了渠道核查，尤其是向诸如一家公司的财务总监等那些可能有主观偏见的人了解情况，之后就贸然作出结论（这并不是渠道核查，而是和管理层的会面）。

表 9-2 最佳实践指南（技巧）：评估并接近信息联络人

1. 在寻找行业联络人的时候，要找那些和你关注的公司没有雇佣关系的人，因为公司的管理层通常要么具有主观偏见，要么对这些话题三缄其口。
2. 找出以下类型的人，他们能最快获得驱动你所关注的业务领域和股票的关键因素：
 - 你们公司里正在研究可以影响到你跟进行业的关键因素的证券分析师。
 - 你跟进公司的大型供货商或者大客户（供货商方面可以包括工会领袖，他们代表劳动者，而劳动者薪酬又经常是公司的很大一部分开支）。
 - 你正在跟进公司的竞争对手的管理层，尤其是那些为私营公司工作的人（因为他们不受上市公司信息披露条例的限制）。
 - 精通你的业务领域的咨询顾问。
 - 你跟进公司的退休人员。
 - 行业资深记者或博客写手。
 - 行业联合会的工作人员或会员。
 - 有全行业视角的人，例如政府部门中负责监督行业发展及并购的雇员。
 - 和你跟进的业务领域关系紧密的政府官员或者公务员。
 - （对于买方分析师来说）卖方分析师，以及（对于卖方分析师来说）买方分析师。
3. 在你阅读和你所关注的行业有关的交易期刊、博客或新闻报道的时候，记下那些满足上述条件的人名。（我发现，一些人如果愿意让自己的看法在新闻报道中被引述，并且并不受雇于任何一家上市公司的话，那么这个人通常会非常愿意与证券分析师分享他的观点。）
4. 在可能性高的地方寻找联络人。最好能找到那些已有自己的关系网络的人，比如记者、博客写手和顾问：
 - 行业联合会。
 - LinkedIn 等社交网站。

(续)

- 行业期刊（所引述观点的记者和专家）或博客。
 - 校友会网络。
 - 行业会议以及交易展（提前拿到与会人员名单，事先安排好会面或在事后对其进行调查）。
 - 行业特别工作小组或委员会。
 - 你们公司其他证券分析师的联络人（在给他们打电话之前要先征得同事的允许）。
5. 随时随地留心发现联络人，因为你永远不知道你会在什么时候需要用到谁的帮助（即使你是在度假的时候也要记得做到名片不离身）。
 6. 在接触一位潜在的联络人之前，要知道“他们有什么利益诉求”这一关键问题的答案。可以用来答谢你的联络人的方法（不涉及金钱的方法）：
 - 在你能力所及的范围之内，回答他们关于行业或公司的问题，比如为什么某只股票的价格会处在当前的位置。
 - 给他们提供机会访问你的研究报告（如果你公开发行的话）或者你们公司的研究报告。
 - 给予他们希望得到的认可，比如要求联络人在行业会议或者在你们公司的投资委员会（通过电话会议）上发言，或把他们介绍给媒体。
 - 给他们提供机会与其他的业内专家交流，比如举办晚宴或圆桌讨论会（可以邀请也可以不邀请其他证券分析师参会）。
 7. 确保你在讨论之前做了足够的功课，让讨论非常有价值。业内专家通常会对高层次的讨论兴趣盎然，而仅仅解释业内最基本的情况会让他们立刻对面谈失去兴趣。
 8. 在和联络人谈话之前做好基本的背景调查（比如可以通过 Google、LinkedIn、ZoomInfo、Bloomberg 等网站和机构进行）。
 9. 如果你已经和一位行业联络人建立起了私人关系，就要迅速确定他的专业水平是否能给你提供关键因素的预测信息。如果很明显这位联络人的专业技能欠佳，那么就要看看他是否与某位可以帮到你的人有联系。如果没有，就要有礼貌地谢谢这位联络人，然后立刻寻找下一位联络人。
 10. 如果一位联络人回复了你的要求，那么就要立刻把他加入到你的联络人数据库中；将来在你需要他提供信息的时候会非常庆幸自己当时保留了他的联系方式。
 11. 如果你发现了一条重大的消息，要至少找到一位其他的独家信息源来进行核实，尤其在这个消息是你投资主题的一个关键因素的时候。

注意：这个最佳实践指南并没有把公司的管理层作为一个主要的信息源，是因为他们在通常情况下并不方便提供重要的独家信息或毫无主观偏见的观点。可能在某些欠发达的金融市场上，管理层会有选择性地发布一些信息，那么这个最佳实践指南则不能完全适用。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

和管理层保持坦率的交流

虽然证券分析师和管理层过于近距离的接触会妨碍他们对该公司股票价格公正、客观的判断，但是他们也不希望自己在所关注的公司里不为人知，或是惹得管理层非常讨厌、刻意回避或忽略他们。为了能保持一个良好的平衡，我鼓励证券分析师借鉴表 9-3 中列出的最佳实践方法开展工作。

表 9-3 最佳实践指南（技巧）：和公司管理层保持合适的距离

1. 除非你明确得到了公司高管（比如 CEO）的允许，不然不要直接给上市公司的高级执行官打电话。如果你在没有获得允许的情况下就贸然给他们打电话，他们可能会觉得很为难，所以为了避免违反信息披露条例，他们很可能会让你联系他们公司的总顾问。另外，投资者关系联络人也会认为这对他们来说很无礼。因为这减弱了他们的权威性。很多投资者关系联络人都没有资格与 CEO 和财务总监一同参加某些会议，但是如果你直接忽略了他们或者不尊重他们，也就等于把自己放在了他们的通知名单最后的位置，将来可能会无法得到你需要的信息。
2. 不要对公司执行官做出无礼举动，尤其是在公开场合；他们也是有感情和自尊心的。与其提出“你怎么会做出这么糟糕的收购呢？当时你脑子里在想什么呀”这样的问题，不如换一种说法，“这次收购看起来好像并没有完全和您当初的设想一致。不知您是否能谈谈公司管理层在作出这个决定的时候是出于什么样的考虑呢？”如果你觉得有必要去询问公司的管理层，不管是打电话还是亲自拜访也好，都要在私下进行。
3. 在和管理层的会面当中，要和他们分享一些可能对高级执行官有用的观点，这不但能表现出你对他们的尊重，也可以为你带来很多好处。你可以谈论市场对他们公司股票的看法，也可以聊聊你在他们竞争对手的某次会议上听到的趣闻轶事。
4. 如果公司做了什么事情让你觉得值得称赞，就一定要告诉公司的管理层。“你们的削减成本计划的收效好于市场预期。”作为公司执行官，他们要在激烈的竞争中始终保证公司业绩的稳步增长，这种工作实属不易。他们其实也不是总能得到别人的赞赏，所以如果你发现了什么值得表扬的事情，就一定要让他们知道。
5. 如果条件允许，尽量参加公司的机构投资者活动（如有）中最重要的环节。如果你无法出席，也要给公司发一封电子邮件，说明自己已有事在身，时间安排不过来；知道你有参加的意愿也会让公司管理层很高兴的。如果你可以出席，也不要觉得自己一定要参加那些不太可能帮你评估关键因素的环节，比如参观工厂。
6. 如果你参加了一次会议中的某个管理层讲演，在结束之后一定要上前进行自我介绍（或者，如果你已经认识演讲者的话，就上前打个招呼）。迈出这一小步也许在以后会对你有

(续)

很大的帮助。如果下次这家公司在你所在的城市进行路演，你就可能因此获得与他一对一会面的机会。

7. 对于买方来说，如果公司管理层到访你所在的城市，并且邀请你进行一对一的会面，那么你要尽最大可能接受邀请，或者至少要解释你无法赴约是因为时间冲突。不要出席不必要的会议，但是也要明白，如果你邀请公司执行官去你的办公室会面，他们也会觉得在以后更有给你提供信息的义务。
8. 对于卖方来说：
 - a. 如果你要降低一只股票的评级，在你修改评级的前一晚收盘之后致电该公司的管理层，解释你的理由。要和投资者关系联络人沟通。如果条件允许，给该公司的财务总监留一条语音信息（在下班后打电话，这样你才能接入语音信箱）来表现出你很清楚执行官在这个过程中的重要地位。
 - b. 把你所有的受访者（公司管理层和行业联络人）都放在你的研究报告电子邮件发送名单上。他们中大多数都会非常愿意读到你对这个行业的看法，也会对你心存感激。
 - c. 争取至少每 24 个月可以拜访一次你关注的公司。这能给你争取到一点研究公司管理层的时间，还能表现出你对客户的影响力。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

最好的信息源也许就坐在你旁边

公司里有很多证券分析师都在关注那些不止影响着一个行业的关键因素，同事之间相互交流意见是很方便的。这听起来的确是一件易如反掌的事情，但是你会很惊讶地发现有很多证券分析师从来都没有这样做过。在很多情况下，公司内部同事就是一个很重要的独家信息源。我认为，从付出—收获比例角度来看，这应该算是本书中推荐的五大最佳实践方法之一。

再回头看看你作出的产业链分析，我们在第七章中谈论过具体方法，找出给你关注的行业供货的公司——可以是供应原材料的公司或是给你们公司的客户交付最终服务或产品中某些重要部分的公司。同样，把你关注行业的客户也加入到这个公司清单中。如果你有同事在海外工作，一定要确保把当地相关公司的信息也收集起来。至此，从头检查一遍这个公司清单，并且找找你周围哪位同事也在研究其中某些股票。如果有，就要搞清楚自己要从他

们那里得到什么具体信息，这就是你的愿望清单。如果你是一名汽车行业的证券分析师，你可能想要知道生产成本是否会有所提高，比如钢铁价格、塑料价格会不会上涨，以及这些原材料的运输成本会不会发生任何变化。

在你开始根据愿望清单向同事咨询之前，先要考虑考虑你可能无意造成的后果。从本性看来，最好的证券分析师都是疑心较重的。因此，如果你不能清楚地表示出自己仅仅关心的是对方所关注公司的基本情况，那么你的同事也许就会担心你是在扩展自己的业务领域，并最终抢走他关注的行业。即使在没那么严重的情况下，如果你的定位不正确，同事也会认为你是在浪费他的时间。所以，要以一种毫无威胁的方式和他们接触，最好在你们俩都可以从这种合作中获益的时候交流。比如说，如果你关注的是运输行业的股票，发现联合太平洋铁路公司（Union Pacific Railroad）将于明年把福特公司的运输费用提高 10%，你就可以在这个时候找你们公司里关注汽车行业的证券分析师一起来讨论，提出一系列你们俩可以合作解决的问题。如果可以确实表明你的目的是真诚的，这时候你就可以给同事看你的愿望清单了，上面应该全是分析你所关注的行业所需要的信息。但如果你没有说出来，在研究的过程中你的同事也许就不会在遇到这个信息的时候想到你。礼尚往来，你也可以让他/她直接告诉你他/她想知道你所关注的行业的哪些信息。但不幸的是，这条路也并不总是双向畅通的。作为一个科技行业的证券分析师，你也许很想知道百思买是不是将要开始销售你所关注的公司最新推出的电脑，但是百思买店里有成千上万种商品同时出售，所以关注它的证券分析师也许并不关心这款新电脑是否会进店销售。所以，当你的同事给你提供信息却得不到太多回馈的时候，你就必须付出更多努力让他记住你的需要。

在第一次会议之后，确保要把自己得到的观点中可能会帮助到同事的部分转达给他/她，即使这是相对来说微不足道的一条信息。你其实是在起着模范带头的作用，想要对他人的行为产生影响，这可能要让大家在好几年之后才能习惯。但是你做得越多，大家也就习惯得越快。回复电子邮件的时候永远都要以“感谢您提供的信息”开头，即使这封电子邮件中其实并无很有意义的信息；但是，你的确希望巴甫洛夫的狗在听到摇铃时就不停地分泌口水。即使你的回复电子邮件里只说了一次“谢谢你提供的信息，但是这

不太适用于我们公司”，你也能立刻发现你得到的信息量开始不断地下降。

如果其他领域对你所关注的领域也是至关重要的，那么就要保证和关注那个领域的同事定期交换意见——最好能每周或者每月有一个 30 分钟的电话或者面谈。这会给他们巩固你关注的问题的重要性。如果你受邀参加某个可能会和你的同事所关注的领域相关的活动，那么也要给他拿一份请柬。表现出你对他们的尊敬，这将会大大提高你从他们那里得到信息的可能性。

你可能想要建立一个电子邮箱群或者共享文件网站来促进你们之间的合作。例如，不论什么时候，只要我看到的信息是对我们公司关注全球空运行业的证券分析师有帮助的，我都会把它转发到我在邮箱中提前设置好的“全球空运”群，这个群里有我们公司 15 名在此问题上有共同兴趣的同事。把每个人都加进来可能会需要你做出一定的努力，因为，我想再一次强调，你的同事在最初可能看不到这种做法的利益所在。在我之前供职的一家公司里，关注北美航空公司的证券分析师就在一个共享服务器上保存了一份全球供货电子表格，公司在欧洲和亚洲的同事可以随时更新和查询。我不厌其烦地强调强调再强调，通常来说，这个工作是不会像变魔术一样自己形成规模的；你将需要付出大量的努力，而且在最初阶段与得到的回报相比可能有点不成比例，但是一旦你的同事开始意识到这种做法的好处时，他们就会非常乐意帮你把这个平台做好做大，他们愿意付出的时间和精力往往会多得超乎你的想象。

在建立这类关系的过程中，最大的挑战就是跨国界、跨文化的问题。在我之前供职过的一家公司里，我就见过关注集装箱运输行业的韩国证券分析师认为全球的行业价格将会下跌，所以降低了一只股票的评级，但是仅仅不到一个星期之后，集装箱运输行业的日本证券分析师就调高了他们所关注的股票级别，因为他们认为全球的行业价格将会上涨。总的来说，人们都觉得和其他国家的人或是在其他时区的人合作有着更大的难度。但是你要清楚，这对于每个人来说都是一个内在的挑战，当然也包括你的竞争对手。如果你可以克服这些障碍，你将会占有极大的竞争优势。世界上没有什么神奇的药水可以把位于全球的同事拉得更近，但是我的确发现了一些方法可以对此有所帮助：

- 知道你同事的名字，并且清楚怎么发音。如果你不能确定，就问一问你这里的经理，看他是不是认识那位同事所在地的经理，也许他们可以帮忙介绍你们认识。
- 在和同事接触的过程中不要表现得有威胁性和攻击性，要明确地表达出你的目的。
- 面对面的谈话是相互建立信任的最快途径。最有效的办法就是在你们俩同时参加某个国际性行业会议的时候见面。对于卖方分析师来说，可以在你去他们地区推销产品时安排与他们会面，而且要以对待客户一样的态度对待他们。
- 要注意时差问题，因为这可能会是大家争论的重点问题。如果你在纽约市上班，早上八点的时候给你在香港的同事发出一份电子邮件之后，千万不要在下午五点再写信问他为什么没有回复，因为这时他们大部分是在睡觉的。我不止一次地看到这样的事情发生。如果你要安排一次电话会议，那么就要试着安排在一个大家都合适的时间（也许下午四点对于在纽约的你非常合适，但是这个时候却是伦敦时间的晚上九点和亚太地区时间的凌晨四点）。
- 如果你的同事们的努力能最终帮助你作出一个很好的股票投资推荐，就一定要和他们分享功劳，因为证券分析师确实很难想象帮助同事会有什么好处。这样，你就会慢慢发现有越来越多的这种好事会发生在你身上了。

表 9-4 最佳实践指南（技巧）：在公司内部建立自己的关系网

可采取的步骤：

1. 先准备好一份产业链分析和关键因素清单，列出所有你没有跟进但是却会影响到你所关注的公司的行业或公司，如果你所关注公司的客户或供应商也是上市公司，那么还要将其包括在内。
2. 找到公司里哪些同事正在关注这些行业或公司。
3. 如果你和你的同事的工作地点不同，考虑请你的经理联系他所在地的经理，介绍你们认识。
4. 在你和同事的第一次谈话中就要明确表态，你是想了解这家公司，而不是有意抢占他们的关注领域，也不是在浪费他们的时间。

(续)

5. 给你的同事提供一份清单，列出在他们所关注的行业中你想要知道什么信息（比如，当这些公司讨论交通运输成本或者相关服务的时候）。
6. 如果有必要的话，让这些证券分析师也给你列一份愿望清单，看看他们都想从你这里得到什么信息。当你的同事给你提供信息自己却得不到太多回馈的时候，你就必须付出更多的努力让他记住你的需要。
7. 在第一次会议之后，确保要把自己得到的观点中可能会帮助到同事的部分转达给他/她，即使这是相对来说微不足道的一条信息。
8. 如果另一个行业对于你所关注的行业来说至关重要，那么就要做到以下几点：
 - a. 和关注那个行业的同事定期交换意见——最好能每周或者每月有一个 30 分钟的电话或者面谈。
 - b. 建立一个共享电子邮件群。
 - c. 建立一个共享文件网盘。
9. 在努力建立起全球同事合作的过程中，要确保你选择开电话会议的时间适合每一位同事。
10. 确保你在得到帮助之后对同事表达感激之情，特别是在他们帮你作出良好的股票投资推荐之后，更应该充分肯定他们的帮助。比如年终回顾就是一个很好的感谢机会。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第十章

如何在访谈中取得最大收获

你提问的目的在于了解管理层的思维方式，而不仅仅是为了得到答案。与其直接询问一份新合同的利润率水平，倒不如问一问他们采用了怎样的定价机制来确保利润——是采用了成本加价法还是根据市场情况来定价？

——一位具有超过十年经验的买方分析师

引言

在我的职业生涯中，最宝贵、最独特的观点都是从我对行业联络人以及公司管理层的访谈中获得的。这并不仅仅是我一个人的看法；股票经纪人的投票结果显示，买方分析师通常看重卖方提供的与公司管理层接触的机会，就好像卖方分析师一般都很重视自己的研究调查一样。在卖方和买方都有着丰富的经验迈克·麦勒利（Mike Manelli）先生在谈到这一点时表示，“很多人所做的研究其实仅仅是在打电话确认那些事实”。

由于访谈在研究过程中的地位至关重要，因此你需要在这方面花费相当多的精力，确保你可以从访谈中得到最多的收获。在我们讨论最佳实践方法的时候，你也要意识到，只有有了良好的倾听技巧和影响他人的技巧（我们在第四章中已做过讨论）做铺垫，你才能掌握高超的访谈技巧。因此，其重要性也是毋庸置疑的。

为了确保在访谈中取得最多的收获，证券分析师应该有相应的战略来完成整个过程中的以下任务：

- 做好充分准备
- 引导访谈过程，获取更多观点
- 解读肢体语言，洞察欺骗信息
- 拼凑零碎信息，获得独家观点
- 记录访谈过程，方便日后参考

做好充分准备

在公司管理层的会议上，我经常能听到很多卖方竞争对手提出一些毫无深度的问题，一看就知道他们的会前准备不足。进行访谈其实是一件很麻烦的事，有时候你可能还需要飞到另一个城市去。所以，如果你真的决定参加，那就花一点时间和心思好好准备吧。显然，你花在准备上的时间绝对和你对这家公司以及将要讨论的话题的经验水平有关，但总的来说，每一小时的正式访谈通常需要至少30分钟的时间来准备。（如果这是你第一次和这个公司的管理层会面，并且主要发问的人还是你，那么就算花上2~3倍的时间比率来准备也并不夸张。）你越了解这次访谈，你的讨论就会越深入，你得到的答案也就会越有用。千万不要在和最高级别的管理层访谈中提那些很基本的问题，比如“你们属于哪个行业”、“你们在哪里运营公司业务”，或者“你们的利润率是多少”，除非这家公司本身提供的信息就非常不明确，或者对方要求召开这样的会议（参见表8-1中的和管理层会议前/会议中可提问的问题列表）。提出这些问题不但会降低你的可信度，也是在浪费每一个人的时间。

尽量在访谈开始之前和你的访谈对象建立起良好的关系，这可以使访谈过程更加简单一些。（请参考阅读表9-3，了解应该怎样和公司管理层保持合适的距离。）在建立这种关系时，不要放弃自己的客观立场，也不要变得虚伪；要记得，你和访谈对象之间的接触越是能体现出你对他们的尊重（要注意，我并没有说要越对他们有利），你的访谈就会越有成效。

在访谈开始之前，除了要了解关于这家公司和其所在行业的主要问题（参见表8-1中的问题列表）之外，也要大概了解一下你的访谈对象的基本信息。（对于调查个人信息来说，可以通过他们公司的网站、Bloomberg、

Capital IQ、ZoomInfo、LindedIn 和 Google 等网站服务来完成。)有些公司经理在过去的两年中换过公司,在和他们谈话的时候,也可以让他们谈谈之前的公司,因为他们不太可能已经切断了所有的联系。要保证自己在访谈之前对访谈对象的立场有所了解,因为这将会影响到你的提问方式和提问内容;如果你的访谈对象是这个行业的首席说客,那么就不要再指望他能给你提供任何关于行业问题的批评性评论了。

在和公司管理层及行业信息源开会或开电话会议之前,要按照表10-1中的指导原则列出一个提问清单。

表 10-1 最佳实践指南 (技巧): 提出可以得到答案的问题

1. 在举行任何将由你主导发问的会议或者电话会议之前,都要尽早列出提问清单。
2. 确保你已经初步了解了各个关键因素,这样才能保证你提的问题会给你带来新观点,并且在过去没有被其他人提过(参见表 8-1,了解哪些问题应在访问公司管理层之前得到答案;参见表 8-2,了解应在访问公司管理层之前阅读的文件)。除非你已经问完了所有与关键因素相关的问题,否则不要提出任何关于非关键因素的问题。
3. 最好能在面谈的整个过程中至少每三分钟就提出一个关于关键因素的问题(例如,在一次 60 分钟的会议之中,就关键因素提出 20 个高质量的问题)。
4. 通过提出关于关键因素的一些基本问题,综合分析每个答案之后得到一个全面的掌握,并由此可以推论出重要的非公开信息。虽然在会面或者电话会议中你无法总能得到全部答案,但是如果你能得到两三条关键信息,那么你在之后的竞争中就能处于优势地位。期望在一次会议或者电话会议中,就可以获得推断出某重要结论所需要的所有信息,这也是完全不现实的。
5. 提问的目的在于了解公司管理层的思考方式,而不仅仅是为了得到答案。
6. 要咨询每一位经理对于关键因素的看法,多角度地了解关键因素。
7. 要意识到影响他人的技巧对于成功的重要性,也就是说,提问的方式和提问的顺序通常会影响受访者回答问题的质量。准备访问问题的时候,尤其是针对公司管理层或者未知行业信息源的问题的时候,应考虑以下心理因素:
 - a. 除非你需要对这次访问支付一定的费用,不然最好不要开门见山地直接提问(咨询你想要得到答案的问题)。相反,你应该以私人聊天的形式开始你们的谈话。花几分钟的时间互相增进了解对于建立信任感是尤为重要的,在今后获取信息的过程中也会给你带来很大的帮助。

(续)

- b. 在访谈刚开始的时候，要表示出你掌握了有关该行业或该公司的一些情况，或者是你的受访者所不知的信息，又或者是尚未公开的信息；但却不一定非要是一则重大信息。这样，受访者就不会因为知道你不懂行而在访谈中给出夸张或者过分美化的答案。使用这种方法之后，我发现受访者回答问题时都变得更加积极，因为他们觉得我“值得”获得更详细的答案。
 - c. 开始的时候从简单的问题入手，然后逐渐提升问题的难度；这会增加受访者的信心，并且不会让他觉得你的攻击性太强，这对获得他们对于一些敏感问题的深度见解有着巨大的作用。
 - d. 主要有两种形式的问题：开放式问题和封闭式问题。这两类问题在访谈的过程中都需要提到，这样才能对他人施以影响（Dent & Brent, 2006: 35）。开放式问题可以让受访者随心所欲地回答问题，这可以给他们更多的控制感，而不像封闭式问题那样需要他们给出具体的答案。
8. 如果你和管理层的访谈中你打算问的问题可能会触犯上市公司信息披露条例，那么就从引导性或双效角度提出自己的具体观点。这就给了管理层一个机会来就你的观点进行评论，而不是直接回答一个可能会触犯信息披露条例的问题。例如，与其直接提问“您觉得加州的员工是否将组织工会？”倒不如在问题中暗示你的观点，可以改问“如果加州的员工在12月加入工会，是否会增加你们公司的运营成本？”注意，你这不是在问管理层他们的员工是否会加入工会，因为你知道他们是不会回答这个问题的。只要不直接涉及敏感问题，一旦你给公司管理层搭出一个大致框架，他们大多都是愿意多少透露一点信息的。在这样的情况下，我通常都能从管理层回答问题的方式中得到足够的反馈，能更好地推测出事件发生的概率和时机。要记住你是在试着建立一个马赛克情景，而不是一次性就要给出完整的答案。
9. 不要向受访者提出超过他专业范围的问题。除非你已经做好了充分的心理准备接受一个可能有误的答案，不然的话，如果一位经理负责东北地区的业务，那就最好不要跟他咨询西海岸的业务。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

如果你将要访谈的行业信息源不是从事公司财务工作的人，那么你就要意识到，他们也许并不知道你进行访谈的最终目标是为了对盈利或者现金流作出预测。比如说，一个名叫约翰·迪尔（John Deere）的分销商是不太可

能完全清楚公司的季度盈利的，或者甚至连季度产量都不太清楚。但是从他那里似乎也能大概了解到当地产品的定价或质量情况。

引导访谈过程，获取更多观点

一旦访谈开始，按照表 10-2 中的最佳实践方法进行即可。

表 10-2 最佳实践指南（技术）：主导访谈，获取更多观点

1. 要定期巩固和行业信息源之间的感情，并不仅仅是在有求于人的时候才想到他们。
2. 对于公司管理层会议或者电话会议而言，尤其是那些将由你主导提问的会议，要为每一个小时的会议至少进行 30 分钟的准备。确保提前列出一系列有深度的问题（参见表 10-1），并对受访者进行相关调查，确保你充分了解他们当前和以前的主要职责。
3. 如果你在卖方：
 - a. 在参观公司的时候尽量带着客户一起去（客户拥有的资产越多越好）；这会让更多的公司高管出席，也能更好地回答你的问题。
 - b. 确保在会议或者电话会议召开的前夕把你的问题清单提供给买方客户（不要过早泄露这个清单，因为你根本无法控制它的去向，一旦落入公司管理层的手中，就会让他们有机会琢磨这些问题，从而可能导致你最后得到的答案有失公允）。如果买方客户将来需要与公司管理层面谈，那么也可以将此类问题清单提供给买方客户参考。
4. 对于会面访谈，要选择一个合适的场所。通常你可选的场所其实并不多，但如果有选择的空间的话，要避免以下几种场所：
 - a. 嘈杂的餐厅。如果你邀请对方共进午餐或晚餐，选择的餐厅一定要有包间或安静的角落适合谈话。如果条件允许，选择一张至少比你们进餐所需空间大出 20% 的桌子，方便你们使用笔记本电脑。
 - b. 户外。天气变化无常，而且你们的谈话很可能被噪声干扰。
 - c. 你无法记笔记的场所。邀请公司的高级执行官一起打高尔夫球是拉近关系的妙方，但是除了你能用小铅笔记在小卡片上的信息之外，你无法通过这样的活动获得任何细节性的信息。
 - d. 大型酒店会议室。如果你在卖方的会议中得到了一个和公司管理层一对一交流的机会，就给你们访谈找一个小房间来进行。这样会让受访者觉得更亲切。如果他们给了你一间大宴会厅，你最好通过酒店协调换成一个小房间，或者找一个安静的咖啡馆也可以。
5. 对于电话会议，确保每个人都提前拿到自己的拨入号码和密码。最好能把所有的细节信息都写在邀请邮件中，用 Outlook 发给所有与会者。这样就能把电话会议时间按照不同的

(续)

时区同步到他们的电子日历和移动设备上了。在开会的时候打开免提或者戴着耳机,这样能腾出手来记笔记。

6. 注意时间。通常来说,如果每个问题的提问时间为15~30秒,回答时间为3~4分钟,那么你可能在每半个小时的访问中只能提7~9个主要问题。(虽然他们的作答也许会比较简短,但即使这样你也不太可能在30分钟内解决7个以上的主要问题。)所以,要确保你的问题有精确的指向性,围绕着可能驱动股票的关键因素展开。
7. 访谈过程。
 - a. 访谈开始之初要通过以下方式表示出对受访者的尊敬:
 - (1) 感谢他/她愿意为此腾出时间。
 - (2) 强调该受访者作为业界专家的某项特点(比如,具有10年的财务总监工作经验,或在该行业从业超过25年)。
 - (3) 礼尚往来,也在你的专业范围内给受访者提供某些信息和观点。
 - b. 有些经理喜欢在回答问题的时候拖延时间,这样他们就可以少回答几个问题了。如果很明显管理层不想回答你的这个问题,那么你就立刻打住,改问下一个问题;除非你发现他的回答中有欺诈的成分,那就要继续就这个话题问下去,看看他的回答中还会透露出多少破绽。
 - c. 要以合适的方式提问,从而保证可以得到答案(Dent & Brent, 2006: 35):
 - (1) 积极地提问;如果你的提问过于尖锐或者消极,这可能就会让你的受访者有一种被控制的感觉,他在回答问题时也会表现得很有拘谨,以此来找回控制感。
 - (2) 使用让受访者舒服的语言进行访谈。
 - (3) 每次只把重点放在一个话题上。
 - d. 提问的时候语气要专业,而且要让人听起来很舒服。如果提问的时候语气不对,可能就会引发受访者的负面情绪,你得到的答案也会不全面。
 - e. 在出现以下情况时要继续追问:①回答不清楚;②答案中带来了更多的问题;③可能含有欺骗性信息。要注意,如果受访者在回答问题的过程中过多地使用行话术语,他/她其实是在掩盖自己的不安全感,因为他/她其实并不完全了解当前的讨论话题。如果你听到了一些你不明白的词语缩写或者行业术语,就要打断谈话,让他/她解释清楚。在你完全搞懂答案之后再提问下一个问题。
 - f. 做一个良好的倾听者,通过以下方式表现出对受访者的尊重(Dent & Brent, 2006: 33):
 - (1) 保持一个谦虚的心态;不要在开始访谈之前就觉得自己已经知道所有的答案了。

(续)

- (2) 不要轻易打断对方。
- (3) 表现出对访谈话题的兴趣，避免外界因素的干扰（例如，不要隔两分钟就查一次你的黑莓手机）。
- (4) 偶尔向受访者核实某些信息，保证完全理解他/她的答复。
- 8. 尽可能详细地做笔记，不要错过话语间的观点。但是也不要完全把注意力放在笔记上，以免错过机会，无法就某一话题继续追问下去。
- 9. 如果有机会参观公司，还要注意观察以下几点无形的细微之处：
 - a. 公司执行官的办公室：
 - (1) 是豪华的还是破旧的？
 - (2) 距离公司运营中心较近还是较远？
 - b. 公司员工是不是对自己的办公场所（办公桌或工厂）感到很自豪，并且同事之间表现出相互尊重？
 - c. 公司仓库是空置的还是满仓的？
 - d. 公司管理层在访谈中给你的回答是否和他们公司的公开讲演报告和常规文件相符？
- 10. 在访谈结束之后要检查你的访谈笔记，以便：①标记出关键点；②根据你得到的信息设置后续提醒，比如告诉公司同事你得到的有关他们的业务领域的信息；③添加一些细节信息，如受访者姓名、访谈日期、地点，方便日后搜索参考这些笔记。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

解读肢体语言，洞察欺骗信息

研究肢体语言的学者总是为搞清楚肢体语言到底泄露多少欺骗性的信息而争论。我们都很想知道访谈对象是不是对我们以诚相待，或者至少没有把我们引入歧途，特别是在访问我们所研究的股票的公司执行官时，更要弄明白这个问题。正如一位德高望重的卖方分析师所说，“证券分析师最重要的工作之一就是评价管理层”。我入行以来上的第一堂课就是认识到了在这个过程中存在着很大的主观性，需要投入大量的时间进行实践，使这项技能日臻完善，这一点也在很多涉及审讯嫌疑犯的执法类图书中被反复强调。在关于这个问题的最佳实践指南中我们会讨论到，对于每一个信号/线索，几乎都有一个先决条件告诉你不能 100% 依靠它。对于更加复杂的事情，通常情况下这个线索必须在感受到的一瞬间就作出判定（比如说向这个人继续提

问)，这就给识别错误留下了空间。

虽有前人的诸多告诫，掌握一些识别欺骗信息的方法仍然十分有益。关于这一点，请参阅表 10-3 中提供的最佳实践方法，其中有心理学家和执法机构的研究成果，也有我在与 300 多位相关人士的访谈中总结出的经验教训，希望这些提示能帮助大家通过肢体语言觉察出对方是不是有欺骗你的意图。也许和本书提到的其他最佳实践方法不同，这项技能可能需要额外的训练才能成功掌握。

乔·纳瓦罗^①(Joe Navarro) 先生和马文·卡尔林斯 (Marvin Karlins) 先生在他们的著作《FBI 教你破解身体语言》^②中强调，由于面部表情可以被人们控制，因此它也具有一定的欺骗性，但是在观察肢体语言并期望从中觉察到欺骗性信息的时候，大多数人还是会从对方的面部表情开始，一直往下看。相对而言，腿脚等身体其他一些部位则会透露更多的信息。用他们的话来说，就是“真相从脚到头在不断地减少” (Navarro & Karlins, 2008: 55)。

如果你发现了一些对方在欺骗你的痕迹，就针对当时讨论的话题继续追问下去，看看对方会给你什么样的反应。但是一定要以一种很温和的方式提问，不要用那种责难的口气。如果受访者认为你已经觉察到他在撒谎，你们谈话的主题就会立刻发生变化，甚至整个访谈都会就此结束。要知道，你要么是真的发现了一些诡异之处，要么就是对他们的肢体语言判断有误。我在接受这方面的培训时，老师经常鼓励我收看诸如周日上午的政治脱口秀之类的电视访谈节目，这可以让我在这方面的技术日益纯熟。因为练习得越多，就越能成功地觉察出对方是否在撒谎。

由于你既想要读懂对方的肢体语言，又想和他们建立亲密的关系，所以在进入会议室的时候，争取坐到离你的访谈对象最近的位置。在某种程度上来说，如果你有机会选择自己的座位，就要确保坐到最了解或者最能影响你关注的关键因素的经理旁边。要积极去争取自己的座位位置，这不仅对于获

①乔·纳瓦罗，享誉全球的身体语言大师。他在美国 FBI 工作的 25 年间长期担任反间谍情报小组的专家。他多次通过身体语言侦破大案要案。几十年来，他一直致力于身体语言的研究，其成果已在世界范围内得到认可。——译者注

②《FBI 教你破解身体语言》(What Every Body Is Saying) 已由吉林文史出版社在国内出版发行。——译者注

取信息来说是至关重要的条件，而且在和那些你认为在公司里有升职潜力的管理层建立亲密关系的时候也往往是不可或缺的。

表 10-3 最佳实践指南（知识）：解读肢体语言，洞察欺骗信息

- 身体姿势：开会时受访者行为举止最好的观察点之一。他/她很愿意你参加会议吗？或者对此表示很愤怒，或者对你存有戒心？如果你的问题是在指责他们（应该避免出现这样的提问），那么他的欺骗行为就有可能是由你引发的，而不是他的本意。
 - 受访者和你的距离变化就有可能是欺骗的暗示，比如向和你相反的方向侧身、向你的方向伸腿或根据当时的情况来看和你之间的距离不太正常（Navarro & Karllins, 2008: 211; Gordon & Fleisher, 2006: 64）。
 - 一些具有自我防御性质的动作，比如双手抱胸或者双脚交叉（Gordon & Fleisher, 2006: 65）。
 - 在你们之间放置障碍物，比如一杯水或者一本书（Navarro & Karllins, 2008: 213）。
 - 做一些转移注意力的事情，比如用手摆弄小东西、收拾桌子或是在谈话的时候用手撩头发（Nance, 2000: 190; Javers, 2010）。（曾经有一位安全感不强的 CEO 在接受我的访问时竟然还在看电视。）
 - 在访谈过程中完全缺少必要的身体活动，比如用来表示强调语气的典型手势（Navarro & Karllins, 2008: 226）。
- 操纵访谈：有些人非常精于骗术，而且还可能使用很多方法来让你忽视他们的欺骗信息。
 - 轻拍你的肩膀或手臂，餐厅服务员经常用这一招来要求更多的小费（Goman, 2008: 132）。
 - 模仿你的动作，比如看到你双手抱胸之后他也用双手抱胸（Pease & Pease, 2006: 260）。
- 嘴：
 - 口干舌燥也是欺骗的一种表现，这时受访者会出现舔嘴唇、清嗓子、使劲咽口水或者噪音微哑等表现（Navarro & Karllins, 2008: 194, 217; Gordon & Fleisher, 2006: 69）。
 - 如果对方脸上的笑容保持的时间太长，看起来有点僵硬，而且眉毛也没有相应的动作，或者他的整个表情像是勉强而为之，那么他就有可能是在撒谎了（Navarro & Karllins, 2008: 169; Gordon & Fleisher, 2006: 67）。
 - 如果在提问之后受访者的双唇收紧，那么他接下来给出的答案就有可能是在撒谎了，尤其是如果该受访者在其他访问中都没有过这样的状态，就更需要多加注意了。
- 面部：
 - 如果受访者抿嘴、摸鼻子或者向下看，这都表明他对于正在谈论的内容缺乏信心（至少美国人是这样），但是这也有可能是他们释放压力的一种方式，仅仅是因为他们觉得不太舒服，跟撒谎并没有任何联系（Navarro & Karllins, 2008: 222; Gordon & Fleisher, 2006: 63）。

(续)

○ 如果受访者在不停地点头（通常来说是在表示肯定），但是他却给出否定的答案（反之亦然），那么他就有可能在撒谎。我多次亲眼见证了这种情况。

● 眼睛：

○ 当瞳孔放大、不合时宜地闭眼睛、斜眼看的时候，就有可能是暗示受访者在撒谎（Gordon & Fleisher, 2006: 69）。如果你知道将要提出的问题具有争议性，有可能会让他撒谎，那么就要时刻注意他的眼睛，看看他的瞳孔是不是会放大或者受访者是不是斜眼看了别的地方（Navarro & Karlins, 2008: 173）。

○ 如果受访者跟你没有眼神的交流，你就要小心他可能会撒谎了（Nance, 2000: 185），但是有些专家认为这仅仅能说明讲话的人遇到了一点问题而已（Navarro & Karlins, 2008: 216）（例如，想方设法把一个问题解释清楚，不带有任何歧义）。

○ 当眨眼次数增加的时候，可能暗示说话的人有问题，但同样，这也不代表他们必然在说谎（Navarro & Karlins, 2008: 183）。

○ 过长的眼神交流也有可能是对方使的把戏，想要让你相信他是真诚的（Gordon & Fleisher, 2006: 67），或者就是在试图控制你的思维（Navarro & Karlins, 2008: 183）。

● 在指责公司管理层行为不当的时候，如果受访者对指责他的人进行人身攻击，这就有可能是为了掩饰什么；人身攻击的程度越高，就暗示着对管理层刺激的程度就越高，这也是一个关于公司层面明显的警告信号。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

拼凑零碎信息，获得独家观点

有些人可能会把这个叫做马赛克理论，而其他人可能会将其叫做信息拼凑。其中的逻辑就是，让你把多个零散信息拼凑起来得到一个结论来解决问题，而不是直接从别人那里得到一个现成的答案。管理层在不对外公布的情况下就只给你透露关键信息，这是违反上市公司披露条例的做法。因此，如果想得到有价值的信息，你就需要问一些细小的问题，把答案中的信息拼凑起来就能得到一个合理的结论了。这很可能会让你在选择股票的时候占有独家优势。

通过案例分析也许能对这个概念作出最好的解释。在参观一家上海公司的时候，有一家假想的环球快递公司告诉你以下信息：①这家公司每天都要处理 5 万份进出口包裹；②上海是其在最大的分支机构，占中国地区总

量的一半以上。从之前的讨论你了解到在亚太地区，每一件包裹大概会带来 60 美元的收入。根据这些信息，你就可以大概计算出中国地区每年的收入大约是在 14 亿美元，这占该公司总收入的 3%（这家公司没有披露分区域的数据）。

你需要自己做一些估算才能得到这个信息，比如估计出上海地区的包裹数占全中国总量的比例。如果管理层说占中国的总收入中“大概过半”，我就会当做 55% 或者 60%；如果实际数字更高，那么管理层可能会说在中国的总收入中“大概占超过 2/3”。（为了避免计算错误，在从较小的数字向较大的数字转换的时候，比如从每天的运输量推算出年收入的时候，我发现在完成所有计算之后再把最终得到的数字精确到百万级是最好的。）表 10-4 是一个计算过程：

表 10-4 环球快递公司中国区年收入及其占总收入比重的计算过程

上海的日包裹量	50 000
每个包裹的收入	\$ 60
上海的日收入	\$ 3 000 000
每年的工作日	250
上海的年收入	\$ 750 000 000
上海占全中国总收入的比例	55%
中国其他地区的年收入	\$ 613 636 364
中国地区的总收入	\$ 1 363 636 364
公司全球年总收入	\$ 42 000 000 000
中国占全球总收入的比例	3.2%

这个信息为什么重要？这家公司从来都没有透露过他们在中国的业务规模，但是他们总是会透露出在中国每个季度都是以“两位数”的速度增长。现在你可以排除中国，计算出这家公司在国际市场上的其他地区的增长率了。如果后来发现这家公司在去年全部地区增长的收入为 7 亿美元（在公司的财务文件中有所报告），你就知道这几乎是全部来自中国的。其中的逻辑是：如果“两位数”的高速增长（依据管理层的介绍）会在中国市场上带来 14 亿美元的收入（通过前文估计所得），这就暗示了在过去 12 个月内中国市场的增长在 5.6 亿美元到 6.45 亿美元之间。如果这家公司去年的全球总增长仅仅为 7

亿美元，你就立刻可以知道这全部来自于中国，同时你也就会产生这家公司在其他地区的增长为什么非常缓慢的疑问。具体分析见表 10-5。

表 10-5 不同增长率对应的中国地区年收入增长

假设的中国地区 两位数高速增长	暗示出的中国地区上年收入 (百万)	暗示出的中国年收入增长 (百万)
70%	\$ 802	\$ 561
80%	\$ 758	\$ 606
90%	\$ 718	\$ 646

再举一个例子。比如说你有机会去拜访一家公司，在上午和市场运营总监谈话的过程中，他向你炫耀这家公司刚刚和一个客户续约，合同价涨了 20%。你就要跟他核实这份合同无论是在规模上还是在之前的定价水平上都没有太大的变化。当天早些时候你可以再去问问公司的财务总监，“你们今年大概会有百分之多少的合同要续约？”她答道：“25%。”你可以向她进一步提问来确定这个续约比例是正常的，“在正常的业务状况下，你们公司是不是差不多每年都会有 25% 的合同续约呢？”而且要进一步核实，确定公司的所有收入几乎都是由合同带来的，你可以问“你们公司现货交易的收入会不会超过总收入的 10%？”她答道，“不是的，那仅仅是很小的一部分。”掌握了这些信息之后，你就可以开始推导结论了。你知道了总体定价将会在今年上升五个百分点（25% 乘以 20%），并且在今后的三年间每一年都会有类似的增长水平，而且不用考虑市场变化引起的变动。这其实是来自一个真实的案例，我在 2005 年的时候作出的一个成功的股票投资建议正是基于我对铁路定价的推论。我不确定管理层是否意识到他们告诉了我解决这个问题所需的全部零碎信息，但是，当我发现因为这个价格大幅度的意外上涨而且肯定会长期滚动持续，我的收入预期超出了市场观点的 10% ~ 20% 的时候，激动的心情还是溢于言表。

很多证券分析师都无法得到这样的结论，主要是由于两个原因。首先，他们的提问方式有问题。问题本该具有极强的针对性，这样才能让受访者对关键因素进行量化分析。而他们要么提出开放式问题，正好可以让管理层迂回到他们的“幸福小道”上，不断地给你描述那些他们希望展示的内容；

要么提出非常直接的问题，让管理层在不违反信息披露条例的情况下就无法作答。其次，他们在和管理层沟通的过程中从来不做详细的笔记（这样就会丢掉很多日后可以参考的数据），或者他们没有很好地组织自己的笔记，不方便自己在会后把各个零碎信息拼凑起来。

当然，在你向管理层提问的时候，不要让他们觉得你是在想方设法让公司经理掉进你的逻辑陷阱里，这一点也是非常重要的。我的一个卖方竞争对手很喜欢在开会或者电话会议的时候把管理层引入他设计的逻辑陷阱里，当然管理层最后也的确掉进去了。但是随着时间的推移，公司管理层也慢慢不愿意回答他的问题了，或者就只是给他一个毫无意义的答案。（我觉得这个竞争对手患上了“我想让每个人都知道我比管理层更聪明”综合征，这会大大影响他获得有用信息的能力。）与之相反，要做一个谦卑的人，在得到每一条信息之后都要和善地微笑，就好像这个世界充满了真善美一样。之后总是会有时间让你来庆祝发现这个新观点的。

同样，在通过这样拼凑信息的方法来作出一个重大的股票选择之前，最好能和高管层讨论你的假设并且让他们找找毛病。（讨论你的假设不是让你推荐一只股票；要围绕着可能引起变化的因素展开讨论。）公司经理由于担心可能会违反信息披露条例，因此很可能不会肯定你的观点，但是如果他/她也没有否认你的新观点，你几乎就可以确定你是找对方向了。同样，对于卖方分析师来说，要十分注意你公布自己的观点的方式。如果在文章中写道“在最近一次与管理层会议上，我很明显地知道今后四年的定价会上涨5%”，那么你将被监管层、公司的合规部门以及上市公司的法律部门调查或投诉，这是任何一个分析员都不希望遇到的情况。其实你真的没有直接得到这个结果，而是通过自己拼凑推理得到的，那么应该换一种说法，“我们在工作中发现，定价将有可能以比市场观点更快的速度增长，而这个观点在最近的公司会议中也并没有遭到反驳。”

拼凑信息并不仅仅限于拼凑管理层提供的信息，其实这些信息可以有多种来源。事实上，在上述的客户定价案例中，我拜访了许多我的大型公司客户，向他们咨询是不是也会有类似的20%的合同价格增长。在我得知他们也有类似情况（有些公司甚至跟我说他们有100%的增长率）的时

候,我就知道价格的一次大幅度的意外上涨是非常可能的。这可能听起来像是一个尽人皆知的常识,但是请一定记得,你总是需要找到一个与众不同的角度来发现并评估你的关键因素。曾经有一家大型私营公司高管告诉我,由于维护费用太高,公司的节能型柴油卡车给他们的运输事业带来了很大的影响。后来,我和一家刚刚买了很多卡车的上市公司谈话时就参考了这条信息。当时他们说自己“尚不确定”这方面的负面影响,这也许是实话,但我不想等到这个答案向整个市场公开的时候再对我的股票采取行动。

记录访谈过程,方便日后参考

上大学的时候我们大都需要记笔记,因此大家都觉得自己是笔记高手。我们之中的确不乏高手,但我也非常惊讶地发现原来有那么多证券分析师经常在重要的会议上不记笔记。(请参阅第五章表 5-2 中关于每种笔记体系的优劣比较。)当然,如果你在会后能够一字不落地回忆出你听到的内容,记笔记就没多大意义了。但是对于像我们这样记忆力不完美的人来说,以下内容应该可以帮助你捕捉到重要信息:

- 要意识到随着经验和知识的积累,笔记量会有所下降。但是这并不意味着那些专家级别的证券分析师不用记笔记。笔记量主要取决于:
 - 你对该话题之前的知识积累
 - 行业信息源价值的高低
- 如果将要讨论一个新话题,而且它可能会是你关注的股票的一个关键因素,但是你对每 10~20 分钟的谈话所记录的笔记还不到一页纸,那么你很有可能会丢掉重要信息(通常和管理层半天的会议中我会记 10~20 页的笔记)。
- 如果你的注意力完全放在记笔记上,你就没法提出相关问题,这时你可能会记下了太多没有意义的细节。
- 虽然我们没有成文的规矩,但是给访谈录音是一种不大招人喜欢的方式。但是,如果你将要访问的行业信息源与上市公司没有任何联系,那么他允许你录音的可能性会大大提高。

- 在你进行面对面访谈的时候，避免使用电脑（笔记本电脑、上网本等）记笔记，除非访谈对象来自于一个习惯使用电脑记笔记的行业。如果在你和受访者之间放一台笔记本电脑，你在不停地叮叮咚咚地敲键盘，你的眼睛还一直盯着显示屏，就很有可能让对方觉得你对他/她的观点不怎么感兴趣。尤其当这位受访者还是在婴儿潮出生的那一代人时，因为他们并不是在一个电脑访谈的时代中长大的，所以会更加反感。而且这样记笔记也会发出一个信号，好像访谈的全部内容之后都会公布于众，让全世界都能看到。
- 我们在第五章中已经讨论过，如果进行了很多电话访谈，并且想把笔记输进电脑里保存，那么可以使用一个消音键盘（敲击时没有声音，很多笔记本电脑上都配有类似的键盘——很多地方都有卖的）。^①如果电话另一端的人在自己说每句话的时候都能听到你敲键盘的声音，他/她就会觉得自己说到的每一个字都会被记录下来，也就不愿意继续说下去了。
- 为了让你的笔记更加方便日后使用，在每一份访谈笔记的最开始都要记下以下信息：
 - 受访者姓名
 - 访谈日期
 - 访谈地点（比如，他的办公室、酒店的会议室）
- 要给每一页笔记都编号，如果不能在开会过程中编号的话，之后也要记得编号。
- 在访谈结束后（比如，坐在候机厅的时候或者在飞机上的时候），把笔记通读一遍，划出重点（我会在左边做星号标记）。使用我们在第五章中提到的那些电子产品把这些重点信息都转换成电子形式，方便日后参考和搜索。

^①我们公司的IT部门觉得我很麻烦，因为我总是会实验新的科技产品，看看它是不是能帮助我以及我的团队提高工作效率。但不幸的是，我并没有找到很多好产品。说到这一点，我其实非常喜欢联想的笔记本式键盘，它也可以在台式机上使用。这个键盘是无声的，这在电话访谈中是非常重要的，它内置的鼠标和键盘也极大地提升了巡航速度。我也喜欢Capturx的OneNote内置数字笔，因为它可以加速把手写笔记转化成电子形式，方便存储、回顾和建立索引。在我写这本书的时候，它仅仅是一个OneNote中的内置数字笔，不需要任何其他设备就可以使用了。

第三部分 定量分析

在本书之前的内容中我们讲到了如何找到行业信息源并如何和他们进行访谈，以便我们可以得到可能会驱动股票的关键因素。在这一部分中，我会讨论如何大量使用财务分析的方法来把这些从行业信息源处得到的信息转换成盈利和现金流预测。我也将探讨那些能帮我们识别或者量化关键因素的工具，如法务会计、统计分析和微软的 Excel 软件。相比本书中提到的其他工具来说，这些工具通常都需要通过正式培训才能最好地掌握。

虽然这些量化工具可以有很大的作用，但是我们的最终目标还是选择股票，而不是跟别人炫耀你做了一个多么复杂的调查或者建立了一个多么详尽的电子表格。所有的这些定量的努力都应该关注于预测关键因素，这些因素将在下一部分和估值结合起来以得出目标定价。你会非常容易地发现，自己在办公桌前坐到晚上 10 点，看了 300 多行的电子表格，可是之后得到的结论就是大部分时间没有花在可以驱动股票的因素上。对于大多数证券分析师来说，与生俱来的思维方式就是倾向于把重点放在对数字的关注上，但是一定要确保这个数字会引导你最终得出一个关于股票的想法。研究的性质决定在大多数情况下将会导致你进入一个死胡同，但是知道什么时候应该果断止损并且重新开始下一项工作将是证券分析师随着时间的推移需要逐渐掌握的技能。

因为常有欺骗性的数字游戏，所以这一部分首先提出证券分析师应对数据持有怀疑的态度。我之后会探讨统计学中最适合使用的内容，虽然统计方法是一个强大的工具，但是如果使用不当，它也会导致用户在不知不觉中得出错误的答案。因此，在进行任何数据分析之前，我们都必须确保证券分析

师了解该数据的计算方法，以及这些数据是不是被做过任何调整。一旦一名证券分析师确定这个数据是可以进行比较分析的，就会有很多 Excel 统计工具可以帮助他来改进财务模型。

接下来我会谈一谈问卷调查，这是研究中得到独家信息的最好方式之一。根据调查规模的不同，它可能会是一项很费事的工作。所以，只有在其收效远远超出了投入的时间成本和金钱成本的时候才应该进行。

在下一章中我会讲讲如何使用基本的法务会计原理从会计数据中发现对管理层撒谎具有暗示作用的检疫旗信号。我并不指望证券分析师都能变成法务会计师，但是你不应该因此就忽视公司的会计。我们有很多基本的方法和步骤来找出那些由于承受着巨大压力而操控会计结果的公司，也有很多方法能发现反常现象。

Excel 这款软件可以综合分析师的智慧、观点和时间，是分析师工作中至关重要的一部分，因此我们就必须要熟练掌握它的使用方法，而且不能只停留在简单的基本操作水平。当然，想在一个章节之内完全详述 Excel 软件的所有功能是不现实的，因此，本书中的最佳实践方法会把重点放在帮助证券分析师进行自我评估之上，在 Excel 软件中对证券分析师来说最重要的 43 个应用功能，看一看自己都掌握了哪些。我之后重点提出的最佳实践方法旨在帮助证券分析师避免建立晦涩难懂的工作表。

这一部分最后总结了建立公司盈利和现金流预测的最佳实践方法，包括获取外部模型和从零开始建立模型的可能性。完成上述各项任务都是旨在建立一个或一系列准确的财务预测。我建议，在刚开始的时候，对每家公司最重要的 2~4 个关键因素都在基准、乐观和悲观的三种情景下进行量化分析，并且通过财务模型得到三种情景下关于未来盈利或现金流的预测。这些预测结果将会是后面章节中讨论估值时所需要的重要输入信息。

第十一章

发现具有欺骗性的数字

对从别人那里拿到的任何数据都要抱有怀疑的心态。即使一家公司的演示文稿中的一个图表看起来不错，但这并不意味着它包含了你作出投资决定所需要的信息形式。最重要的是，刚开始就要评估那些给你提供数据的人是否存有主观偏见；大多数情况下他们都是有主观想法的。即使是媒体也有自己的小心思——争取更高的收视率或更广的读者群，这也就是为什么他们常常会夸大新信息的重要性。借用“水门丑闻”中的一句话，我们要“向钱看”，才能发现是谁在为这些将会被收集和发布的特殊数据埋单。如果它不是由跟你类似的证券分析师而是由其他人出资赞助的话，那么就很有可能存在主观意图，你需要在使用这些数据之前了解到这些信息才能作出正确的投资决定。

为了防止被这些数字欺骗，我总结了 10 个最值得考虑的因素，在表 11-1 中列出来供大家参考。之后还有一些针对图表、比率和统计数据的具体讨论。

表 11-1 最佳实践指南（知识）：发现数据中隐藏的十大骗局

1. 越是复杂的数据就越有可能含有欺骗性信息。如果这个数据理解起来非常困难（或者其他人解释起来非常困难），那么就要求提供方提供分解的数据说明。即使像如何降落波音 747 客机这样的复杂问题也可以被分解成容易理解的步骤。
2. 如果对未来的增长趋势预测总与过去保持一致，则要提高警惕。如果微软能在 20 世纪 90 年代以及以后一段时期内都保持其在 20 世纪 80 年代的增长率，那其收入现在就能等同于全美国的 GDP。如果你发现有些人没法降低他们对未来增长率的预测，那么就要时刻用“大树不会长得比天高”这句格言来提醒自己。
3. 不要让别人为你选择分析的时期。每家公司都很擅长提供一些业绩低迷时期的信息，这

(续)

- 样就能让管理层充分展望未来的美好前景。如果一家公司表示其已经连续五个季度保持双位数增长,那么你就应该考虑一下“那其在六个季度之前是个什么状况?”总的来说,公司都会把重点放在积极的一面,尽量对消极的一面闭口不谈。
4. 要当心在投资界内非常流行的生存偏见。经营困难的公司通常会被指数剔除,尽管这个股票仍然包括在自己的投资组合中,这就要备受煎熬。(一方面是因为股票表现差才导致被指数剔除;另外一方面是作为基准参照指数剔除这个股票后,指数自身已经解除了这个股票的风险,但是自己的投资组合却没有相应解除风险。)
 5. 除非你确定调查结果发布机构不存在主观偏见,不然不要轻信它们发布的调查数据。想得到预期中的答案的话,在调查中有很多小伎俩可以使用,比如提问的方式和调查对象群体的选择等。举个例子,如果问30个高中生“你们是愿意嚼这个牌子的口香糖呢,还是愿意让自己长蛀牙?”这样得到的结果就可能让公司提出“80%的受访者都表示会选择这个品牌的口香糖”的结论。如果调查结果对你的分析至关重要的话,那就要尽你最大的努力去研究一下调查问卷,还要了解他们是如何选择调查对象的。
 6. 在一家公司发布财报的时候,要仔细阅读,但是也要用自己的方式来处理其中的数据。每家公司都倾向于用最积极的方式发布公司数据。我的方法就是立刻把财报中的公司税前收入和我的预测进行对比,然后进一步通过损益表找到差异所在。但是对于某些行业而言,现金流能更加透明地反映公司的状况。
 7. 不管怎样,由于通货膨胀的存在,一家公司的收入和盈利每年都应该多少有一点增长。因此,当一家公司宣称其本季度“收入再创纪录”或者“过去五年中均保持每股收益的增长”的时候,你就要提高警惕了。你其实真正想知道的是,与总的宏观经济通货膨胀率或市场竞争对手相比,这家公司的收益增长率有多少。
 8. 一位专家使用的事实和数字越少,你就越要怀疑他提供的分析报告。你可以自己试一下,看看CNBC(美国著名财经新闻频道)的访谈节目中各位嘉宾在回答记者提问的时候都引用了多少事实、多少数字。行业信息源如果在他们的分析报告中确实使用了某些数据,那么他们就应该能记住最重要的,而那些没有使用数据支持自己分析的人,通常总会反复地说“我回去查查再告诉你”。
 9. 如果你拿到的事实或数字看起来很不现实,那么你就有充分的理由要求对方提供数据来支持他的分析结果。但是在绝大多数情况下,都存在这一个“菜鸟级的问题”:大家都不愿让自己看起来像个“菜鸟”,所以也就没人愿意提出后续问题进行跟进。
 10. 良好的数据通常都有明确来源。如果一个数据序列对你的投资结论很重要的话,你就要确保自己知道它的出处。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

发现图表中的欺骗性信息

图表中可能存在具有误导性的信息。在遇到以下情况时要持有怀疑的态度：

1. 图表纵轴左刻度和右刻度表示的是不同信息，且两种刻度之间互不成比例（例如，左边轴线上的刻度从100~200，增长了100%；但是右边轴线上的刻度是从50~150，增加了200%）。在理想状况下，如果要比较两个数据序列，它们就必须要在同一个相对刻度上（均以0、1或100起始）。

2. 纵轴上的刻度范围要么太大，让数据看起来很难从一个刻度线移到下一个刻度线，要么太小，图表上两点之间看上去波动得非常厉害。如果纵轴上的刻度不是从零开始的，你就要知道其中的原因；这可能是完全有理由的，但也可能是包含了一些欺骗性信息。

3. 最新的数据放在左边，最久远的数据放在右边。在现代金融市场中，图表中的数据通常是按时间顺序从左到右列出。如果发现数据是以相反的顺序列出的，你就应该问一问报告人其中的原因与动机。

4. 时间序列：

a. 一个含有通货膨胀的数据序列和另一个不含通货膨胀的数据序列进行比较。

b. 在需要使用对数分度的时候没有使用，或者在不需要的时候使用了对数分度。在一个对数分度中，两点之间的距离代表图表中任意位置的相同百分比的变化。它常被用来表示受通货膨胀影响的长期数据，比如在20到30年间股票价格的波动或是经济趋势的变化。如果在这类数据中没有使用对数分度，你就应该试着把它转换过来，以便让自己看得更清楚。

发现比率中的欺骗性信息

1. 如果你拿到了一个比率数据，就要保证你充分明白分子和分母的含义。如果一家公司表示，其业务范围覆盖半个国家，你就要搞清楚他们到底

是指地理意义上的半个国家，还是半个国家的人口总数（或者还有其他的含义）？

2. 要清楚地认识到百分比变化和数据点变化之间的差异。如果与上一季度相比，GDP 从 2% 上涨到 4%，那么就不能描述成“翻倍”（尽管媒体也通常会犯这个错误，让人感觉数字实现了跳跃）。在这种情况下，较合适的办法就是把这个变化描述为从一段时期到另一段时期内增长了 200 个基点（bps）或两个百分点。

3. 在讨论市场份额的过程中，谈到当前份额的时候，公司会通常会把范围缩得很小；但是如果谈到增长机会，他们又会把范围放得很大。我在和一家特快专递公司谈到他们在中国的业务时就遇到过类似情况。当我们谈到公司在竞争中取得了怎样的业绩时，他们把市场的范围缩到很小，仅仅说进口到中国或者从中国出口的小包裹；一旦谈到了增长机会，他们就会提醒每一个人注意中国的人口总数是美国的四倍。但是，问题的难点就在于中国国内快递市场竞争异常激烈，如果西方公司也照搬在美国国内的经营方法的话，他们在中国市场上将很难获得利润；但是他们却暗示自己可以得到相对于美国市场四倍的收入或者利润，这显然是具有误导性的。

4. 当一家公司表示他们的产品质量或者产品生产率有了 $x\%$ 的增长时，要问一问“什么的 $x\%$ ”？比如说，如果一家公司过去每售出的 1 000 个产品中有一个残次品，现在每售出的 2 000 个产品中有一个残次品，它就可以说“质量翻倍”，这其实是具有误导性的，因为他们是把关注点放在了残次品上而不是正常的产品上。

统计数据中的错误概念

1. 相关性并不自动等同于因果关系。雨伞销售与大气降水水平高度相关，但雨伞销售并不能迫使天公降雨。即使两件事情之间具有高度的相关性，我们还需要做进一步的工作来确定它们之间是否的确存在因果关系。

2. 所有的平均数字并不都是有相同的意义。如果某个数字很重要，那么就要确保你知道它到底是平均值、中位数还是众数。比如说，某一给定市场上的“平均”房价，如果使用平均值计算所得也许是 20 万美元，但是如

果使用中位数计算所得就是 15 万美元。之所以会发生这样的情况是因为市场上存在着一些极其昂贵的房地产项目，它们的高价扭曲了这个市场。如果你可以拿到这些数据，可以把这些数据做成散点图，看看是不是一个正态分布。如果不是，那么这三类平均数字就会有所差异。

作为一名证券分析师，你每天的工作中都能看到成千上万的数字，但却没有时间逐一琢磨。所以，你的重点应该放在你看好的公司上，仔细研究与其关键因素相关的数据。

第十二章

统计分析工具及使用

统计数据可以帮助证券分析师识别公司的发展趋势并作出更精准的预测。不过，你只是一名证券分析师而已，并不是一位统计学家；所以不用因为自己不知道像斯皮尔曼等级相关系数（Spearman's rank coefficient）之类的神秘统计术语而感到尴尬。然而，学一些最基本的统计知识确实对分析有一定的帮助，而且这也是比较容易办到的。为了避免被复杂的统计学搞得晕头转向，这一部分的最佳实践方法在很大程度上是通过一位研究北伯林顿铁路公司（于2010年变为一家私有公司）的证券分析师的工作进行分析，作为实例提出的一个整体解决方案。大家不能指望我在一章的有限篇幅里就涵盖所有的统计学内容，因此我在这里选择重点关注一些证券分析师每天工作中最常用到的统计学概念^①：

- 认识到数据序列之间的差异
- 使用回归分析法来提高预测水平
- 使用多元回归分析法来确定财务模型的优先性

在深入讨论这些话题之前，我想先提醒大家几句。无论有意无意，错误使用统计数字比正确使用要容易很多。所以要当心，不是仅仅因为你知道怎样从 Excel 表里的统计函数中得到结果，就意味着你能得到正确的答案。在此要记住的教训是：如果你不是完全理解的话，统计工具可能会非常危险。

①非常感谢克里斯·格兰德（Chris Gowland）先生对于本章关于统计学的最佳实践指南的帮助。克里斯是特拉华投资公司的资深量化分析师。任何在此讨论到的材料均不能代表其公司的意见、方法或观点。

认识到数据序列之间的差异

在我的职业生涯中，我与年轻的研究员和经验不足的证券分析师工作时经常能发现，他们因为没有意识到并不是所有的数据都是在同等基础上得到的，从而给出了错误的分析。如果你要比较两个数据序列、计算一个变化率，或者给一个历史数据序列添加一个新的数据序列，要确保你一定是在同等的前提下进行比较的，的确是在拿苹果和苹果比较。以下几点需要重点考虑，具体阐述参见表 12-1：

- 根据季节性作出调整
- 把每个月或者每个季度的比率进行年化
- 根据通货膨胀的情况作出调整
- 移动平均数
- 数据修正

表 12-1 最佳实践指南（知识）：比较数据序列时的考虑因素

概念	计算方法	考虑原因	解决方案
根据季节性作出调整：几乎所有的经济数据都受季节影响。我们的经济不可能一年 52 周内时时刻刻都保持同一速度增长。因为圣诞节，零售业往往在每年 12 月的业绩最好，而佛罗里达的短租房则在 4 月春假的时候价格最高	计算是使用历史数据来确定平均每个月或者每个季度的数据占整年的一个百分比。那么在原始数据上应用季节性调整因素来得到一个季节性预测数据	如果你试图使用宏观经济数据来更好地了解公司季度结果的驱动因素，而这些驱动因素又不是随着季节而调整的，那么你最好用非季节性调整的数据来进行对比。同时，季节性调整因素通常会随着时间的推移而改变，将会让对当前时期和过去一段时期的比较更没有意义，或者会随着调整因素的改变而让你的历史数据变得陈旧	<ul style="list-style-type: none"> ● 不要用一个季节性调整的数据和另一个非季节性调整的数据作比较，除非你确定后者是没有季节性因素的。避免这种失误的一个简单方法就是同年比较（比如，用今年 3 月份的数据和去年 3 月份的数据进行比较） ● 要确保每次进行新分析的时候都下载全部的历史数据序列，以保证分析中所有的数据都使用了最新调整的因素 ● 有些季节性因素由于每年都在变化，因此不好调整。比如每年感恩节、复活节和中国农历春节日期。

(续)

概念	计算方法	考虑原因	解决方案
把每个月或者每个季度的比率进行年化：与季节性调整有一定的联系。例如，汽车销量等数据是会在每月或者每季度进行年化之后发布的	若发布的原始数据（有可能已经是经过季节性调整的数据）是月度数据，则乘以12；若为季度数据，则乘以4	此处最大的挑战就是要避免用月度数据和年化数据进行比较。如果你要根据月度汽车销量推算出月度汽车贷款的数额，那么你需要的就是月度汽车销量的数据，而不是年化的比率	<ul style="list-style-type: none"> ● 确保两组数据针对的是某数据点的同一时期，或者自己进行调整，确保是在进行同类比较
根据通货膨胀的情况作出调整：几乎所有以某种货币形式（比如零售业以美元表示其销售量）表示的数据序列都含有通货膨胀的因素，而以非货币形式表达的数据则不受通货膨胀的影响	报告中的名义数字是实际花费的美元总额，而真实数字则排除了通货膨胀的影响	如果一位投资组合经理向你咨询你所关注的行业需求的长期增长率，你会使用收入还是产品销量来计算呢？两者得到的结果可能会相差甚远。所以你的回答应该是“你想要哪一方面的？”或者你就把两个结果都提供给他	<ul style="list-style-type: none"> ● 在比较一个以货币形式表示的数据序列和一个以非货币形式表示的数据序列时，可能需要剔除通货膨胀的因素，否则比较结果将会意义不大 ● 永远都要清楚自己的数据序列有没有因为通货膨胀而被调整过
移动平均数：有些数据变化得太快，让人无法在每天、每周甚至每月的基础上进行判断。因此需要将它们转换成移动平均数，从而得到一个平滑的趋势	最近的数据也是平均数的组成部分，通常也是基于一定的时期例如过去10天或6个月来计算的	新数据点可能先于移动平均数的趋势向一个新的方向发展。那些也同时关注单一数据点变化的比只关注移动平均数的具有更强的竞争优势	<ul style="list-style-type: none"> ● 掌握移动平均数的计算方法 ● 如果是一个重要的数据序列，那么除了移动平均数之外，还要关注新增的每一个原始数据点
数据修改：根据抽样人口得到初步数据的数据序列通常都要进行修改。另外，由于季节性调整因素会随着时间的推移而变化，也会因此需要修改数据序列中所有的历史数据	得到更新、更准确的信息时，最初数据可修改为最终数据。或者，若存在季节性因素，随着计算得出新的调整因素，历史数据也需要相应修改	如果有人给你一个历史数据的电子表格，不要觉得它是百分之百正确的。也许在他下载的时候还是正确的，但是这个表格中的信息会因为之后的一些数据修改而无法继续使用	<ul style="list-style-type: none"> ● 在条件允许的情况下，要拿到最新的数据序列，以确保对所有数据都进行了调整（除非你也同时关注最初数据的准确性）

(续)

概念	计算方法	考虑原因	解决方案
各时期的可比性： 如果一个数据是以百分比的形式表示它从一个时期到另一个时期的变化率的话，那么与之对比的因素也应该使用同一时期内的数据	“季度销量 5% 的变化”可以是与上年同期相比的结果，也可以是与上季度同期相比的结果。如果是后者，则该数据可能已经经过了季度性调整，但也可能没有	这里会犯的错误就是用季度 GDP 的变化（通常是季度同期比较数据）和一家公司季度每股收益的变化（通常是年同期比较数据）进行比较	<ul style="list-style-type: none"> ● 在使用一个以百分比表示的变化数据序列时，要明确知道它是通过年同期比较还是通过环比得出的结果 ● 在理想状态下，使用基本数据（推出百分比变化数据的原始数据）以避免比较中的问题

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

使用回归分析法来提高预测水平

股票价格的波动的确在很大程度上是受预期收益或预期现金流变化的影响。正如我将在第二十章中讨论到的那样，这些因素一定不是影响股票价格的唯一因素，但却值得我们特别关注。因此，能对预测未来有帮助的模型就是一个至关重要的工具。证券分析师至少可以在以下两个方面运用统计学来提高他们的预测水平：

- 找到可以帮助其预测某一公司因素的宏观要素。
- 找到公司的财务预测中哪些内容是独立的，哪些会在预测中随着其他因素的改变而发生变化。

下面的例子向我们说明了应该怎样才能达到这两个效果。

专业统计学家可以使用强大的独立软件进行统计分析，但是大多数证券分析师除了 Microsoft Excel 之外，在工作中不需要使用别的软件。当然，如果你的统计学知识较为丰富，或者当你在处理一套大型数据或棘手数据时，你可能会想起来使用比较复杂的软件。很多学院派的统计学家都在使用 R 软件，可以免费下载，而且只要你愿意花上几个小时的时间来研究一下，也是非常好上手的。但是在本章中，我将只就 Excel 软件进行讲解。如果你正在使用，那么请确保 Analysis ToolPak 或 Data Analysis 已经安装在工具栏上（这取决于

你使用的 Excel 软件的版本,在某些版本中它们可能已经被安装好了)。

如果你对统计回归略知一二,你也许就想立刻着手开始工作。但是,这个领域内还有一个广为人知的概念——探索性数据分析,这对于了解你手上的数据的特点是很有帮助的。特别是在你把这些数据放在不同类型的图表中时,很多信息可能就会突然浮现出来,而这些信息是数据在表格里时不易被立刻察觉到的。首先,要使用散点图,这是含金量非常高的一种工具,可以帮助你找到两个变量之间的潜在关系。从传统意义上来说,横轴 x 上的是解释变量,纵轴 y 上的是反应变量。

散点图可能会揭示一个非随机的模式,反映出解释变量和反应变量之间的联系。在收集数据进行分析时,通常来说最好能尽可能多地收集到之前的数据,以此确保你至少能研究两个经济周期,并且尽可能使用最小的时间间隔(比如,至少 10 年的公司季度数据)。

在图 12-1 的例子中,该散点图显示任何解释变量和反应变量之间都只存在较弱的关系,或者也许根本无任何关系。从图中可以看出, x 轴上的位于 -10 到 $+15$ 之间的不同值几乎可以对应 y 轴上 -10 到 $+20$ 之间的任何值。我们确实可以通过这个图看出,当 x 在 $+15$ 到 $+20$ 之间的时候,所有 y 轴上的观察值都是正值,但是由于我们只有四组数据,还尚无法确认两者之间有着紧密的关系。总的来说,通过这个散点图我们应该知道统计分析也许并不总是能带来显著效果的。

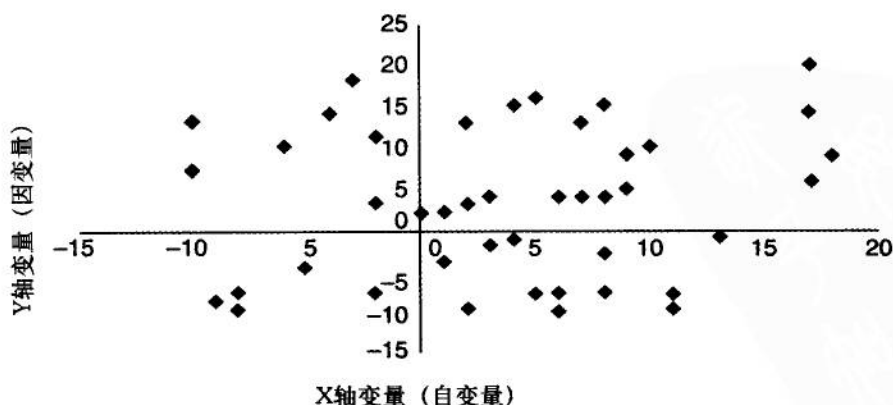


图 12-1 无联系的散点图

在 x 和 y 之间存在某种关系的时候，图 12-2 中的散点图就是我们会最常看到、最普通的模式：^①

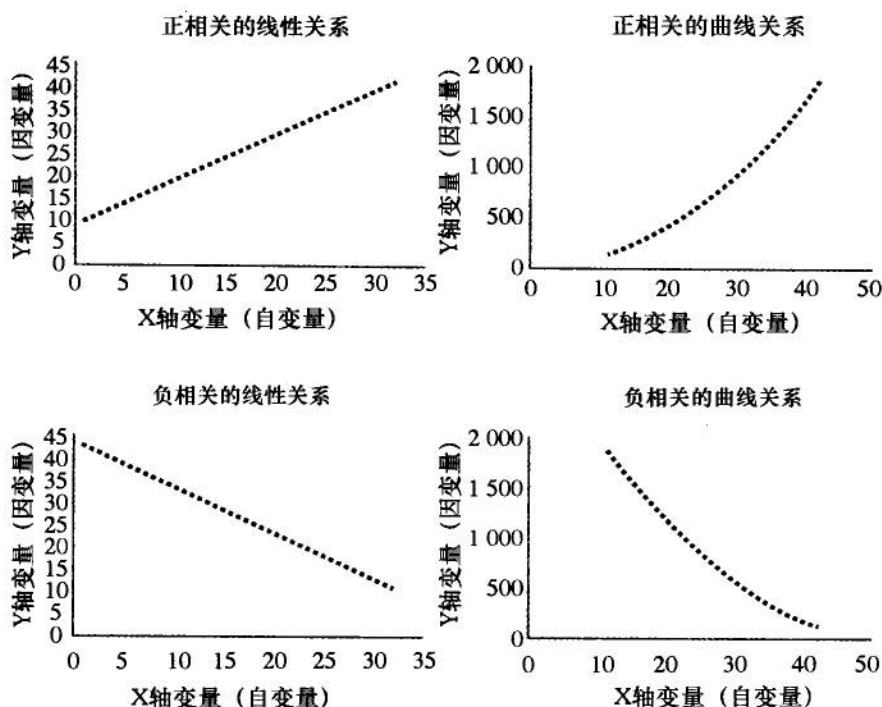


图 12-2 有联系的散点图

在决定了散点图是不是揭示了某种联系之后，证券分析师应该检查模型的方向、形状和变化。 x 轴和 y 轴上的变量增长是同方向还是反方向？这些模式看起来像一条曲线还是一条直线？另外，最后你是不是在主模式之外还发现了几个点偏离的比較远？统计学家把它们定义为极端值（Stine & Foster, 2010）。

^①也存在着很多其他的可能性。如果两个变量之间的关系随着时间的推移而发生转化，那么你也也许就可以在散点图中看到一个阶段性的变化。在某些情况下，你或许可以看到一条有多个拐点的曲线——平方数、三次方数以及其他奇怪的形状。有很多统计模型都可以来处理这些情况，但是它们都不在我们这次的讨论范围之内。如果你遇到了这些模型，不要盲目地用线性方法进行统计分析，这可能会让你的结果不可靠。找到那些统计学水平足够高的人来帮你，给你的分析提供建议。

通常，你使用的是经过一段时间才得到的数据，比如每季度的收入状况或每月的产量统计。在这样的情况下，你可能会想把这些数据按时间顺序排列，以便看出长期走势，或者发现其中是否存在季节性。

在检查两个变量之间是否存在某种联系的众多统计方法中，最常教授给大家的就是线性回归法，有时候也被叫做普通最小二乘法（ordinary least squares, OLS）。正如字面所示，线性回归假设 x 和 y 的关系接近直线，类似图 12-2 中左边的散点图。当散点图像右边的图一样存在一定曲率时，也许应该把其中的一个或两个变量都进行转化，这样它们之间就能大致呈直线关系了（Mills, 1991）。如果你要做类似的转化，那么使用回归法也许就能得到充分的细节性分析，帮助你作出预测。

问题举例：预测综合运输收入

一位证券分析师想要预测美国伯灵顿北方的综合运输收入（基本来自拖车车皮和铁路运输的国际集装箱业务），那么他首先就是要看看它的综合运输收入的数据序列，如图 12-3 所示。

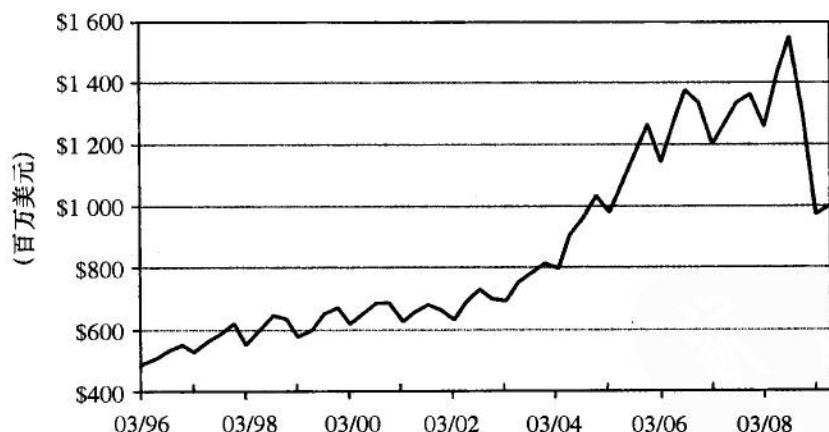


图 12-3 季度综合运输收入

该图显示，综合运输收入在 1996 年到 2003 年间增长非常稳定，之后在 2004 年到 2007 年间突然大幅增长，直到 2008 年出现急挫。当然，在 2004 年年初的时候，一位证券分析师只可能拿到 1996 年到 2003 年之间的数据，

因此是无法使用历史数据预测出 2004 年之后的更快增长的。与此类似，在 2008 年早期的时候，一位证券分析师只可能拿到 1996 年到 2007 年之间的数据，因此是无法预测到从 2008 年第四季度和 2009 年第一季度开始的急剧下降。

通常来说，在建立和测试统计模型的时候很有必要试一试“伪样本外预测”这一方法——比如，仅仅使用 2003 年年底之前的数据来预测这个模型在 2004 年会出现怎样的表现，或者仅仅使用 2004 年年底之前的数据来预测这个模型在 2005 年会有怎样的表现。总之，统计模型的预测性在趋势发生急转变化的时候表现较差，所以认识到它的局限性也是非常重要的。

图 12-3 中的图表显示，综合运输收入的走势呈锯齿形（波浪形）可能显示数据受季节性的影响。综合运输收入在每年下半年达到峰值，在第二年上半年又显著下降。某些统计学家使用统计学方法建立的时间顺序模型可能在分析时会很明显地考虑到季节性的因素，但是这也许对你的研究目的而言就并非必要了。

假设你想要测试一下是否可以通过宏观经济因素预测出美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司每季度的综合运输收入。你希望这个综合运输收入和行业产量有一定联系，这样你就有可能会选择关注每月发布的两个美国行业产量统计数据——耐用消费品制造和总汽车装配。通过散点图你就能发现在回归模型中预测美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的综合运输收入时，这两个变量中究竟哪一个更加合适。

如图 12-4 中的散点图所示，与汽车装配相比，制造指数看起来和美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的综合运输收入有着更紧密的联系。第一个散点图中的数据点紧密地排列在一起，这表明了这种关系的存在。与之相比，汽车装配和综合运输收入之间表现出的联系较弱，这一点从图中数据点的分散程度就可以看出。其中的原因其实非常明显，因为综合运输收入的范围很广，包括消费品和其他耐用品等，并不仅限于汽车零部件。

在第一个散点图中还有几个值得我们注意的地方。以本章之前讨论到的模型为例，里面的两个变量之间看起来有正相关的曲线关系。而且，尽管存在着一些异常值，整个关系看起来还是比较合理紧凑的。但是考虑到散点图

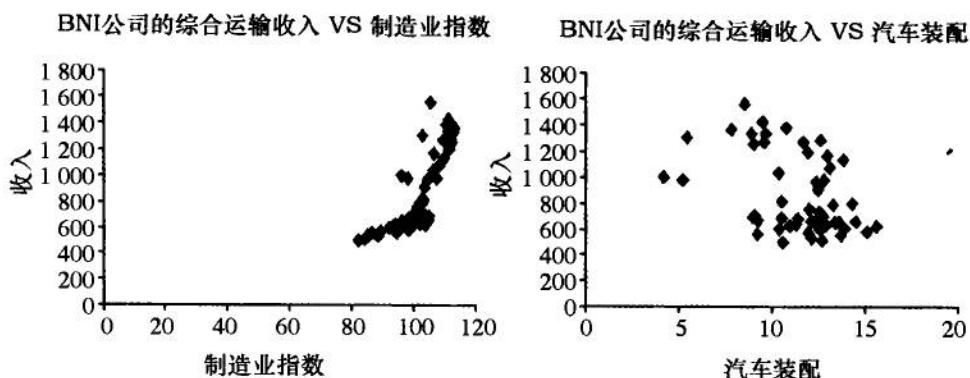


图 12-4 散点图举例

的特点，那么测试一下线性回归能如何解释这两个变量之间的关系也是非常合理的。

一个快速检验线性回归表现的方法就是在已建立的散点图上使用 Excel 中的回归线选项。正如所料，它并不能完全拟合曲线（参见图 12-5）：在纵轴上位置最低和位置最高的点倾向于落在线的左边，而中间的那些点则倾向于分布在线的右边。事实上，回归线在这里的表现并不是非常糟糕；在一些统计情景的可接受范围内，0.62 的拟合系数已经是非常高的值了。但是由于你已经怀疑综合运输收入和耐用品制造指数之间可能有非线性的关系，所以你可以对非线性关系进行调整。

这些结果表明，最好能对变量进行转化，让它们之间呈线性关系。使用对数方法转化解释变量和反应变量是一种比较简单的做法。以 n 为底， x 的对数在 Excel 中相应的命令是 $\text{LOG}(x, n)$ ；如果忽略 n ，那么对数底数自动取 10，对这里的工作来说还是可行的^①。取对数将会改变回归系数的解释结果。如果你只给 y 取对数，两者之间关系则可解读为： x 每单位的改变都与 y 的百分比的改变有关。与此相对比，如果你给 x 和 y 都取对数，那么这条

①以 10 为底取对数也是一个检测结果的简单方法。如果你采用的单位是百万美元，那么 2 位数的对数结果直接和亿美元单位相对应，同理 3 位数直接和 10 亿美元的单位对应，4 位数则对应百亿美金的单位。

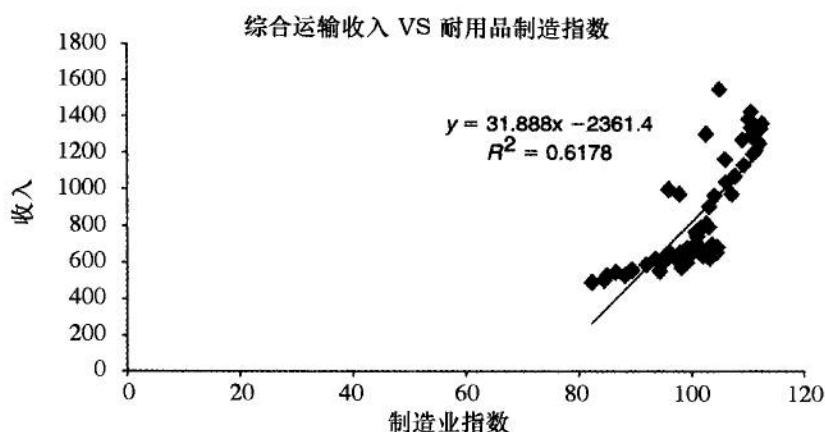


图 12-5 综合运输收入和耐用品制造指数的散点图及回归线

斜线在经济角度上可以被定义为弹性系数；换句话说，通过斜率你就可以大概看出 x 百分比上的变化是怎样影响 y 百分比上的变化的。在你处理诸如市场分别超过 1 亿美元、5 亿美元、10 亿美元和 500 亿美元涵盖范围极广的四家公司的数值时，取对数也会对你有很大的帮助。

使用 Excel 表格的回归工具之后，耐用品制造和综合运输收入的对数关系如表 12-2 所示。

表 12-2 耐用品制造和综合运输收入对数的回归输出结果

回归统计结果					
线性回归系数 (Multiple R)	0.81				
拟合系数 (R - squared)	0.66				
调整后的拟合系数 (Adjusted R - squared)	0.65				
标准误差 (Standard Error)	0.09				
观测值 (Observations)	54.00				
方差分析 (ANOVA)					
	Df (自由度)	SS (残差平方和)	MS (均方)	F (检验)	Significance F (显著性)
回归 (Regression)	1.00	0.74	0.74	100.63	0.00
残差 (Residual)	52.00	0.38	0.01		
合计 (Total)	53.00	1.12			

(续)

回归统计结果

	相关系数 (Coefficients)	Standard Error (标准差)	t 统计	P 值	下限 95%	上限 95%
截距 (intercept)	-4.26	0.71	-5.96	0.00	-5.69	-2.82
Log (制造指数)	3.58	0.36	10.03	0.00	2.86	4.29

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

把结果用图表的形式表现出来即得到图 12-6。注意观察综合运输收入的对数与制造业指数的对数在散点图上呈现的特征与原始散点图相比具有更强的线性关系。

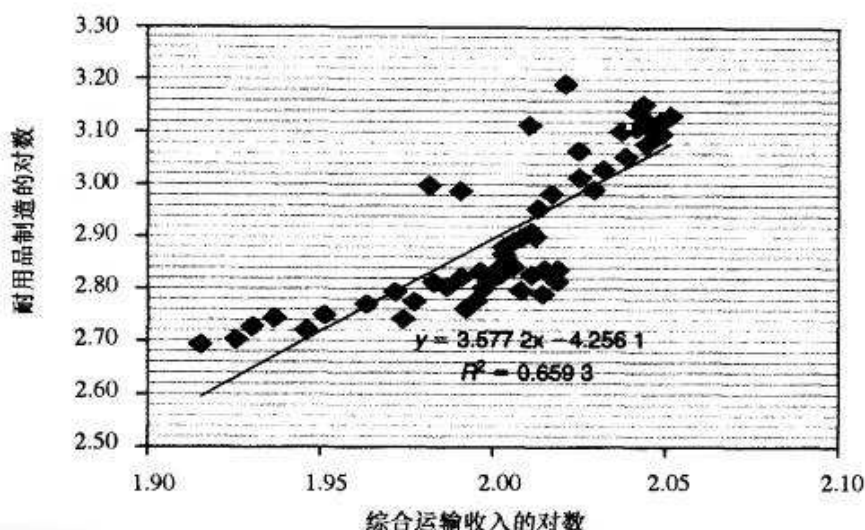


图 12-6 耐用品制造和综合运输收入对数的散点图及回归线

如上述讨论，由于综合运输收入和耐用品制造指数都被转换成了对数形式，可以从弹性的角度来解释 3.58 的斜率。换句话说，美国的耐用消费品制造指数每上涨 1%，美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的综合运输收入就会大致增加 3.6%。

你可能记得统计学课程上提到过的“拟合系数”这个概念，它反映模

型中解释变量的变动会对反应变量产生多少影响。Excel 报告在表 12-2 中的拟合系数值为 0.66, 这表明耐用消费品制造指数的变化可以很合理地解释美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的综合运输收入的变化。^①拟合系数值为 1 则表示解释变量的变化可以完美地预测反应变量的变化, 但是这并不适用于此, 而且 0.66 的拟合系数值表明还有其他因素影响综合运输收入。0.09 的标准误差说明, 如果你使用表 12-2 中的回归结果来预测美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司综合运输收入的增长, 那么结果最大可以偏差 9%。^②

在最后下结论确定耐用消费品制造指数和美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的综合运输收入有紧密的关系之前, 你需要调查一下是否存在自相关。如果在回归模型中使用历史宏观经济和金融数据, 比如制造业指数、销售额或者 GDP, 通常都会增加自相关作用的概率。这会导致对斜率、截距和标准误差的估算有误, 从而降低回归结果的预测能力。

检查自相关作用的一个方法就是使用回归的剩余误差——换句话说, 就是实际值和通过模型预测出来的数值之间的差距。Excel 可以自动生成回归剩余误差, 并且可以使用散点图的方式将这些数据与时间进行对比。如果这些剩余误差聚集在一起, 或者看起来是有规律地上下波动, 这就可能意味着两者之间存在着自相关作用。表 12-2 显示回归中的剩余误差显示在这个模型中可能存在着自相关作用 (参见图 12-7)。

①拟合系数是统计学术语中的一个有用的、快速的表示模型的解释能力。在不同的环境下, 变化范围广泛的拟合系数也是可以接受的。在工程学和物理学中, 模型的拟合系数数值经常在 0.98 以上。在金融和会计的学术研究中, 很多论文中的拟合系数值都在 0.10 以下。

②我们已经注意到了, 这里讨论回归时使用了所有的已知数据序列。为了能在一个更苛刻的条件下测试模型的预测能力, 就可以使用伪样本外测试方法。例如, 你可以只使用 2002 年 6 月时的已知数据来预测 2002 年 9 月的综合运输收入; 之后也可以只使用 2002 年 9 月时的已知数据来预测 2002 年 12 月的综合运输收入, 等等。通过这个方法, 我们可以更加细致地来检查该模型, 看出随着时间推移变化它对综合运输收入的预测能力的大小。例如, 与 2003 年以后的状况相比, 这个模型也许能更好地解释并且预测 2003 年之前的状况。还要谨记, 0.09 的标准误差对应的是收入数据的对数, 而不是收入的数据本身。

有些使用的标准回归诊断得到的结果看起来也非常能够令人信服。检验生产制造对数相关性的 t 统计值结果为 10, 这表明从统计学的角度来看, 两者之间有着紧密的关系。同时, 相关的 P 值是 0.00, 这也表明该相关关系是完全偶然出现的概率也是非常低的。

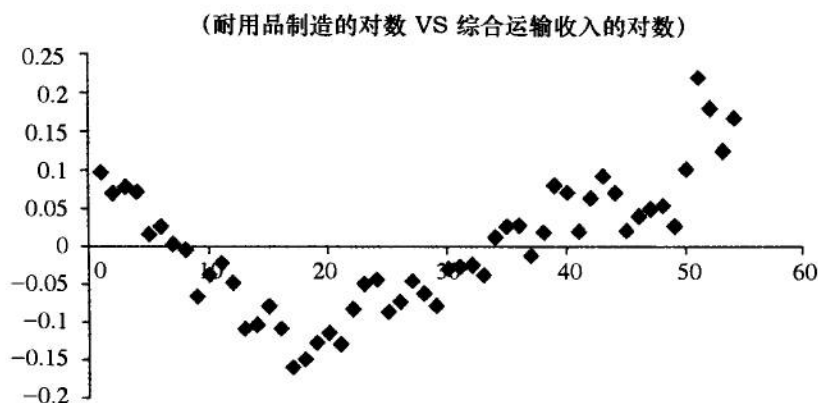


图 12-7 回归残差

解决自相关作用问题的一个方法就是给反应变量和/或解释变量取滞后值。在这种情况下，你将使用反应变量和解释变量的滞后数据；从本质上来说，这意味着证券分析师将使用两个变量先前时期的数据来预测当前反应变量的值。^①滞后变量可以通过把一个时期内的数据从它原来的位置转移出去而得出，比如 2002 年第二季度的反应变量与 2002 年第一季度的解释变量之间有关系。

根据 Excel 软件的回归工具，新模型中包括了耐用消费品对数的滞后值和综合运输收入对数的滞后值，关系如图 12-7 所示。

与表 12-2 中的第一个回归相比，表 12-3 中的第二个回归有更高的拟合系数值 (0.94) 和较低的标准误差 (0.03)。进一步看，由于第二个回归中的剩余误差点没有表现出任何规律化的分布，所以也就不存在自相关作用关系的问题了。

^①这也是作出预测的一个更加现实的方法。很明显，通过图 12-5 中的回归假设证券分析师已经知道了耐用消费品的季度指数值，然后可以使用这个数字来预测同一季度内的综合运输收入。使用滞后值得到的结果其实更加接近证券分析师实际得到的预测结果。

表 12-3 耐用品制造对数的滞后值和综合运输收入对数的回归输出结果

回归统计结果						
线性回归系数 (Multiple R)	0.97					
拟合系数 (R - squared)	0.94					
调整后的拟合系数 (Adjusted R - square)	0.94					
标准误差	0.03					
观测值 (Observations)	53.00					
方差分析 (ANOVA)						
	Df (自由度)	SS (残差平方和)	MS (均方)	F (检验)	Significance F (显著性)	
回归 (Regression)	2.00	1.01	0.51	413	0.00	
残差 (Residual)	50.00	0.06	0.00			
合计 (Total)	52.00	1.07				
	相关系数 (Coefficients)	Standard Error (标准差)	t 统计	P 值	下限 95%	上限 95%
截距 (intercept)	-0.55	0.39	-1.40	0.17	-1.33	0.24
Lag1 (BNI 综合运输收入对数)	0.86	0.06	14.63	0.00	0.74	0.98
Lag2 (制造指数对数)	0.48	0.26	1.83	0.07	-0.05	1.00

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

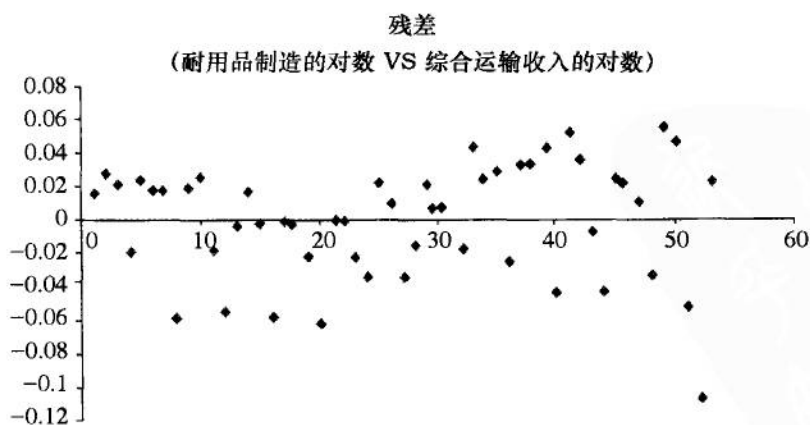


图 12-8 回归残差

第二个回归中的消费品指数的对数估计相关系数比第一个回归要低很多，其 t 统计量也较低， P 值较高。这并不意外。因为我们完全可以由上一个季度的综合运输收入预测出这个季度的综合运输收入，这是非常合理的。而且因为收入滞后值的解释能力较强，从统计学的角度来说，制造业指数发挥其影响力的空间也就相应变小了。

制造业活动对数的 P 值是 0.07，这个数字比通常的目标值 0.05 要略高一点。但是，这个模型更加直观，而且总的来说它的解释能力比第一个回归要高一些。所以从证券分析师的角度来看，对于预测工作来说，这个模型可能已经足够好了。

使用多变量回归分析法区分金融模型的重要性

证券分析师的模型可以做得非常复杂，有时候在每一个季度当中包含了 30 个或者 30 个以上的数据（我见过最多的有 100 多个）。使用统计分析法可以帮助我们找到最需要密切关注的假设。与其在收入模型的每一个变量上都花费同等的时间，倒不如使用统计学方法区分出哪些变量需要更多关注，以及哪些变量会随着其他变量的变化而变化。多变量回归法可以估算出每个解释变量（ x ）是怎样独立影响反应变量的，从而真正帮你找到最重要的变量（Stine & Foster, 2010）。

假设证券分析师想要从统计学的角度进行测试，找出哪些成本项目是变化的，哪些又是固定不变的；换句话说，哪些看起来与收入的变化相关，哪些看起来是独立增长的。表 12-4 中的例子来自一家大型铁路公司的相关 Excel 表，证券分析师拿到的数据包括从 1996 年 3 月到 2009 年 6 月每一季度的薪资、津贴、燃料费用、设备租赁费用、购买服务费用、材料费用和其他费用。

使用多变量回归法可以找出哪些成本项目可被当做成本变量。令 y 为收入、 x 为不同的成本项目。要找到哪些项目成本在统计学上与货运收入有关，就要看一看这个系数相关的估计系数和 P 值的具体数值。

表 12-4 运输收入 VS 费用项目的输出结果

回归统计结果						
线性回归系数 (Multiple R)	1.00					
拟合系数 (R - squared)	0.99					
调整后的拟合系数 (Adjusted R - squared)	0.99					
标准误差 (Standard Error)	82.81					
观测值 (Observations)	54.00					
方差分析 (ANOVA)						
	Df (自由度)	SS (残差平方和)	MS (均方)	F (检验)	Significance F (显著性)	
回归 (Regression)	5	33300197	6660039	971	0.00	
残差 (Residual)	48	329138	6857			
合计 (Total)	53	33629336				
	相关系数 (Coefficients)	Standard Error (标准差)	t 统计	P 值	下限 95%	上限 95%
截距 (intercept)	153.24	208.81	0.73	0.47	-266.59	573.08
工资及福利	1.47	0.49	2.99	0.00	0.48	2.46
燃料	1.38	0.10	14.23	0.00	1.18	1.57
设备租赁	2.83	1.08	2.62	0.01	0.66	5.00
购买服务	1.69	0.45	3.77	0.00	0.79	2.59
材料和其他	-0.98	0.71	-1.38	0.17	-2.42	0.45

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

根据表 12-4 中的回归结果来看，我们可以总结出薪资、津贴、燃料费用、设备租赁费用、购买服务费用都与运输收入高度正相关。这些费用项目的估计相关系数均为正值，这意味着它们和收入的变化方向相同，而且它们的 P 值都在 0.05 以下，这也表明这些估计相关关系中，任何一个属于完全偶然出现的可能性都不足 5%。

相反，材料费用和其他费用的估计系数呈现负值。仅仅依靠逻辑判断，你也许会怀疑一个呈负值的估计相关系数；这表明在收入增加的时候，材料成本会随之下降。另一种解释就是认为材料成本是一个定量而非一个变量，这种解释看起来会更合理一些。材料成本和其他成本的估计相关系数的 P 值

为 0.17，这就表明从统计角度来讲，成本项目和收入之间没有很紧密的联系。

此时，证券分析师就可以考虑把每个成本项目——而不包括材料——的增长率与收入的增长预测联系起来。不过，就算不想把这些因素联系起来也是合情合理的（比如燃油，这个可以通过原油现货价格作出更好的预测）。但是这会是个良好的开端，让自己习惯把事物联系起来，尤其是把那些较小的成本项目联系起来。这样，证券分析师在每一次回顾这个模型的时候，所需要的假设的数量就会大大减少。

现实检查

我们在这里最后一个要探讨的领域和统计学的联系要稍弱一些，而基本上是要确保一个从下至上的预测可以和一个从上至下的预测相吻合。证券分析师，尤其是卖方分析师，总是倾向过分乐观地看问题（这一点也要在第二十一章中进行讨论）。为了有利于进行现实检查，就要定期地看一看你的未来预测和过去实际的对比是什么样的结果。这看起来好像是很容易的事情，但是当你面对的一个季度模型就有超过 75 行数据的时候，你也许就不会去关心长期问题了。在你的业务手册里用标签标出来关键标准的历史数据（比如，收入的绝对利润率水平和增长率，以及每股收益等）和你在估值投资年限内的预测假设。

如果在你的预测中出现了一个“曲棍球球棍式”的拐点，那么就最好能找一个合理的原因来解释它。也许你非常了解这个拐点的成因，并且因此作出了一个很出色的股票购买推荐，但是你一定要确保自己做过功课，保证这并不是一时受他人主观看法的影响而作出的判断。记得有一次为联邦快递的快递部门做模型时，我表示他们的利润会增长 10%；他们都对此表示怀疑，因为图表上显示他们的利润在过去的 11 年中有 9 年都在 6% ~ 6.5% 之间波动。这也提醒我需要做一些额外的工作来证明我的观点。但是，这一切都是值得的，随着这家公司的业绩突破了其历史范围，其股票也创出了历史新高。

在结束讨论这一套最佳实践方法之前，我必须再再一次强调之前提到的一点：如果正确使用统计工具的话，我们可以获得更多的观点并且能节

省大量的时间。但是如果你的工作中需要基本统计学以外的知识，已经超过了我们在这里讨论的范围的话，就一定更要找一个全职的专业人士来协助你，因为无论有意无意，非统计专业的人错误使用统计方法比正确使用要容易得多。

表 12-5 最佳实践指南（技巧）：使用回归分析法提高预测水平

1. 使用回归分析法确定一个时间序列是否有助于预测另一个时间序列。
2. 在获取数据序列的时候，尽可能多地收集到之前的数据，以此确保你至少能研究两个经济周期。
3. 保证数据的可比性。如果是以百分比的形式表示的，两者之间存在可比性吗（年同比还是季度同比）？如果一个数据序列是根据季节性调整的，那么另一个是否也是？如果是的话，是否所有的历史数据都已及时更新，反映的是最新的根据季节调整后的因素？对于诸如零售业销售额等以货币表示的数据，是否需要去除通货膨胀的因素？
4. 使用多种不同的方法来检查你的数据，确保它们所表示的含义简明易懂。从时间的角度找出季节性、阶段性改变或其他可能需要特殊处理的特别之处。
5. 如果你认为回归模型可能暗含某种观点，那么就用这两个数据序列建立一个散点图，看看是否存在某种关系。如果没有，就此止步。
6. 如果看起来存在某种曲线关系，可以考虑使用对数方法或其他合适的数学方法对数据进行转换。然后在散点图中绘制转换后的数据，看看是不是较之前的线性关系更明显。如果还心存疑虑，可以求助统计学专业人士来帮助你解读转换之后得到的散点图。
7. 使用两个数据序列建立一个回归。从输出结果来看拟合系数（R-squared）。总的来说，出于建立财务模型的目的，如果拟合系数超过 80%，就可能存在某种紧密的联系。如果拟合系数非常小，则可以考虑使用其他的统计方法。
8. 使用残差建立散点图来发现自相关作用。如果存在某种模式关联，那么尝试使用某数据序列的后滞数据并再次回归，看看这样残差的关联模式是不是可以消除。
9. 如果可以消除自相关作用，还要检查一下估计系数的 P 值是否低于你的心理承受度，通常来说大家能接受的都是在 5% 左右（或者换算成 P 值，即为 0.05）。5% 以下的 P 值表示，解释变量和反应变量之间的联系不是靠偶然出现的可能性为 95%。
10. 把回归转换为可以用来作出预测的公式。要当心回归估计可能无法在通货膨胀时期作出很好的预测。
11. 在建立财务预测时，尝试使用多变量回归法来找出与关键因素高度相关的项目，比如收入或销量等。当有紧密关系存在时，建立一个模型将其关联起来，而不要在每季度都单独对每个因素作出预测。

(续)

12. 在你的财务预测表格中建立标签，用图表的形式表示你对收入、每股盈利和自由现金流等关键因素的预测与历史数据（越久越好）的对比结果，来判断你的预测是否高于或低于市场趋势。
13. 如果你对要使用的统计工具模棱两可，就要寻求统计专业人士的协助。不然你会很容易犯错误，也会因此让你的预测结果和观点产生偏差。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第十三章 问卷调查

简介

需要对独家观点进行处理才能创造超额收益，实现这个目标最好的方法之一就是业内专家和市场参与者进行问卷调查。但不幸的是，这也是在时间和预算方面花费最多的工作之一；所以进行问卷调查之前一定要三思而后行。通常来说，一个问卷调查需要的资源水平是由这个问卷调查的正式程度所决定的。简单的情况下，或许只是和五名买方证券分析师随便聊天，问问他们“你觉得市场会认为这家公司本季度盈利会超预期吗？”复杂的情况下，也可能需要设计一套含有 50 个问题的在线问卷，让 20 000 名业内专家来解答。（但是我们接下来会讨论到问卷的长度问题，最好不要有 50 个问题那么长。）

进行问卷调查的最佳实践指南

我在职业生涯中经历了频繁的问卷调查，基于个人经验和对其他业内人士的访问，我总结出了以下有关正式问卷调查的一些最佳实践方法：

- 进行一项问卷调查需要做大量的工作。因此，问卷调查研究的对象一定要围绕着你所关注的股票的关键因素，而且要针对那些需要综合多位专家的意见才能得到答案的问题。如果一名证券分析师试图了解一项正在审议的新法案对一个行业的影响的大小，可能通过和华盛顿的两三个专家交谈就可以得到最好的答案，而不需要花大量时间来进行一个问卷

调查。

- 决定谁将管理整个问卷调查过程。必须有人负责这个问卷调查，才能确保它顺利地进行下去。如下最佳人选将会根据问卷调查的规模和复杂程度而有一定的差异：
 - （负责行业的或所调查对象的）公司内部证券分析师。
 - 专门为证券分析师工作提供支持的公司内部人士。
 - 精通问题设计和结果分析的问卷调查统计学家（可以通过高校或者诸如 LinkedIn 的统计顾问小组聘请）。
 - 问卷调查公司的全职项目经理，他可以主导整个问卷调查，从问题设计到最终的结果分析（要努力找一个精通结果分析的人，因为有些全职项目经理其实主要负责软件设计或网页设计，他们的统计学知识非常有限）。
- 根据在前几步中作出的决定，大概对所有步骤所需要的时间作出预算。这个问卷调查直到它被当做一个事后事项来对待的时候才算彻底完成。如果是仅靠自己来进行问卷调查，就要确保已经提前安排好了分析结果的时间。我的团队在七年的时间里，每半年就要进行两次大型问卷调查，如果我们没有在时间表上事先腾出两三天的时间作结果分析的话，我们就不得不把公布问卷调查结果的日期比原计划推迟一到两周，这就会让我们的问卷调查结果不再新鲜。
- 决定寻找潜在抽样调查对象的地点和方式。根据你的设计来看，适合回答这个问题的人群是真实存在的吗？如果有，你是否能拿到一份该人群的详细联络方式清单？联络每个人的成本是多少？你要确保潜在的抽样调查对象的确知道问题的答案。
- 收集问卷调查参与者。在整个职业生涯中，我和业内两家大型出版商合作，同时我也在出差的过程中尽量收集联络人详细信息。最后，我的名单上有超过三万名联络人的详细信息。以下是一些收集问卷调查参与者信息的方法：
 - 在互联网上加入各种“实践社区”，比如 LinkedIn 网站上的专业小组。这些网络社区中就会有符合你要求的人，可以回答你的问卷调查中的

问题。各个小组的实际情况都有一定差别，你也许需要联系小组创始人或小组管理员之后才能发布一个问卷调查或者拿到发布问卷调查的许可。

- 与行业协会、行业期刊、杂志或者博客写手联手合作。这个方法是我个人非常推崇的，它的效果也是最棒的。虽然这需要你投入一定的时间，但是在和几家最重要的行业期刊的编辑谈话之后，他们大多会同意把我的在线问卷调查链接发给他们的订阅用户。我需要提供从这次问卷调查中总结的观点作为交换，而他们也可以把这些观点作为素材应用在自己的期刊之中。由于我们双方都需要寻找关键因素的信息，所以这对于我们来说的确是个双赢的做法。因为他们的订阅用户和我的客户群并没有太多的交集，所以我们之间也并不存在相互竞争的关系。经过一段时间的积累，我已经把两家大型行业联合会的成员都加入到了我的参与者名单中。礼尚往来，我也把我的问卷调查结果提供给了这些行业联合会的成员。
- 购买一份名单。现在有一些名单服务公司在出售此类信息，ZoomInfo 和 LinkedIn 就有类似的业务。另外，一些专家网络公司也收集了很多优秀参与者的信息，做成名单提供给他们客户。
- 在行业展览、实地考察和同其他人的互动中也可以收集到参与者的信息，或者从调研过程中接触到的专家那里收集相关信息。
- 试图评测买方意见的卖方分析师也可以把问卷调查发给他们的客户。
- 确定要多少人回复了这份问卷调查才能得到可靠的统计数据。
- 在设计问题的时候要注意以下几点：
 - 提出几个最关键的必答题。除了有偿问卷调查之外，必答题最好不要超过 10 个。要知道，问题越多人们放弃参与调查的几率就越大，所以每多问一个问题你面临的风险也就越大。如果一个问题的答案与关键因素不相关，或者事实证明这位受访者不具有回答该问题的资格，那么你在此花费的努力就没有意义了。
 - 为了让受访者多回答几个问题，你可以把问卷问题分成两个部分：① 必答题部分；② 选答题部分。在进行问卷调查的时候，给受访者一定

的自由度，让他们来决定是不是要回答第二部分的问题；我发现，参与我在线问卷调查的受访者中，超过八成的人都愿意回答第二部分的问题。

- 避免提出诱导性问题，比如，“你觉得明年的投入成本会增加多少？”（它们完全有可能下降。）
- 要注意提问方式，保证可以得到量化的答案（比如，要求对某个事物作出评级或评分）。避免提出无法得到量化数据答案的问题，这不仅不利于进行数据分析，也无法在将来的问卷调查中进行时间序列分析。比如，与其问一个公司的客户，“您觉得明年会不会涨价？”倒不如把问题换成，“您预计明年价格的涨幅或跌幅会是多少呢？”第一个问题的回答仅仅会是一个简单的“是”或“否”，但是第二个问题就能让受访者给出量化的答案，可以是平均数、中位数或者众数，这对于制作模型和日后的问卷调查对比来说都是非常有帮助的。
- 先设计问卷调查草稿，并分析得到的模拟答案，看看你能不能获得与关键因素相关的量化数据，得到希望得到的预期结果。如果不行，就回过头来重新设计问题。

● 在线问卷调查的注意事项：

- 选择一个服务供应商。虽然现在有不少像 SurveyMonkey.com 这样的自助网站可以提供不错的 DIY 程序，但我还是会选择和调查公司合作，让他们来为我全程管理整个在线问卷调查。这样做的优点显而易见，我可以提出一些很复杂的分支问题，但同时也需要一笔费用（每设计一个问卷调查就会花去 5 000 美元），而且由于每当需要作出改变的时候我都要和供应商进行沟通，所以如果要修改问卷调查表格的话，需要的时间就会多出来一两天。一些专业的网络公司可以帮助你设计问卷调查，并能提供受访者名单（Gerson Lehrman Group 公司每年帮助客户做的问卷调查超过 2 000 次）。
- 以下是在线问卷调查中需要特别注意的几个地方：
 - 一家大型问卷调查软件和分析公司 Vovici 表示，“在一个人点击邀请进入之后，你只有不到八秒的时间让他对这个问卷产生好

感，吸引他完成这次调查。”因此，有必要添加一个简明的封面页（见表 13-1），并阐明以下信息：

■ 问卷调查的目的

■ 受访者会得到什么好处

■ 所有的数据和受访者的个人资料的使用方法或保密方法

——尽量在每一页上只设置一个问题。这样一来，在受访者答完一道题目之后点开下一页时，他/她的每一个答案都可以自动保存；否则，如果一页上有五个问题，不管出于什么原因，如果受访者没有答完五道题就放弃调查，那么他之前的答案就都无法保存下来了。

——在每一页上都设置一个调查进度提示，告诉受访者他已经完成的问卷比例。

——每次仅允许一台电脑对同一个问卷调查作答一次。如果有些人想要在同一台电脑上第二次参与一个问卷调查，故意干扰结果，他/她就无法得逞。

- 在问卷调查结束的时候，询问受访者“你希望加入我们的专家网络吗？”留出让受访者填写姓名、电话号码和电子邮箱的地方。在我的团队的每半年问卷调查中，我们会收到大约 400 份回执，其中有近 40% 的人都愿意加入我们的专家网络。这就意味着我们会有 150 多名联络人，可以给他们打电话讨论我们所关注的公司的服务和价格问题。
- 对于较大规模的问卷调查来说，先对一小部分人进行预调查，以确保问卷中没有模棱两可或者含糊不清的问题。这同时也可以排除在线问卷调查在网络上的技术问题。
- 分析结果也有很多方法可以选择：
 - 如果数据非常直白，那么 Excel 软件就足够用了，效率完全可以得到保证。
 - 较为复杂的问卷调查往往需要通过多个选择题的答案组合得出结论，对此我们往往就需要投入更多，比如聘请一位大学统计学教授（或研究生），或者使用问卷调查公司的内部资源来帮助我们处理结果。他

们可能会使用比 Excel 软件更强大的统计工具。

- 如果真的不存在任何结论，就不要妄下结论。这种情况在我们的半年问卷调查中出现的可能性很高，但是因为我们付出了大量的精力，所以都希望能有一个结果。但是总有一部分问卷调查是无法归纳出一个完美的结论的。
- 记录下那些应该被提出但是却没有提出的问题，方便在下一次问卷调查中提出来。
- 如果一次股票购买推荐或一次交易是根据问卷调查的结果作出的，那么就要赶在这个观点在市场上被广泛传播之前尽快完成。
- 卖方分析师在写有关问卷调查的报告时，应该把重点放在关键因素的投资结论上，要避免写出的文章总围绕着进行问卷调查的方法而展开。这是大家经常犯的一个错误。
- 在作出股票购买推荐或者完成交易之后，把问卷调查结果发布给所有的参与者。如果有可能的话，不要发给那些收到邀请但却没有参与问卷调查的人。如果受访者发现这个结果有一定深度，那么以后他们参与你的问卷调查的可能性就会更高。
- 完成问卷调查之后，和每一位愿意加入你的专家网络的受访者进行一对一的讨论，你或许还会捕捉到一些在问卷调查中没有发现的新火花。
- 对于有规律的问卷调查，尽量在每个阶段的同一时期进行。这样受访者就会开始逐渐期待下一次问卷调查，并且做出相应的准备。

表 13-1 在线问卷调查的封面页举例

[提供证券分析师所属的公司名称，如适用的情况下提供设计问卷的合作伙伴机构的名称] 进行该调查是出于 [调查目的——要写得引人入胜，以使得参与者希望看到调查结果]。本次调查将占用您不到 [说明回答问题所需的时间，而且最好不要超过 10 分钟]。我们将在统计完成之后将调查结果发送至完成调查的人士。作为对参与本次调查的回馈，您将有机会在回答完所有问题之后 [登记注册收到某种小礼品——可以是少至 5 美元的礼品卡。卖方分析师还应该提出，如果参与者为非公司客户，还可将其加入到自己的信息发布清单上。] 为了帮您更好地了解本次调查的目标，我们也提供了先前调查研究结果的样例供参考 [如果能增加参与者的信任度，则可以公布]。

(续)

作为一名证券分析师和一份受众面极广的业内期刊，我们进行本次调查是为了能加深对市场的了解。敬请放心，我们不会通过本次调查向您做任何推销，也不会劝您更换现用的任何产品或服务。您可在下文中看到有关先前调查的结果，我们对所有参与者的个人信息严格保密。我们不受任何本次调查中所提及的公司的资助。我们不会出售任何个人反馈资料，也不会将反馈结果传送给第三方。如有疑问，请通过下方的联系电话或发送电子邮件向我们咨询。

如果您并非 [给出本次调查对象应有的职位或职业特点，比如采购经理或深谙深海石油钻井的专业人士]，请勿参与本次调查。

请于 [提供一个 10 天之内的截止日期；大多数受访者都将于 48 小时内完成调查] 之前完成本次调查。

我们诚挚的感谢您的参与。

[组织本次问卷调查各机构的资深人士的姓名、电子邮件地址和手机号码——这能大大增加问卷调查的可信度，可以极大地调动受访者参与的积极性，而且几乎从来都不会有人给这些人打电话或发电子邮件。另外，在每位资深人士姓名下方添加其所属机构的 logo，也可以提高可信度。]

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

表 13-2 最佳实践指南 (技巧)：通过问卷调查获得独家观点

调查问卷的步骤：

1. 确定在你指定业务领域内的某只股票的关键因素只能通过综合众多专家或者大量市场参与者的意见才能得到相关观点。
2. 确定是否可以通过和几位受访者的电话访谈就能得到精确的观点，还是需要范围更广的书面调查。
3. 决定谁将管理整个问卷调查工作，最佳人选有以下几种可能：
 - a. 负责该行业或公司的证券分析师。
 - b. 专门协助证券分析师工作的公司内部人士。
 - c. 精通调查问卷过程管理的统计学家。
 - d. 提供问卷调查服务的公司可以负责整个问卷调查过程。
4. 证券分析师应该提前安排好进行问卷调查和结果分析的时间。即使是通过外包进行的问卷调查也要做到这一点，因为整个过程中都需要用到证券分析师的专业技能。

(续)

5. 收集一份高质量的问卷调查参与者名单。该名单可能来自于：
 - a. 互联网上的各种“实践社区”，比如 LinkedIn 网站上的专业小组。
 - b. 行业协会、行业期刊、杂志或者博客写手等合作伙伴。
 - c. 从现有的名单服务公司或相关专家网络公司购买一份名单。
 - d. 在会议或会展等行业活动中收集到的相关信息。
6. 在设计问题的时候要注意以下几点：
 - a. 提出几个最关键的必答题。
 - b. 为了让受访者多回答几个问题，把问卷问题分成两个部分，第二部分的问题设为选做题。
 - c. 避免提出诱导性问题。
 - d. 要注意提问方式，保证可以得到量化的答案（比如，要求对某个事物作出评级或评分）。
 - e. 先从设计问卷调查草稿中分析得到的模拟答案，看看能不能通过设计的问题得到预期结果，获得与关键因素相关的量化数据。
7. 在线问卷调查的注意事项：
 - a. 选择一个服务供应商，可以是提供 DIY 程序的自助网站，也可以是提供全部服务的专业机构。
 - b. 在线问卷调查中需要特别注意的几个地方：
 - (1) 添加一个简明的封面页，并阐明问卷调查的目的、受访者会得到什么好处以及所有的数据和受访者的个人资料的使用方法或保密方法。
 - (2) 在每一页上只设置一个问题。
 - (3) 在每一页上都设置一个调查进度提示。
 - (4) 每次仅允许一台电脑对问卷调查作答一次。如果有些人想要在同一台电脑上第二次参与某一问卷调查以故意干扰结果，他/她就无法得逞。
8. 在问卷调查结束的时候，询问受访者是否愿意接受后续访问。
9. 在条件允许的情况下，事先对一小部分人进行预调查。
10. 对调查结果进行分析，有需要的话可以聘请专业人士帮忙。
11. 如果真的不存在任何结论，就不要妄下结论。
12. 记录下那些应该提出却没有提出的问题的，方便在下一轮问卷调查中提出来。
13. 如果要作出一轮股票投资推荐或一次交易的话，动作要快。
14. 卖方分析师在写有关问卷调查的报告时，应该把重点放在围绕关键因素的投资结论上，要避免写出的文章总围绕着进行问卷调查的方法而展开。

(续)

15. 在作出股票投资推荐或者完成交易之后，把问卷调查结果发布给所有的参与者；不要发给那些收到邀请却没有参与问卷调查的人。
16. 对于有规律的问卷调查，尽量在每个阶段的同一时期进行。这样受访者就会开始逐渐期待下一次问卷调查，并且做出相应的准备。
17. 完成问卷调查之后，和每一位愿意加入专家网络的受访者进行一对一的讨论，你或许还会捕捉到一些在问卷调查中没有发现的新火花。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第十四章

通过法务会计发现检疫旗信号[○]

引言

在理想状态下，证券分析师是无所不知无所不晓的。他们了解公司内部状况的各个方面，包括其处理会计问题的保守程度和开放程度。虽然大众媒体都期望证券分析师具有超人的洞察力，能用千里眼看穿管理层脑子里都在想些什么，但是这确实大大超出了众多证券分析师的能力范围。在一般情况下，当发生财务欺诈行为时，公司甚至往往都能逃掉自家审计师的法眼。但是这到了媒体眼中就变味了，媒体总觉得是由于证券分析师的工作中遗漏了某些东西才导致这个问题出现的。

我并不是说证券分析师就应该忽略会计，而是说他们应该期待发现一些本身就存在的事物：某些早期就可以看到的问题正在滋生的信号，我想把它们叫做检疫旗信号（yellow flags）。在我出版的一份报告中曾经很谨慎地质疑了我关注的一家公司，他们的会计报表中出现的税率低得不太正常，我暗示他们这一点是非常站不住脚的（几年之后，这家公司计提了一大笔费用，承认其曾使用的税率被人为大幅调低）。

发现这些问题需要大量的时间，而且在某种情况下来说，这是需要特殊资源的。在摩根士丹利，我们有一个全球估值和会计小组（Global Valuation and Accounting Team, GVAT），其成员均是某大学现任或者前任的教授和一

○本章由我和圣地亚哥大学会计专业副教授芭芭拉·洛吉博士（Dr. Barbara Lougee）共同编著。

些其他在发现此类问题方面的资深人士。如果在公司内部没有任何资源能专门帮你发现会计方面的不正常现象，那么可以选用以下几个方法：

- 在你的财务分析过程中自己设置一套规则来发现检疫旗信号。
- 雇用一家专业公司帮你寻找会计方面的问题。
- 接受现实，承认你其实不太可能发现这类问题。

我不提倡选择最后一种方法，但很不幸这正是很多证券分析师的选择。

想要发现检疫旗信号，就要求证券分析师了解并且关注那些可以得到每一个重要财务报表科目的经济交易。如果你不清楚某个科目是如何产生和进行衡量的，那么就要去搞明白。管理层有时候会利用会计准则的灵活性对某些财务报表中的科目进行变通处理，以便实现他们的财务报告目标。在这样的情况下，如果你知道怎样可以通过使用会计准则来衡量价值，你就能够快速识别这些科目。在你足够透彻地了解到应有信息，确定某一科目被严重曲解的可能性之前，一定不要放弃，要提出问题并且要坚持不懈地问下去。对于这些被严重曲解的数据，要先对其进行调整，之后再用到自己的分析之中。这一步骤对于避免不准确的估值和错误的推论来说有着至关重要的意义。除了我们在这里讨论到的最佳实践方法之外，在该领域中最好的资源就是霍华德·施利特博士（Dr. Howard Schilit）^①和杰瑞米·皮勒（Jeremy Perler）^②先生合著的《超级财务骗术》^③一书，目前已经出到第三版了。另外，市场数据提供商也有一些工具可以有助于加速公司财务数据的评估（StarMine Professional 在该领域内对大多数公司进行了一个“盈利质量”评级，其中包括了一系列财务标准）。

①霍华德·施利特博士是美国财务研究分析中心（CFRA）总裁、注册会计师、当今检测误导性财务诡计的权威人士。——译者注

②杰瑞米·皮勒先生是财经研究和分析中心（CFRA）会计学研究智囊团成员、注册金融分析师。——译者注

③《超级财务骗术：揭秘财务史上七大骗术三十种手段》，英文原名 *Financial Shenanigans*。由上海远东出版社于2006年出版发行。——译者注

评价财务报表操纵的压力

有些公司承受着巨大的压力，不得不把他们的财务数据弄得好看一些，这时候它们就更有可能把会计规则中的灵活性发挥到极致。证券分析师对会计了解得越多，就越能理解这其实既是一门艺术又是一门科学。会计准则有上千页之多，但是最终管理层还是常常能非常灵活地对它们做出解释。以下这些常见的情景都给管理团队带来了很大的压力，让他们不得不采纳更加激进的会计政策：

结束高增长

这家公司是不是有很大的压力要保持收入和收益的高增长率？几乎每一家公司在这一方面都有一定的压力，但是如果这家公司的股票估值乘数高得不正常，那么就很有可能是由于过高的增长预期所致。在这样的情况下，管理层也许就会用错误的方法粉饰其财务报表的结果，从而保持这个估值乘数不变。

尚未出售的管理层股票

通常在一家公司 IPO 之后，管理层都会有一大批股票在一定时期内限制出售。他们有强烈的动机在股票全部售完之前隐藏所有关于公司的负面消息。假设你就是公司高管层的一员，周围的大多数同事都是这家公司的创始人，他们都把自己未来的梦想寄托在了 IPO 后的股票兑现之上。那么他们会突然在会计问题上采取保守立场来给自己制造麻烦吗？在 IPO 的时候，要确定什么时候销售限制（通常叫做锁定，lock-up）到期，然后在接近那个日期的时候仔细审查会计方面是否有不正常的情况出现。如果锁定早就到期了，那么也还是要回头看看在那个时期内公司的会计政策有没有发生任何变化。这一点也是非常有意义的，因为这可以告诉你公司的管理层在这样的情况下会作出什么样的反应。

过多的基于股票的激励

虽然以上我们讲的那些问题都是基于在一次性股票出售的基础上的，但是这个问题也包括了一家公司经常性地使用大量股票来吸引并保留人才的情

况。如果公司的经理收到一大份（或者是一大笔美元）股票或者股票期权形式的公司激励，那么他们在维持这家公司股票价格上涨方面就会更有动力。如果高管层的薪酬中有超过 50% 是通过股票支付的，他们就有充分的理由来关注这只股票。委托书中会包含对公司收入最高的五个人的薪酬的详细信息。^① Capital IQ's ExecuComp 数据库就含有诸多上市公司高管的薪酬数据。

违反债务契约

这家公司是不是有可能违反债务契约？要想获取关于债务契约的信息，就可以参考这家公司 10-K 表中的长期借款科目。通常来说，债务契约中都明确规定了运营资本、资本净值、流动比率或者息前税前折旧摊销前利润的最低水平，并且会阻止一些诸如发行新债等交易的发生。如果一家公司即将违反其债务契约，那么它就很可能寻求通过对财务报表的操纵来避免债务违约的情况出现。

需要资本以求得生存或者保持增长的势头

对于那些没有债务或者债务契约的公司来说，看一看这个公司是不是烧钱烧到要继续融资才能维持生存，或者在有着高增长的情况下，公司是否需要新增资本来维持其强劲的增长战略。研究表明，在一家公司需要募集资本的情况下，经常会发生收入管理（之后还会出现运行业绩的下降）的情形（Cohen & Zarowin, 2010）。快速地检查一家公司的现金流量表应该就可以看出这家公司是否有足够的现金来支持增长和公司内部其他开销。^② 为了保证公司在新一轮的资本募集中保持最低的资本成本等级，公司或许也会对其财务报表有一定的操作。

摘牌

如果一家公司正在生存线上挣扎，其也许就会曲解其财务报表中的结果来维持其股票价格和市值不要降到最低值以下以避免被摘牌。与此类似，一

①委托书（DEF 表，14A）是证券和交易委员会在公司股东年会前提交的。

②在某一特定时期内，如果一家公司运营中得到的净现金总量超出了其分红支出、债务本金偿还和维护费用的现金总量，那么这家公司就还有剩余的现金可以用于增长方面的开支。

家包括在某指数中的上市公司也许会通过操纵其财务报表的结果来防止自己因为市值降到要求的最低值以下而被踢出该指数。通常来说，对于标准普尔 500 指数而言，最低市值要求为 50 亿美元。最低市值根据不同的证交所和不同的指数会有一些的变化，而且有时候在熊市时也会有一定程度的放宽（详情请访问 <http://www.sec.gov/answers/listing.htm>）。

在损益表中寻找检疫旗信号

很多证券分析师都有一个错误的概念，认为对于一家公司的彻底审查应该从调查脚注开始。虽然这在整个过程中是非常重要的步骤，但最好还是能退一步先建立一个总图，通过建立一个共同比方式的财务报表来找出不正常的现象，包括不正常的趋势、不连续的情形和异常值。^①要保证对每一个不符合常规的事件都进一步调查来找出原因。为了寻找这些不正常的现象，我们需要创建一个损益表，把每一个单项项目都表示为净销售收入的百分比，并且包含至少 5 年或者 12 个季度的历史数据（这项工作也许可以通过你的市场数据提供商来自动进行）。

把这些项目通过图表表述将会有助于发现发展趋势和不正常现象。在它们出现的时候，可以通过查询公司的文件来调查起因。如果这也无法得出答案的话，就要求和公司管理层对话以便进一步了解。合并收购案、资产分拆、借款、股票发行、子公司关闭和公司重组等日常业务活动都有可能引发财务报表数据的不连续。同时，具有欺诈性的交易或者采纳激进的会计政策也能引发数据的不连续。如果这家公司无法给出透彻的解答，那么就去寻求法务会计的帮助吧。

我也许把这个过程说得有些太简单化了，但是管理层在操纵损益表的时候需要特别注意两个因素：把握单项科目数额及其时间因素。关于时间把握的问题，管理层通常都会试图以影响未来盈利为代价来提高当前时期内的盈利。但是在某些时候这种情况也会反过来，比如，如果有一段时期市场表现

①检查不同时期的财务数字被叫做垂直分析。共同比的财务报表也会促进在同一时期内不同公司的财务数据进行比较。想了解更多信息，请参阅托马斯·理查德·迪克曼（Dyckman）先生、大卫·马吉（Magee）先生和迈克尔·费斐（Pfeiffer）先生合著的《财务会计》（*Financial Accounting*）一书，第三版。

好得出奇，管理层也会希望储备一些盈利以备不时之需。在考虑使用这个分析方法时，需要关注损益表中四个单项科目，即收入、开支、收益、亏损。

从“三万英尺高度的视角”开始，看一看收入和盈利之间的差异。如果盈利大幅增长的时候收入却是持平或有所缩水，这种状况就应该引起你的重视，因为这表明有可能是费用或非经营收入的增加导致了盈利的增长。这也涉及收益质量的问题；也就是说，高质量的盈利来自于收入的增长（销售量和售价），因为和来自于成本削减或资产出售的盈利相比，这种收益更有可能持续、稳定地增长。（大多数公司都无法仅仅通过削减成本或者出售资产使得收益保持永久性增长。）

另一个同等重要的方面在于，我们也要看一看有多少收入是来自销量和平均出售价格的变化。平均出售价格的增长原因可以是由于公司能从客户那里获得了更多的利益，但这种情况应该降到最低。虽然平均出售价格增长的原因也有可能来自不一定会影响到盈利的因素，但是这些因素不会长期持续。这些相关因素的信息通常可以从 10-K 表中有关管理讨论与分析文件的部分找到，或者在与公司管理层的讨论中发现。不能持续增长的平均出售价格可能有以下几种：

- 货币（汇率）收益：如果在某一特定时期内平均出售价格由于货币价值因素而上涨，那么当汇率涨跌变向的时候，平均出售价格就会下跌。同时，如果由于货币的通货膨胀而导致了收入增加，那么同一时期同一地区的费用成本也会随之上升。因此就存在着两相抵消的潜在可能性，或者甚至还会出现利润率的负增长；在这里，我们要得出的教训就是：不要以为更高的平均出售价格就完全等同于收益的正增长。
- 针对覆盖诸如燃油附加费等成本上升费用或者政府新的税收项目的特别评估：这种类型的平均出售价格的增长往往也会被上涨的成本所抵消，利润率也因此几乎处在持平状态。
- 混合变化：如果一家公司很骄傲地宣布，由于高端产品销售情况乐观（售出了更多高端笔记本电脑而不是更多的普通个人电脑），其平均出售价格已有所上涨，那么你一定要搞清楚他们公司的每个产品的利润率。

拿铁路部门来说，移动机车在历史上一度创造了最高的平均出售价格，它比任何一种运输方式的平均出售价格都要高，但是利润率却是最低的。

- 收入确认的变化：会计变化可以影响平均出售价格，但是从本质上来说这种影响通常都是一次性的，因此也不会带来任何长期利益。

“三万英尺高度的视角”的下一个主要步骤就是要来看一看损益表和现金流之间的关系。具体地说，就是要计算出多个时期内经营过程中产生的净利润与现金流的比率。如果这个比率不在 1.0 左右，就可能是由于新的会计准则造成的（这通常会影响到净收入，但是不会对现金流有任何影响），或者也可能是因为非现金交易（比如记录折旧或者摊销等都会降低净收入，但不会使用现金），亦或者这就是一个检疫旗信号。如果这个比率超过了 1.5，则意味着超过一半的公司盈利都来自非现金或者非经营项目，而且这也许就是一个夸大的盈利信号。如果这个比率低于 0.5，那么可能是由非现金或者非经营项目在当前阶段的损失而造成的，这也许是合法的，或者也有可能是为了在将来创建一个盈利准备金的操作手法。来自经营活动的净利润与现金流的比率的负值也是一个检疫旗信号，因为它显示了经营活动的净利润与现金流不一致；具体来说，要么这家公司在经营活动中产生现金时报告了净亏损，要么这家公司就是在经营活动中消耗现金时报告了净利润。

让我们更进一步从细节着手，看看以下这些在损益表中的检疫旗信号：

- 夸大收入：把未来的收入加到当前的收入中，这可以抬高当前收益，但是会降低未来收益。要仔细阅读公司财务报告脚注，清楚认识到这家公司是怎样定义其收入的，并且把它和同类公司以及过去的历史记录作比较。（比如，这家公司在近一段时间内有没有发生什么会计政策上的改变？）以下是两个最常见的地方：
 - 提前确认销售收入（比如在收到客户的订单时而不是产品运出时确认收入）。
 - 过高估计当期收入比例（比如，基于已完成工作的百分比确认收入的长期合同）。

● 低估费用：把当前时期的费用推到未来时期，比如延迟或者低估某项费用，这会高估当前盈利。以下是会出现这种情况的几个常见地方：

○ 如果出现了以下情况，销售成本可能会被低估：

——在价格上涨的时候由后进先出法（LIFO）转换到先进先出法（FIFO）。

——使用后进先出法的时候过度使用存货（因为使用存货越多，单位平均成本就会越低）。

○ 费用资本化，或在一个长得不合理的时期内摊销成本，都会由于降低当期影响而低估当期费用，高估了当前盈利。后者的滥用可以涵盖任何形式的折旧或者摊销费用，因为管理层会经常考虑对可用的寿命以及残值作出估计。WorldCom 公司的会计问题就出在了这个领域。说具体点儿，WorldCom 公司对线路成本的资本化过于激进，而且低估了当期费用并夸大了收益，金额达数十亿美元。在 20 世纪 90 年代中期，AOL 对用户获取成本进行了资本化（这部分作为市场营销费用应该是当期费用列支的项目），但之后不得不将其勾销。如果我们想知道资本化是不是太过激进，就应该：①把公司的行为和同行业中其他公司的同类行为进行比较；如果一家公司是其行业里唯一一家资本化某一项成本的公司，那么这项成本就应该属于费用支出的科目；②如果这家公司一反常态，提供了足够多的细节信息，那么你就可以查证一下这家公司某一项成本资本化（而不是开支）的比例是否逐年递增。

○ 养老金费用可以通过改变某一项假设而被操纵。分析养老金假设中随着时间推移而发生的改变是否与市场趋势保持一致，并且公司的假设中和其竞争对手没有太大的差别。可以被操纵的关键假设包括以下方面：

——提高贴现率使养老金费用降低。

——提高计划资产回报率使养老金费用降低。

——注意下表：在 2005 年分析的时候，联邦快递的养老金资产假设的贴现率和预期投资回报率最高。作为跟踪当时这只股票的证券分

析师，我并不关心管理层的假设，而是关心由于公司作出更加趋于标准状态的假设，其收益会因此降低。

公司	2005 年折现率	养老金资产预期回报率
阿肯色贝斯特公司 (Arkansas Best)	5.5%	8.3%
美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司 (BNSF)	6.3%	8.3%
加拿大铁路公司 (Canadian National)	6.0%	8.0%
加拿大太平洋铁路公司 (Canadian Pacific Railway)	6.0%	8.0%
美国万络环球公司 (CNF Inc.)	6.3%	8.5%
美国 CSX 运输公司 (CSX Corporation)	5.8%	8.5%
诺福克南方铁路公司 (Norfolk Southern)	5.8%	9.0%
美国耶路全球公司 (YRC Worldwide Inc.)	5.8%	8.8%
联合太平洋公司 (Union Pacific)	6.0%	8.0%
平均值	5.9%	8.4%
标准普尔指数平均值		8.5%
联邦快递公司	6.3%	9.1%

- 应该监视特别费用。因为管理层经常会对此有很大的灵活性，所以加强这方面的工作会有助于盈利管理。夸大一些当前的费用可以降低未来的费用，因此也就人为地抬高了未来收益。特别费用可能以以下几种形式出现：

- 重组（由于公司战略的改变）
- 兼并收购（由于与此相关的一次性开支）
- 减值（由于某项资产生命周期较短，或者某项资产实现的利润较预期更低）
- 税收计价准备：提高税收计价准备会带来所得税开支的一次性增长。如果这家公司夸大了这个准备，之后其可以降低价值，这又回过头来降低了所得税开支，并且能让净收入出现一个一次性的上涨。计算税收计价准备对递延所得税资产的比率：这个比率提高就是在警告我们，这家公司将不会产生足够的利润，无法在到期前使用其税收抵减；或者它可能会是一个标志，显示出管理层正在使用限额作为蓄水池，在日后可用来提高收益。
- 由于过量库存而产生的存货减值准备：存货减值准备会减少公司在某

一时期内的收益，如果公司最后能出售这些存货，那么就可以抬高后一时期的利润。思科在 2001 年第三季度勾销了 22.5 亿美元的库存，之后把这些勾销库存的一部分再拿出来出售，获得了 2.9 亿美元的收益。

- 用于可疑账户的准备（坏账损失准备）与以上提出的问题类似，但是从本质上来说，这是一大笔坏账开支（或者用于提高可疑账户准备与总账户应收账款的比率），其诱因是管理层在过去少报了季度准备或者试图创建超额准备金以便在未来抬高收益。除非是由于公司的某一大客户突然破产倒闭，否则就应该严密监控此类费用。
- 非运营收入，比如资产出售：很有趣的是，小额资产出售可以给公司带来最大的利益，这是由于证券分析师通常不会把它们当做一个特殊项目来对待。当这笔出售大到一定程度的时候，就可以极大地影响收益结果，管理层此时通常会强调这笔出售案，但是之后就会被大多数买卖双方分析师作为非定期的因素剔除掉。所以我们要找出公司通常隐藏利润的出售所得收益科目的明细，并且要坚持关注这个科目的变化走势。
- 当一家公司突然大幅降低税率或持续保持低于同行业公司的税率时，你就应该做一些调查来确保你的远期税率不会太低。2000 年，我所关注的公司的管理层告诉我他们公司的税率预计当年会保持在 20% 左右（1999 年为 35%）的水平，但是在 2003 年的时候还是反弹回 30% 左右，之后变得更高。

在资产负债表中寻找检疫旗信号

和上述提到的损益表相似，分析资产负债表的第一步就是要建立一个共同比的资产负债表。这可以通过每个单项科目在至少 5 年或者 12 个季度中占总资产的百分比表示出来。我们要做的就是寻找出那些随着时间推移会有巨大变化的单项科目。

在分析每一个单项科目时，我们的目标就是找出微弱的流动性或者过高的杠杆率，并且发现夸大的资产或者低估的负债。以下是需要关注的几个具体领域：

- 不太可能产生价值的资产：如果下列任一项目超过公司总资产的 10%，它就是一个检疫旗信号：
 - 商誉：商誉是一个等待发生的勾销。很多公司都没有从收购中实现足够的价值来合理解释购买溢价，并且之后必须减少或者勾销商誉。
 - 递延所得资产：通常情况下，公司都无法在到期之前消耗所有的递延所得资产。我们可以在税收注释中寻找相关信息。税收计价准备可以用公司在到期之前不能使用的递延所得资产（未来税收收益）占递延所得税资产的比重来表示。
- 可能产生较低价值的资产：
 - 应收账款：寻找公司向客户收账放缓的证据——降低应收账款周转率或者增加收账的天数。这些都向我们发出了未来勾销应收款项的警告，因为这些应收款项的回收越是拖延，它们就越没可能被成功回收。
 - 存货：寻找存货销售放缓的证据——降低存货周转率或者增加销售存货的天数。这有可能标志着存货正在仓库里聚积，也就向我们发出警告，证明了未来存货勾销或者减值的可能。
- 价值不确定的资产和负债：就价值基于公允价值会计的资产和负债而言，对基于第三等级类别的价值要比基于第一等级类别的价值提出更多的质疑。提醒一下，第一等级类别的不确定性最低，这是因为其价值是基于买卖活跃的市场的报价。第二等级是类似于第一等级的资产；第三等级的价值包含最高的不确定性，因为这个类别是无法被察觉的；这些资产和负债没有在活跃的交易中，而且也没有与之类似的产品在活跃地进行交易。第三等级类别估计是由公司产生的，并不是来自某个独立的来源，因此也是很容易被人为操控的。证券分析师可以问一问公司是不是有独立的信息源可以核实或者有助于得出第三等级的资产和负债的估值。
- 资产负债表表外负债：如果这些都列在了资产负债表中，那么它们会提高公司的杠杆比率。
 - 经营租赁：经营租赁可以让公司租赁资产并且隐藏负债。尽管经营租赁是与一定的现金支付相关的合同义务，但是它们不会在资产负债表

上产生负债（或者资产）。我们要使用财务报告注释中的信息，通过计算与经营租赁相关的未来现金支付的折现价值来估计负债的价值。

- 股权投资：由于会计规则要求单行合并，所以公司可以使用这些投资来隐藏债务。这些投资在资产负债表上唯一的影响就是创建一个资产。
- 特殊目的实体（或者可变利益实体）：在前安然公司的世界里，公司可以使用这些载体来隐藏债务。自从发生安然事件之后，会计的改变使得这种事情更加难办了，但是我们可以阅读相关材料并且尽可能多地了解关于这些实体的信息。

● 微弱流动性：

- 除非一家公司有负现金循环，不然当前比率的价值在0.95以下就意味着这家公司现有的资源不足以支付当前的债务。如果公司的经营活动正在消耗着公司的现金，或者它的经营效率正在恶化（资产周转率正在降低），这就警告我们流动性可能存在一定问题。

● 过高的杠杆率：

- 负债股本比率或者负债总额对资本总额比率比同行业的其他同类公司要高出很多，这意味着这家公司可能无法履行其负债责任。虽然每个行业的平均值不尽相同，但总的来说，如果负债股本比率超过了4.0，则表明一家商业公司或者工业公司有着高杠杆率和风险。这个基本原则并不适用于金融服务公司（如银行和保险行业）——它们的杠杆率更高一些。
- 利息保障乘数（息前税前利润/利息费用）：如果比率低于2.0，则警告我们这家公司可能无法产生足够的利润来支付其利息开支。

在现金流报表中寻找检疫旗信号

在现金流量表的分析中，经营性现金流应该是正值并且是不断增长的。对于内生性发展的公司来说，这应该是现金的首要来源，而且需要充分的现金流来支持公司的增长和其他的经营开支。除非一家公司是刚刚成立的，不然来自经营活动的净现金流为负值就会是一个检疫旗信号——因为这时公司核心业务活动使用的现金已经高于其产生的现金的能力。

寻找经营性现金流被高估的证据。与收益类似，公司高估经营活动的现金流是有利可图的。因为在盈利质量较低的时候（或者流动性的衡量），证券分析师通常使用它们作为衡量业绩的另一种方法。公司高估经营活动的现金流的常见方法包括：

- 延迟支付账单：寻找应付款项的周转率的降低或者支付天数的增加。
- 推迟购进存货至下一个时期：寻找存货/销货成本降低的证据。
- 应收款项证券化：出售应收款项使得公司可以更快地回收现金，但是公司回收的现金总量会减少——因为他们是在以折扣价格出售。寻找应收账款/销售额下降的证据。
- 出售交易证券：公司可以按需进行证券交易，以此来推动经营活动的现金流。寻找可交易的证券/总资产下降的证据。

用于投资的现金流和每年的变化情况可以向我们揭示公司为了日后的增长所进行的再投资，这也有利于获得更高的估值乘数。用于投资的负的净现金流由收购（外部增长）和/或资本支出（内生增长）的大幅上涨（不寻常上涨）所驱动，这也是增长的证据——因为这些开支旨在提高公司获得收入和未来现金流的能力。要把增长性的资本支出和维持性的资本支出（以及当前的收入流）区别开来，就要跟踪一段时间内的资本支出的变化。异常的资本支出在一个时期内（或多个时期内）的大幅变化通常暗示着开支的增长。同时还可以用资本开支除以折旧，很多行业的比率都介于1.2到1.5之间，这意味着公司正在新增投资以实现增长（资本支出超过维持运营能力的需要）。接近或者在1.0以下的比率则警告我们这家公司的支出可能不足以维持当前的运营能力。在这个方法中，我们假设的折旧开支是公司为了维持其当前的运营能力而必须置换的资产、厂房和设备的合理估计。银行业、保险业和按揭贷款类的公司的折旧非常有限，因此对这些公司来说这样计算的意义不大。一定要意识到，使用经营租赁的公司的资本支出都是被低估的，这是因为他们在经营现金流中扣除了与经营租赁相关的现金支付（但它们也没有出现在折旧中）。

其他检疫旗信号

在你完成了对财务报表的战术性审阅之后，看一看其他不在财务报表中的警告提醒：

- **更换审计师：**如果一家公司和审计师的意见相左而且无法解决这个问题，要么审计师主动辞职，要么审计师被公司炒掉。当一家公司使用较为激进的会计方法，但外部审计师建议公司使用更为保守的会计方法的时候，这种情况就会发生。当出现任何股东认为很重要的计划外事件时——包括更换审计师——美国证券交易委员会就会要求这家公司提交 8-K 报告表格。
- **负面的审计观点：**如果一家公司的外部审计师给出了负面的观点，那么这家公司的股东也会产生消极的反应。关注持续经营能力的观点表明审计师在质疑公司能否撑过下一年。如果公司内部管控出现重大漏洞，那么员工的欺诈行为就不会被抓住。这两点都在 10-K 表格的独立公共会计公司报告中有所披露。
- **公司高管层的高离职率：**如果在一个很短的时期内超过一个以上的公司关键执行人士辞职（或者被炒），这家公司也许就有很严重的问题了。
- **较弱的公司治理：**公司的董事会成员应该包括足够多的外部人士，他们可以相对独立于公司的管理层，并且为了股东的利益行事（而不是简单地给董事会决议盖章通过）。如果董事会成员大多数都是内部人士的话，则董事会就无法做到相对独立。外部人士也应该有足够的专业技能来进行独立思考，斟酌管理层的决定。同时，董事会如果太小（不足六人）或者太大（超过十五人）的话，也会变得没有效率，因为这样一来管理层就很容易控制他们。在一个大的董事会里，每位董事都是非必需的，而且很可能仅靠任何一个人的能力无法独自挑战管理层的决定。如果公司的 CEO 同时担任董事会主席的话，就会进一步削弱公司董事会的独立性。公司治理太弱是一个大问题——这会让阻止管理层作出不能为股东

创造最多价值的决定变得比较困难。类似的信息可以通过经常阅读代理委托书来发现。

并不是很明显的检疫旗信号

到目前为止，我们大部分的讨论都是关于如何发现一家公司是在什么时候实施欺诈行为，或者在什么时候试图欺骗大众的。尽早发现这些问题可以有效地帮助证券分析师，从而使其有超越指数的更好表现。但是，我们也该注意到还存在一些并不是很明显的检疫旗信号，这些通常都是管理层失去透明度或者避免把某些事情透明化的信号。在一家公司有下列任何情况发生的时候我们就要多加小心：

- 减少消息的披露量或者披露的消息要远远少于同类公司。管理层将会为这种行为作出辩解，说这是出于保持竞争优势的需要，但是事实上大多数行业都有足够的顾问并且会交叉雇用他们竞争对手的员工，他们会知道一家公司各种生产线的情况，或者一家公司各个部门是怎样运作的。所以，提供的信息量减少的主要原因就是不想被股东监视。另外，如果一家公司对其报告结果的方法作出了重大改变，那么就要确保开展一些深入的研究以探究其中的原因——因为在这种时候他们几乎总是在试图隐藏或者遮掩什么事情。
- 一家公司在市场较乐观的季度里没有提到它正在从非运营利益中获益，但却在不景气的季度里很快地出现了非运营亏损。在我的行业里这种事情发生的频率简直是太高了。管理层会告诉我这个季度的结果实际上比报告中的要好，这是因为在去年的同一时期，公司的结果中本应含有当时公司本应披露的一次性收益。
- 进行特别计提、勾销或者重述收益，就好像这是一项常规的业务。在大多数情况下，会计都会有关于公司在过去作出了较差的假设或者决定的共识。如果任何一项都超过公司季度结果的5%，管理层就有必要讨论一下为什么会发生这样的错误，并且决定下一步应该怎样做才能确保不会再犯类似的错误。

- 常规性地指责一般公认会计原则 (GAAP) [或者国际财务报告准则 (IFRS)] 的收益是不相关的或者无意义的。可能会在管理层批评其竞争对手的会计方法过于保守的时候可以听到这种言论。可能偶尔会有一个合理的理由来解释为什么标准会计准则会影响公司的健康发展,无法按照商业惯例运营。在这样的情况下,就需要花一点时间和财务部门的资深成员讨论一下,搞清楚为什么这个广泛适用的准则无法适用于这家公司。
- 无法讨论大型投资项目的目标或者回报率。伟大的公司都知道什么时候去投资增量资本,也知道该向哪里投资增量资本——它们把这看做一个核心能力。如果一家公司宣布了一个重大的资本开支项目,但是公司的CFO却无法解释预期回报,或者至少无法说明新投资的标准,证券分析师就应该质疑这家公司资本预算的过程了。
- 无法讨论复杂的或者反直觉的问题,比如合并收购案的思考过程或者货币对冲的思考过程。伟大的公司的管理层都希望能保持公司的透明度,而且会时刻准备着在和证券分析师的电话或者会议中回答尖锐的问题。
- 公司日常开支在各个部门中的分配方式的变化。这是一个经常被管理层使用的骗局,这只是想要暗示某个正在挣扎的部门已经扭亏为盈,但是这其实只是表面现象,因为成本只是仅仅被转移到了更健康的部门。
- 报告结果远远晚于竞争对手。当今时代是商业销售网点现金登记、条形码存货仓库以及全球集成的会计系统,一家公司没有什么理由在某一季度结束后的30天之内还没有发布上一季度的季报。虽然这有可能是因为他们崇尚完美主义,但是同时也显示了管理层对这些信息的掌握不够充分。如果一家公司要花40天来确定上一完成季度中到底发生了什么事情,那他们还敢说自己有能力对自己的业务进行实时管理吗?

表 14-1 发现会计检疫旗信号

1. 清楚产生每一项重要的财务报表科目的重要经济交易。如果有什么不清楚的事情,就从公司的常规文件中去找答案。如果还是不能完全弄明白,就去咨询公司管理层。如果这还不能让整件事情明朗化,就需要向法务会计求助。
2. 关注公司可能因为某些因素的驱动而人为操纵其财务结果的信号。如果出现以下情况,则有可能存在使用更加激进的会计政策或完全人为制造虚假的收入暴涨:

(续)

- a. 公司有着极高的估值乘数。
 - b. 存在即将解禁的管理层股票。
 - c. 公司执行团队薪酬中包括过多的股票比例。
 - d. 公司财务指标处在债务违约的边缘。
 - e. 公司需要募集更多资本。
 - f. 公司股价处于市场要求的边缘，可能被交易所摘牌或被踢出某指数。
3. 从以下角度分析损益表：
- a. 看看共同比方式的损益表中历史趋势的变化，可以通过每个单项科目在净销售收入中的比例来表示。
 - b. 再次回到损益表的原始数据上，看看盈利是不是差不多与收入相同的步伐增长。如果出现较大的差异，那么就应该展开相关调查，进行深入研究。
 - c. 计算出一定时期内的净利润/现金流比率。如果结果在 1.0 上下大幅波动的话，就需要展开相关调查，进行深入研究。
 - d. 分析平均出售价格的变化，看看其原因是不是公司从客户那里获得了更多的利益，或者是由于以下几个价值较低的因素引起：
 - (1) 货币（汇率）损益。
 - (2) 特别事项评估。
 - (3) 毛利率较低的产品引起的变化
 - (4) 收入确认的变化。
 - e. 看看这家公司是否有未被同行业公司采纳的任何有关收入确认的行为。
 - f. 关注公司在以下领域内低估的成本费用：
 - (1) 在一个长得不合理的时期内把应该支出的费用资本化或故意延时确认成本。我们可以通过把公司的行为和同行业中其他公司的同类行为进行比较的方法来对比。同时也要关注使用期限和残值的变化。
 - (2) 对于为大部分员工支付养老金的公司来说，要看看其折现率和估计的资产回报率是否和业务范围相当的公司相对保持一致。
 - g. 监视特别费用，因为管理层在过去经常低估费用，或创建一个蓄水池来减少未来的成本费用。
 - h. 监视资产销售，以确保这部分收入没有被误认为是持续经营利润。
 - i. 与同行业其他公司相比，一家公司连续三四个季度都保持过低税率的时候。
4. 从以下角度分析资产负债表：

(续)

- a. 看看共同比方式的资产负债表中历史趋势的变化, 可以通过每个单项目占总资产中的所占比例来表示。
 - b. 计算利息保障乘数, 看看公司偿还债务的能力。若结果低于 2.0 则需要引起重视。
 - c. 识别可能会被勾销的资产, 因为它们不太可能创造价值。关注公司应收账款周转率或存货周转率下降的原因。
 - d. 就价值基于公允价值会计的资产和负债而言, 对基于第三等级类别的价值要比基于第一等级类别的价值提出更多的质疑。
5. 从以下角度分析现金流量表:
- a. 关注应付款项周转率的降低或者支付天数的增加。
 - b. 如果一家公司没有从经营活动中得到更多的现金, 这通常就显示着该公司存在某种长期问题。
 - c. 计算一定时期内公司的资本支出/折旧比率, 以了解用来增长的新增资本处在何种水平。
6. 看看可能暗示公司内部问题的其他潜在检疫旗信号:
- a. 更换审计师。
 - b. 负面的审计观点。
 - c. 公司高管层的高离职率。
 - d. 薄弱的公司治理。
7. 关注并不是很明显的检疫旗信号, 它们会是公司管理层失去透明度或者避免把某些事情透明化的信号。在一家公司出现以下行为的时候就要特别注意:
- a. 减少消息的披露量或者披露的消息要远远少于同类公司。
 - b. 进行特别计提、勾销或者重述收益, 就好像这是一项常规业务。
 - c. 常规性地认为根据一般公认会计原则 (GAAP) [或者国际财务报告准则 (IFRS)] 报告的收益是不相关的或者无意义的。
 - d. 无法讨论大型投资项目的目标或者标准。
 - e. 无法讨论复杂的或者反直觉的问题, 比如合并收购案的思考过程或者货币对冲的思考过程。
 - f. 公司日常开支在各个部门中的分配方式的变化。
 - g. 报告结果的时间远远晚于竞争对手。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第十五章

Microsoft Excel 软件与证券分析师工作相关的功能^①

假设证券分析师被遗弃在荒岛之上的时候还不得不继续分析股票，如果只能选择一款电脑软件的话，那么大多数证券分析师的答案都会是 Microsoft Excel。虽然对于大多数证券分析师来说，Excel 软件是他们日常工作中一个至关重要的元素，但仍有很多人没有接受过这方面正规的培训。大多数人都能在上大学时或者在职培训的过程中学到过一点 Excel 软件的使用方法。但是这很像学习一门新的语言，一名证券分析师需要经过几个月甚至几年的时间熟练使用这款软件之后，才有资格说他已经掌握了 Excel 的使用方法。但是，千万不要误以为只要掌握了 Excel 软件的基本用法，你就具备了走向成功的一切条件。鉴于 Excel 软件在证券分析师每天的工作中如此重要，它可以整合证券分析师的智慧、洞察力和时间，所以证券分析师必须掌握更多的 Excel 软件使用技巧，而不只是停留在入门阶段。Excel 软件的功能强大得惊人，所以我们在本章中仅把讨论的重点放在与证券分析师工作最相关的特点上。

很多证券分析师都认为他们只需要了解类似导航、建立公式和修改等 Excel 软件的基本功能就足够了。只有很少一部分证券分析师能充分认识到学习 Excel 软件高级功能的重要性。仅仅知道某个功能的存在并不意味着你已经掌握了这个功能的使用方法，尤其是对于那些很复杂的功能来说更是如此。有些功能的使用方法可能不止一个，这就意味着如果使用不当的话，就会产生错误的结果。

^①我要感谢 Murray Hill Associates 公司的鲍勃·琼斯（Bob Jones）先生对使用 Excel 软件提供的最佳实践方法。

那么一名合格的证券分析师究竟应该对 Excel 软件的使用方法熟悉到什么程度呢？问题的答案在一定程度上取决于这名证券分析师的职责。有些证券分析师仅仅了解下列三个级别中的初级技能就足够了，而另一些工作范围更广的证券分析师则需要完全掌握初、中、高级的使用方法：

- 建立并使用模型：建立一个财务模型的结构、公式、格式的过程，并可以调整该财务模型。
- 分析并总结数据，支持财务模型假设：分析、汇编、总结以及测试数据的过程，从而得到财务模型的最佳输入数据。
- 使用财务模型数据进行报告：根据一个财务模型的结果绘制一个图表或者表格，用在另一个文档或 PPT 演示文稿中。

证券分析师若想测评一下自己对 Excel 软件使用方法的掌握程度以及是否需要参加相关技能培训的话，可以参照表 15-1 中与自己职责相关的 Excel 软件使用特点，问问自己以下几个问题：

- (1) 我可以准确地解释每个功能的用途吗？
- (2) 我会使用每个功能并且保证不出错吗？
- (3) 对于财务模型中的某一具体问题，我知道应该使用 Excel 软件中的哪一个功能才是最合适的吗？

对于表 15-1 中列出的 42 个 Excel 软件功能，尤其是那些被分类为“成功的关键因素”的功能，如果你对每一项中包含的三个问题差不多都能给出肯定的答案，那么你就已经基本掌握了证券分析师所必备的 Excel 软件使用技能了。但是，如果你在回答这些问题的时候还是不停地纠结，那么作为一名证券分析师，你就要考虑参加相关培训了。

鲍勃·琼斯 (Bob Jones) 先生专门从事针对证券分析师的 Excel 软件培训工作。在我们交谈的过程中他曾经提到，在他的课堂上，一开始大部分新生都对自己操作 Excel 软件的能力深信不疑，但通过之后的课堂练习，他们

才意识到自己其实几乎什么都不懂。事实上，我们很容易对自己操作 Excel 软件的能力过度自信。无论如何，你至少要在办公桌上放一本不错的 Excel 软件操作手册，或是在电脑中保存某个 Excel 软件操作方法的在线指南。我强烈推荐大家参加为证券分析师量身打造的 Excel 软件建模课程；大多数大中型公司都会定期为公司内部的证券分析师提供培训课程，或者愿意为他们在外面参加的培训报销相关费用。

表 15-1 最佳实践指南（知识）：与证券分析师工作相关的 Excel 软件功能

	建模和模型使用的 核心知识	分析和总结数据的 补充知识	报告信息的 补充知识
成功的关键因素	文档和文件夹管理 导航栏、工作表和工作簿，包括所有的 导航键盘快捷键组合 基本公式组合（操作命令和括号的用法） 表 15-3 中列出的功能，不包括文本、日期和时间功能 百分比公式（反映增量并推导出百分比的变化） 跨表公式编辑（剪切、复制和粘贴），包括所有的用于编辑的快捷键 打印以及解决打印压缩的问题调整格式、复制格式 窗口控制（冻结窗格，拆分窗格，同一工作簿多窗口显示） 管理页面分割及打印多页时每页均显示标题行和标题列错误查找，例如：= IF (IS ERROR (...)) 批注或文本框绝对和相对引用单元格和工作表保护意识到密码丢失的严重性 查找和替换（包括公式）	清理和下载数据的技巧 数据分析功能（SUMIF, COUNTIF, 以及所有的 DFunctions） 文本纵向排列文本功能（参阅表 15-3） 财务功能（参阅表 15-3） 数据透视表 Vlookup, Hlookup and match（包括范围匹配及精准匹配） 日期和时间功能（参阅表 15-3） 理解和建立数据表	数据表及其规则 建立图表 条件格式化 在工作表中使用另一工作表的图片以进行报告及检查
成功的重要因素	追踪并编辑公式 命名（区域命名）包括对常数命名 建立并使用模板 自定义数字格式		

(续)

	建模和模型使用的 核心知识	分析和总结数据的 补充知识	报告信息的 补充知识
成功的重要 因素	所有选择性粘贴功能 使用 GO TO 链接 理解并控制迭代计算 组合编辑		
成功的 辅助因素	自定义视图及如何控制打印 管理工具栏（添加和移除工具、重置工 具栏）。对于 2007 版和 2010 版，自定义快 捷工具栏和状态栏 组合和分级 建立并使用风格		

来源：Murray Hill Associates

Excel 软件使用小技巧

通过多年使用 Excel 软件的经验，我总结了以下一些对证券分析师来说最有用的小技巧，但它们却常被人们忽视：

- 电子表格图片：将当前的屏幕拍照或截屏，这样以后就可以在其他地方查看或将其打印出来。
 - 在 Excel 软件 2003 版中，安装照相机工具并使用它来建立图片链接。
 - 在 Excel 软件 2007 版中，选中区域之后在剪贴板-粘贴选项中，选择图片粘贴链接的顺序进行操作。
- 文件定位：= cell（“文件名称”）这一公式可以让我们找到某一个文件所在的磁盘及其路径、文件名和该公式使用的表单位置。如果想确定一份打印版报告在电脑中的位置，并找到其电子版文件，这个方法是非常有

用的。还有一种方法就是使用标题或者脚注中的“插入文件路径”来确定标题或者脚注的打印版本的文件名和路径。

- **快速预测：**选择数据的时间序列并在同一方向上使用自动填充（Autofill）工具，Excel 软件将自动提供基于选定的历史数据的远期回归预测。这对于寻找拐点来说或许没有什么意义，但是如果历史趋势保持不变的话，对于预测将来的数据（比如在一个相对稳定的经济循环周期的 GDP 或者标准普尔盈利指数）会有很大帮助。
- **快捷键：**表 15-2 中列出了一些最常使用的快捷键。花点时间来学习一下吧。可能刚开始的时候会有些挫败感，但是当你掌握了之后，就能通过使用快捷键为自己节省大量的时间，你会觉得之前所有的付出都是值得的。不如就将其当做职业生涯中可永久获得的关于节约时间的红利吧。

表 15-2 最佳实践指南（知识）：有用的 Excel 软件快捷键

Ctrl *	在相邻区域选择所有单元格（Ctrl A 亦可完成该任务，但是不能记录变量在宏命令中的变化性）
Ctrl Space	选择当前列
Shift Space	选择当前行
Ctrl . (period)	每次单击此命令的时候都会激活你选择区域的所有边角——可以保证整个目标区域都被选择
按住 Ctrl 的同时拖动工作表标签	复制工作表（可以用来作为临时备份）
Alt O C A	只对选择的单元格（不是对整个列）作最适合的调整
Ctrl [追寻公式来源（选择在公式中引用的单元格），F5 Enter 可以回到公式编辑
Ctrl +	插入所选
Ctrl -	删除所选
Ctrl `	显示所有公式；再次使用可以回到正常模式
F4（重复动作）	重复上一次的格式或编辑命令
Alt =	等同于单击自动求和（Autosum）工具
F2 F9	显示公式运算结果；选择部分公式后单击 F9 就可以只对选择的公式部分作出运算
Ctrl R	将选定范围内最左边单元格的内容和格式复制到其右边所有的单元格中

(续)

Ctrl D	将选定范围内最顶层单元格的内容和格式复制到下面的单元格中
双击自动填充 (Autofill) 图标	将一个公式或者一个数值自动填充到一列的底部 (由相邻列的长度来决定)
工作表群 (Group Sheets) 选择第一个工作表, 按 Shift 键, 然后选择最后一个工作表; 或按住 Ctrl 键, 单击希望组合的工作表	可以一次性对所有工作表进行如下的改变: 格式编辑、添加标签、打印设置等

来源: Murray Hill Associates

表 15-3 最佳实践指南 (知识): 证券分析师最常用的 Excel 软件功能和公式

重要的基本运算功能:

Sum, Average, Count, Counta, Min, Max

Rounding:

Round, Int, Mround

Essential comparisons:

IF, And, Or, Not

Lookups:

Vlookup, Hlookup, Match, Index, Rank, Offset

错误检查:

Iserror, Isblank, Istext

财务功能:

PMT, FV, RATE, NPER, NPV, PV, IRR, MIRR, EXP, SLN, DDB

数据分析:

Sumif, Countif, Dsum, Dcount, Daverage, Subtotal, Sumproduct

Position and formula creation:

Indirect, Row, Column, Address

文本功能:

Len, Text, Value, Left, Mid, Right, Find, Concatenate [尽管使用 & (并列符) 是更简单连接方法], Text, Dollar, Fixed, Trim, Clean

日期和时间功能:

Today, Now, Weekday, Date, Datevalue, Month, Year, Day, Weeknum

来源: Murray Hill Associates

补充阅读材料:

Tija, John. *Building Financial Models*, Second Edition, New York: McGraw-Hill, 2009.

Winston, Wayne L. , *Microsoft Excel 2007: Data Analysis and Business Modeling*, Redmond, WA: Microsoft Press, 2004.

第十六章

建立最佳的财务分析电子表格结构^①

引言

通常来说，证券分析师使用的财务模型和其他类型的电子表格一旦建立起来之后，就会一代传一代，在很多情况下某些表格都用了不止 20 年。这些模型和电子表格正是对作出预测而言至关重要的工具，所以在整个华尔街上没有哪些别的文件会被如此频繁地使用。因此我们可以看到，重新建立一个可以被广泛重复使用的电子表格需要非常缜密的策划。但不幸的是，很多证券分析师所谓建立电子表格的方法就是在自己需要的时候把某些信息添加上去而已。他们经常会发现自己的电子表格慢慢地变成了一个无法控制的怪物，到处充满着支离破碎的联系和各种各样的错误，最终让自己无法继续跟进。除非你是在一个绝对与他人隔离的环境下工作，或者以后再也不用去关注这一家公司，要不然的话，在最初的起始阶段投入一定的时间建立一个正确的电子表格就非常重要。我推荐大家根据表 16-1 中的最佳实践指南来建立财务电子表格和工作簿，这可以让你更轻松地使用 Excel 软件，并且最终能帮你得到有用的观点。

表 16-1 最佳实践指南（技巧）：建立最佳的财务分析电子表格结构

总体原则

- 如果一个预测模型或者一份数据文档将被多人使用，则由一个人负责检查并协调所有的内容修改，同时与每一位使用该文档的人就每一处修改或更新进行沟通交流。

^①我要感谢 Murray Hill Associates 公司的鲍勃·琼斯（Bob Jones）先生，感谢他对这部分最佳实践指南的贡献。

(续)

● 记录所有重要信息：

○ 建立一个封面页工作表（不是那种在一些卖方工作簿上看到的法律免责声明页），说明以下信息：

——解释工作簿的运作方式，包括其中所有工作表的运作方式。应提供具体信息以方便找到假设和重要结果。

——使用该文档的方法，突出强调哪些信息是可以修改的，哪些是不可改动的。如果可以，还应包括颜色使用的图例说明。

——除了文档作者之外，他人无法直接看懂的复杂公式或宏命令的解释。

——文档中信息的来源，比如一家公司的 10-K 表格、彭博功能（Bloomberg function DES）或行业的网站。

——联系信息，包括所有参与编写该文档的人（包括任何帮助编写宏命令的专家）或所有负责更新该文档的人的电话号码和电子邮箱地址。

——任何通常被隐藏的工作表的清单（出于保密原因设置使用权限的工作表除外）。

○ 在每个工作表之内：

——使用文本框作一般性解释和注释。文本框可以悬浮与文档之上，并且可进行修改，不用打印出来。

——在单元格之间使用批注功能（shift + F2）：

■ 说明复杂公式的用途及工作机制。

■ 记录对公式的调整；如果日后还会用到，就把原公式复制粘贴到批注里备用。

● 尽量避免在模型中建立一个可以运行整个过程的宏命令。宏命令对清理或处理在模型中用到的信息来说可能会非常有用，但是即使是这样，除非你省下的时间能够抵消出错的风险和给他人带来的麻烦，不然尽量不要使用宏命令。

● 由于循环引用有可能非常复杂并且变得难以管理，所以要尽量避免使用，尤其是在他人也要使用你的文档的时候这会带来很多麻烦。最可能的例外情况就是在基于资产负债表上的现金总量之上计算损益表中的利息支出的时候，但就算是在这种情况下也还是可以有替代方法的。（有关循环引用的替代方法详解请参阅约翰·提扎先生的著作《建立财务模型》[John Tija's *Building Financial Models*]，第二版，181 页。）

● 对于逻辑问题和表面性问题要做到“随时发现随时清理”；证券分析师在日后很少能够回过头来修订之前的错误。如果一个错误被忽视的时间过长，它就会逐渐发展到一个不可收拾的地步，那个时候可能就需要花费大量时间来重新建立模型了。

● 如果可以的话，尽量设置一个数字核查。比如说，在一个标准的四季度损益表中，在四

(续)

个季度列的基础上多增加一列，用来计算全年的数据。之后，在最后一列由上述数据进行数据推导，如收入、支出和息税前利润，就好像建立了一个独立的损益表一样；从垂直列运算得到的净利润和每股收益应该相等四个季度水平列的运算过程。对于从别人那里得到的财务模型来说，用这个方法可以很快对其总体完整性进行审计。

- 确保所有数据每天都会进行备份。最好可以设置自动保存，把文件备份在另外的地方。如果做不到的话，就自己动手备份，确保文件损毁的时候还可以找出旧的模型版本。
- 如果是在为他人建立模型，就一定要搞清楚对方在输出结果、报告和支持性分析方面有哪些具体的要求。如果条件允许，可以提出书面申请，要求对方澄清（比如使用电子邮件）。
- 一个通用的准则就是，可以使用现有文档中的行列格式作为模板建立新的分析模型，但是除了非常简单的之外，千万不要试图在新模型中使用之前的公式链接。（随着文档的复杂程度不断增加，犯错误的概率也成倍地上升。）
- 在条件允许的情况下，尽量下载数据，而不要创造数据或者手动输入数据。如果需要定期更新信息，尽量和数据源进行链接，以避免输入错误。要注意，一定要在使用任何数据之前熟悉并认同供应商的数据整体性和格式，这一点至关重要。

适用于工作簿和工作表的原则

- 当某一数据的格式或用途有别于其他数据的时候，为其建立单独的工作表（换句话说，就是不要试图把所有数据都放在同一张工作表里）。需要单独建立工作表的几种情况如下所列：
 - 损益表。
 - 现金流量表。
 - 资产负债表。
 - 结构复杂公司的运营部门详表。
 - 假设参数工作表。
 - 可能不会被用在财务预测中的公司数据（如某些特定资产的价值、各国员工数、最重要的客户的名称）。
 - 数据分析和计算。
- 把所有由用户出于影响结果的目的而可以修改的假设变量或单元格放进只含有假设变量的工作表中（详情会稍后作进一步讨论）。为了能在一个屏幕上看到假设参数和受其影响的单元格，可以如下在同一工作簿中建立两个窗口：

(续)

- 在 2003 版 Excel 软件中, 使用窗口、新建窗口、窗口、重排窗口、水平。
- 在 2007 版 Excel 软件中, 使用视图标签上窗口组合中的 新建窗口; 然后使用同一组中的全部重排选项。
- 在两个版本中, Ctrl F6 都可以在窗口之间切换。
- 把全部有关公司的信息和行业的信息分别放在两个工作簿中; 不要试图建立多用途的工作簿用来同时处理公司或者行业的信息。这个方法将使得查找信息变得更加容易, 也能减少信息之间的链接数量。
- 如果工作簿中的某个工作表的使用频率较低, 或者可能会让一般用户感到费解, 那么就可以将其隐藏起来。
- 把格式设置得相对简洁明朗一些; 不然的话, 需要把信息从一个地方复制粘贴到另一个地方的时候, 整理格式会变成一场噩梦。
- 通过文本颜色显著区分参数假设和其他数据, 公式运算结果文本显示仍保留黑色。
- 把默认字体设置成与公司文件和公司报告同样的字体。当需要把该文档中的信息放到公司文件或 PPT 演示文稿中的时候可以省去重新排版的时间。
- 对于同一个工作簿中的所有工作表来说, 要按照时间顺序设置所有的列, 这样就可以保证如果 G 列中的是 2013 年第一季度的数据, 该工作簿中其他的工作表上同一列中也是同一时期的数据 (群编辑可以帮助你实现这一点)。如果可以的话, 对你的指定研究领域内所有公司的财务模型都作同样的修改, 这会使得公司间的比较变得容易些。(我的所有财务模型, 即使是在职业生涯晚期建立的财务模型, 都是从 C 栏中的 1Q89 开始的, 这是为了可以快速找到 1990 ~ 1991 年经济衰退的数据, 并且可以快速进行公司间的时间序列分析。)

适用于单元格的原则

- 在链接各单元格的时候:
 - 要避免在文档之间建立链接, 而是要尽量在同一个文档之内进行链接 (即在工作表内进行链接)。
 - 如果必须要在文档之间建立链接, 那么就在源文档上添加一个封面页, 记录下任何使用该源文档的文档名称和路径; 目标文档很清楚其数据的来源, 但是源文档并不负责告诉目标文档什么时候其完整性、结果或位置会发生改变。与被命名的单元格链接要比与单元格位置链接能更好地保持已链接文档的完整性。
- 如果想要修改一个时期内的公式内容, 就必须同时对其他所有时期内的对应公式作出修

(续)

改。对一个时期内的公式作出调整，比如更改下一季度税率的计算方式等，都有可能将其复制到其他时期的公式中，而且还不会有明显的提示，让你无法意识到这个模型已经出错了。

- 可以把复杂公式通过几个单元格分解成诸多简单步骤。这样不但可以用来作数字核查，还可以简化计算过程。

培训原则

- 确保已充分掌握了与工作最相关的 Excel 软件特点和功能（如表 15-1 和表 15-3 中的内容），并且可以连贯无误地使用。
 - 手边准备一本 Excel 软件使用手册或在电脑中保存一个在线指南的链接。
 - 如果存在不足之处，可参加 Excel 软件培训课程；大多数公司都会为员工报销这类课程的费用。
- 学会最常使用到的 Excel 软件功能对应的快捷键（参见表 15-2）。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

非传统思维

在表 16-1 所有建议的最佳实践方法中，其中有一条在严格意义上来说并不通用，但它却是最好的一条实践方法。通常来说，财务预测中最重要的元素就是假设数据，它们是证券分析师提供的“秘方配料”。大家的第一反应都是会把它们放在其影响变量的上面或下面。对于较简单的电子表格来说，如果只使用一两次的話，这种方法完全是可行的。但是对于需要使用多年的完整财务模型，应该把这些输入或假设变量单独放在一个工作表里（在理想情况下只供输入数据使用），与受它们影响的公式和结果隔离出来。因为这对很多经验丰富的证券分析师来说看起来是一反常规的做法，所以我觉得有必要在这里谈谈我的几个理由：

- 它只通过一个表格来修改和评估全部参数，与修改庞杂的电子表格中的某个数据相比，它也是非常容易查阅的。
- 在大多数情况下，由于近期的预测都会被实际结果所覆盖，导致证券分

- 析师无法看到过去一段时期内的预测假设，但是如果将它们单独列表之后就不会存在这个问题了。这就能帮助证券分析师看到他们预测能力的长处和不足。
- 它可以建立客户个性化的情景变得更简单（参阅第十八章中的详细讨论）。
- 它降低了犯错误的可能性。

也许你会觉得查看预测假设和它们所影响的结果时还要在不同的屏幕之间切换似乎是一件很麻烦的事情，但是如果你能使显示屏上显示同一工作簿的两个窗口的话，就能立刻弥补这个缺陷：

- 在 Microsoft Excel 2003 版中，可以使用窗口、新建窗口、窗口、布置、水平。
- 在 Microsoft Excel 2007 版中，可以在视图的窗口组合中选择新建窗口，之后选择相同组里的所有选项。
- 在两个版本中，Ctrl + F6 都可以进行窗口之间切换。

为了显示方便，还可以把假设变量放在它们所影响因素的上面或者下面的数据格里，但这个数据格里的内容应该链接回到假设变量的独立表格，而不能任意修改。

我还要再提一点——避免宏命令，这可能也是有违于传统做法的思路。Excel 软件中的宏命令是想把一个本来非常耗时或者非常复杂的任务设置成自动化程序。一部分宏命令是非常复杂的，需要有专业的技术程序员才能完成；而另一部分却是非常简单的，只要一位证券分析师愿意花时间就可以自己完成。例如，如果一位证券分析师发现一组本应横向排列的常规数据却是纵向排列的，那么最高效的转换办法就是使用宏命令。但是除非这名证券分析师之前接受过相关培训，有能力编写复杂的宏命令，不然我还是建议把这些复杂的宏命令留给专业人士去处理。公司的 IT 部门经理有可能知道哪些公司员工或者外部人士可以帮你编写这些类型的宏命令。新建宏命令是一件

非常耗时的事情，无论是新建宏命令本身还是后期维护都需要大量的时间。另外，如果让那些不熟悉这些宏命令的人使用这份电子表格，就更容易出现问题。因此，证券分析师应该总是在新建宏命令之前先试着寻找一下别的解决方法。比如说，如果之前我们讨论的那个例子当中的数据来源于公司内部，那么你就完全可以让公司根据你的要求来重新将那些数据排版。



第十七章

建立公司财务模型

通过之前章节的讨论，我们了解了一些 Microsoft Excel 软件在新建工作簿或工作表时要用到关键的操作功能和最佳实践方法。在本章我将作出进一步的解释，其中会涉及一些新建公司财务模型所需要的基本元素。我在这里只是希望能引大家入门，打下基础；这方面也通常需要证券分析师参加正规的培训课程，保证完全掌握建立有效的财务模型所必需的技能。

我遇到过一些买方分析师，他们没有建立任何自己关注公司的财务模型，在估值方面只是依靠市场的一致预期。我其实非常想不通，因为通常来说，自己独家的财务预测是证券分析师作出股票投资推荐所需要的最重要因素。但是，稍后我也会提到，有时候证券分析师的确可以依靠对估值或市场的敏感性作出一个出色的股票选择。所以，不愿意建模的买方分析师通常认为想通过一个优于市场观点的财务预测来得到超额收益是非常困难的。说到这里我就不得不提一下，我在本书的调研过程中遇到过诸多赫赫有名的实践家，他们都是从市场观点着手，然后根据自己的观点对其进行调整，从而找出大众看法的错误所在。因此，本书中最佳实践指南的剩余部分均假设证券分析师为了找出市场在何时对股票的判断会出错而建立了公司财务模型。

为公司建立财务模型固然非常重要，但也要适可而止。只用投入选择股票所需要的时间就好了。一位从业十余年的买方分析师认为，“为一个公司建模的时候，输入的信息刚好够用就行了，没必要加入太多的信息，这样反而会让日后进行数据更新成为一种负担。”对于很多证券分析师来说，尤其是那些入行不久的新人，细致的财务模型就好像是一个保护伞；往往一张电

子表格上的行数列数越多，证券分析师就觉得越有保障。但问题就在于，关键因素唯一的验证方法就是向他人征询观点——通过打电话或者出外勤，找出市场到底在哪里出了问题。

就好像金凤仙^①要找到那一碗不烫也不凉的稀饭一样，证券分析师建立的财务模型也不应该过于复杂或简单。证券分析师德鲁·琼斯（Drew Jones）先生曾经是摩根士丹利的证券分析师经理，在他看来建模的精髓就在于“找到华尔街尚未察觉的未来催化驱动因素，并且为估值争论勾勒出框架”。他的看法正好和我们早些时候提到的在建模框架中需要关注2~4个关键因素的理念不谋而合。分析一家公司和一个部门的历史趋势和当前趋势应该能帮助证券分析师了解到某个关键产品的定价和产量增长率或者某个主要成本项目的通货膨胀系数，这些因素都有可能在投资时限之内驱动一只股票的走势，因此值得我们给予最多的关注。

值得注意的是，人们大多期待卖方分析师对他们跟进的所有公司都建立一个非常细致的模型。从客户的角度来看这个要求确实有其现实意义。但是模型之中大部分的细节问题都是可以分派给团队里低级别的成员来完成的。资深卖方分析师和大多数买方分析师都应该把更多精力放在那2~4个关键因素上，以便能更好地发现它们对股票的影响到底有多大。如果分析显示某个因素不太可能会对股票有驱动作用，那么就不要再在它上面浪费时间了。这对于那些希望能把一家公司方方面面的细节信息都放到模型之中的证券分析师来说其实是一件非常困难的事情，但是如果一些因素真的没太大作用，他们就必须要学会放弃。表17-1中有我对一个理想的公司财务模型的描述。

表 17-1 理想的公司财务模型必备要素

一个理想的公司财务模型必备以下五个要素（AEIOU 五要素）：

- 精确（Accurate）：在技术上可行吗？是否所有项目都运算正确？各个财务报表是否已被有机整合？
- 高效（Efficient）：在需要的时候对数据进行更新和增添行、列是否方便？该模型中是否不包含宏命令和循环引用，可以让你快速作出修改？

^①Goldilocks and the Three Bears, 《金凤仙与三只熊》，英语童话故事。——译者注

(续)

- 易懂 (Illuminating): 是否能容易地发现关键因素的走势和异常情况? 是否能容易地找到收益率、每股收益增长率、投入资本金回报率等关键财务衡量标准? 是否能容易地发现会计中的检疫旗信号?
- 组织 (Organized): 是否对每份文件都做了详细记录, 让他人方便查询? 所有的假设都集中列在了同一个地方吗? 每一份财务报表和公司运营部门分解报告都列在独立的电子表格中了吗?
- 实用 (Useful): 模型中关键因素的相关假设是否容易修改? 方便证券分析师通过各种情景考虑到所有尚未探究的可能性? 证券分析师是否把模型当做一个有用的工具帮助自己发现市场观点在何时会出错? 还是仅仅认为这是改变股票评级之前不得不做的一项工作而已?

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

一些证券分析师认为建模是一个巨大的工程, 但最重要的是我们需要把它至少分解成两个独立的阶段: 一是建立历史模型, 二是建立未来预期模型。这个阶段的分解步骤是非常重要的, 因为证券分析师要 guarantee 自己花在未来预期模型上的时间要比他花在历史模型上的时间多出 5 ~ 10 倍。对于把主要时间集中在建立历史模型的分析师常常忽视这一点。历史固然至关重要, 但这也仅仅是因为它可以帮助我们了解将来。如果证券分析师的助手可以帮忙建立一个历史模型, 或者直接外包出去, 那就没必要事必躬亲, 只需要在完成之后亲自检查、保证准确无误就可以了。

自己建立还是购买? 公司模型和它们的输入数据

在我的职业生涯的大部分时间里, 卖方分析师都是从零开始建立他们所有模型的, 对我的很多买方客户来说也是同样的情况。在如今外包盛行的潮流下, 一些建模过程中技术含量较低的工作就可以外包到东欧、印度、哥斯达黎加等劳动力成本较低的市场。另外, 市场数据提供商也组建了自己完整的建模团队, 可以为其客户提供这种相关服务。在寻找最佳方案的时候, 证券分析师需要思考以下几个问题:

1. 你对这个模型的要求有多高：

- 要求 100% 准确？
- 要求清楚地找出模型中的历史数据和公司报告数据之间有出入的地方吗？
- 要求以你偏好的格式呈现吗？

2. 你能花多少时间来创建并且维护这个模型？有同事可以帮忙吗？

3. 你有购买建模服务的预算吗，或者其中的模型数据可以从你们公司现有的服务器中下载吗？

4. 你所需要的有关公司或行业的消息是否不包括在公司的常规文件中，而是在公共领域中？

如果你想要这个模型 100% 准确，并且要使用你个人偏好的方法来调整所有的一次性项目，那么每次建模基本上都需要 10 ~ 50 个小时，具体时间长短取决于你对细节的要求程度以及你需要使用历史数据的年限。如果你同时处在另一个极端，即需要跟进差不多 50 只股票，那么你唯一的现实出路就是使用别人已经创建好的模型——要么是一个服务商的模型，要么是一个卖方的模型（如果你是买方的话）。表 17-2 中重点强调了各种最常用的集中获取模型的方法，并且进行了优劣比较。

表 17-2 公司财务模型的来源

来源	优势	劣势
从零开始自己建模	<ul style="list-style-type: none"> ● 个性化设置格式以满足自己的需要 ● 建立起自己对模型和公司运作方式的了解（这一点非常有价值） ● 发现并了解报告结果和调整结果之间不相符之处 	<ul style="list-style-type: none"> ● 三个方法之中最费时的一个
从建模供应商或市场数据提供商（如 Bloomberg 或 FactSet）处下载模型	<ul style="list-style-type: none"> ● 省时 ● 根据供应商的不同会有相应的变化： <ul style="list-style-type: none"> ○ 可能用同一衡量标准适用于同一领域的所有公司 ○ 可能可以很容易地通过网络链接进行更新 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可能在不通知不解释的情况下对报告的数字进行调整 ● 数据的质量受供应商质量控制过程所限 ● 可能需要花费一定成本，尤其是当出售模型为这家公司的一项业务的时候

(续)

来源	优势	劣势
公司内部资源模型或向卖方分析师要求（对于买方来说）	<ul style="list-style-type: none"> ● 省时 ● 无明显成本支出 ● 根据证券分析师的不同会有相应的变化： <ul style="list-style-type: none"> ○ 可能含有注释，解释对较早期作出的某项调整 ○ 可能含有其他地方无法获得的公司和行业信息 ○ 可能涵盖公司使用更加透明的方法报告公司结果的历史时期 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可能在不通知不解释的情况下对报告数字进行调整 ● 在这三个方法之中，可能这样得到的模型格式是最不易被证券分析师所适应的（每一位证券分析师都有自己的思考方式） ● 一个模型使用得越久，它就越有可能出问题。这是由于它曾被多人使用，并且缺乏质量控制程序

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

还有以下一些额外因素需要考虑到：

- 为一个公司建模也是一个极好的学习过程，就好像制作一个飞机模型或者汽车模型一样，你可以在这个过程中看到所有的组件是怎样相互作用的，但这也需要你付出一定的时间。
- 如果你要把历史模型外包出去的话，不要认为所有的供应商的服务都是一样的。有些供应商有一到两个独立的质量控制团队，负责审核模型的准确性，他们和建模团队都是独立运作的。
- 把创建历史模型的内容外包出去可以省出大量的时间，但是不要把未来预期模型以同样的方式也外包出去，因为作为一名证券分析师来说，这才是你可以增加价值之处。

布局 and 细节

一名证券分析师的财务模型应该是一个能帮助其挑选股票的工具，而一个公司的 10-Q 表格或者 10-K 表格则是旨在满足监管需求。有时候这两个目标之间并不完全吻合，这也就意味着证券分析师不应该在建模的时候只使用公司文件中的信息。你可以把模型中数据的顺序与公司在媒体上发布的财务

文件的数据顺序保持一致，这样在业绩公告时期就可以巧妙地提高数据更新的速度。但是，证券分析师应该只对他们获得新观点有帮助的信息才放到模型中。一些证券分析师会在他们的模型中新建一个工作表，然后把公司季度收入报告中的数据全都堆在里面，再把模型中需要用到这些数据的地方进行链接。这样做虽然能加快处理速度，但是需要留意确保公司发布的数据格式没有发生变化（由于可扩展商业报告语言 [eXtensible Business Reporting Language, XBRL] 已经被越来越广泛地使用了，熟悉它的用法也许能帮助你解决这个问题）。

根据重要性不同，我们可以把财务模型中的每一项都按照一到十的等级进行排列。排在一级的项目完全没有任何重要性可言，排在十级的项目是最为重要的。所以，排位较高的各个项目应该包含尽可能多的细节，可以是公司数据得到的信息，也可以是从证券分析师的其他行业信息源处得到的信息；排位较低的项目只要把数据照原样输入就可以了，甚至可以用一个宽泛的项目概括出来。当然存在一些倾向于对价值型公司的重要性高于对成长型公司的重要性的因素，我在表 17-3 中都有列出。那些曾经是关键因素或者是在将来有可能成为关键因素的元素都应该被列在高位。发现这个建模技巧的卖方分析师认为，证券分析师不应该只进行简单的假设，“如果财务模型的驱动因素既非常复杂又对模型非常重要”。

表 17-3 价值型和成长型公司独有的建模注意事项

价值型（或周期型）	成长型
<ul style="list-style-type: none"> ● 找出在过去曾有助于预测出周期拐点的因素 ● 相对需求的供给增加 ● 退休后福利 ● 资产负债表表外债务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 确定市场的极限规模（市场到底有多大规模） ● 实现增长的资金来源 ● 股票期权行权的稀释

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

下面我举一个例子来进一步解释这一点。在我职业生涯早期开始跟进美国 CSX 运输公司的时候，我建立的模型包含了当时这个公司五个部门的所有细节，我的模型中损益表部分多达 200 行。随着经验的积累，我意识到这家公司的小型驳船部门实在不值得我用 30 行数据跟进；而与此相对，由于

铁路煤炭运输价格和劳动力成本最有可能导致业绩超出预期，因此需要关注更多的细节问题。如果我之前就能花上一些时间来琢磨一下前些年到底是有哪些因素在驱动这只股票，那么我早就能意识到其实小型驳船部门仅仅需要四行数据：收入、利润、折旧和税前收入。（折旧需要和综合现金流量表中的折旧数据相吻合。）

再举一个例子。我之前工作过的一家公司要求所有证券分析师都找出他们所关注公司的养老金风险敞口——这是一个非常烦琐的工作，需要占用每个公司财务模型中的单独一个工作表。但由于铁路仅仅为公司的白领职员提供养老金，这部分支出对于其财务报表还有股票价格来说相对影响甚微。我对股票的判断从来没有因为养老金的支出而出现过大幅度变化；所以为什么还要花那么多时间把它放到模型中呢？最终来看，我们发现这对于挑选股票来说完全是在浪费时间，但是作为一名卖方分析师，这也许对客户评价全部有养老金风险敞口公司的相关问题是有一定价值的。

我们要谨遵按照优先级排列这些项目的原则，在建立历史模型时分为以下三个步骤：

1. 在建立历史模型的时候要重点关注以下因素：

- 当前的关键因素在过去也是关键因素吗？或者在将来有可能还是关键因素吗？
- 有必要把三个财务报表整合成一个吗？

2. 找出哪个因素会驱动你的模型中的第一变量，比如产量或者收入。如果一家公司的产量可能较 GDP 增长两倍，那么就把 GDP 放入模型之中。正如表 16-1 中所示，你可能会希望把宏观经济数据和行业的相关数据放在不同的工作簿中，然后再链接到独立的公司模型中去，这样你就不再需要对 GDP 等所有公司的模型假设进行手动修改。

3. 我们在第十二章中已经强调过，可以使用统计学手段来发现在收入（或者产量）、费用以及现金流报表或者资产负债表中的因素之间是不是存在某种关系。当它们之间的确存在紧密联系的时候，就可以用一个因素来预

测其他因素。比如说，如果人工费用相对收入的拟合系数为 95%，那么就
用收入的数据来计算这项开支，而不是用独立的计算方法来确定。

在建模的时候，我们最大的敌人就是财务模型的复杂程度。我的一些同
事和助手都有非常复杂的财务模型，他们觉得这能给他们带来极大的自豪
感。尽管他们认为越复杂的财务模型就越能增加自己的竞争优势，但我却不
认为他们完全认识到了这种模型相应带来的缺点其实已经抵消了它的一部分
优势。财务模型越复杂，就意味着要花越多的时间来更新数据，就可能出现
越多的错误，别人使用起来就越困难。在你把模型传给你的同事或者后来人
（或者发给你的客户）使用的时候，这个问题就显得尤为突出。正像一位买
方分析师说的那样，“仅仅是简单地给财务模型中添加更多的信息并不一定
能带来更好的投资决策。”因此，在给模型加入复杂的宏程序或者链接之
前，要问一问自己有没有更简单的方法也能达到同样的效果。说到底，财务
模型就是一个帮助你作出财务预测的工具而已，而且还是一个需要经常和他
人共享的工具。所以，一定要保证你的模型也能让别人很轻松地使用。

表 17-4 中列出的关键最佳实践方法可以帮助我们在自己建立公司财务
模型和从别处获取财务模型之间找到合适的平衡点，并且还保证能得到有用
的观点。

表 17-4 最佳实践指南（技巧）：建立公司财务模型

1. 总的来说，需要花更多的时间来确定驱动某家公司财务模型的假设，而不是去建立这个
财务模型。如果你的假设有误，那么即使花上整个职业生涯的时间日益完善你的 Excel 电
子表格也是无济于事的。
2. 关于历史趋势是否会在将来继续的问题，不要急着下结论，尤其是当这个趋势是投资主
题的关键因素时。如果条件允许，使用自上而下的方法来确定自下而上的分析结果（例
如，在作出了一个自下而上的三年每股盈利预测之后，看一看它与历史增长率的对比结
果并作出相应调整，以适应整体经济前景和竞争局面）。
3. 确保公司财务模型的结构是根据表 16-1 中的最佳实践指南构建的。
4. 在从零开始建立公司财务模型之前，试着从以下几个方面获取（财务模型或其中的数据）：
 - a. 公司里的有可用财务模型的资深证券分析师。
 - b. 第三方公司，主业提供建模服务（通常都是离岸公司）。

(续)

- c. 市场数据提供商（如 Bloomberg 和 FactSet）。
 - d. 如果你是买方分析师，可以向跟进这只股票的卖方分析师索要多个财务模型，并挑选出最适合自己的一个（或多个）使用。
5. 要确保公司的财务数据准确并毫无调整的唯一做法就是直接从公司财务文件中获取这些数据。通常来说这也是最耗时间的一个方法，也仅仅是在对别人调整过的数据有所怀疑的情况下再去使用。
 6. 如果证券分析师需要自己建立一个财务模型（或者需要对一个财务模型作出重大修改之后才能使用），那么就应该考虑参加一个一到两天的建模培训课程来提高自己的建模能力。
 7. 总的来说，一个财务模型的复杂程度和详细程度应与行业基准内公司或指定的股票领域（或是在投资组合中所占比重，比如正在考虑一笔重大投资）的规模相当。当然也有例外，但除非你真的有可能发现很大的潜在差额收益，否则一定要避免给小公司建复杂的模型。
 8. 尽量把 10-K 表和 10-Q 表中没有包括的重要信息也放到财务模型中去，投资组合经理和客户看到这样超出正常标准的模型会喜出望外的。（大多数卖方分析师仅仅用季度收益报告中的数据建模。）
 9. 在新建一个公司财务模型的时候，可以使用原模型的时间列或者是行标题，但是公式是要重新构建的。如果要把整个模型都作为模板的话，就很有可能增加犯错的风险。
 10. 如果这家公司有很多不同的运营部门，就要考虑为每一个部门都建立一个独立的工作表，然后把所有的信息再综合到一张表中。
 11. 总的来说，财务模型的以下几个方面应该做得更具体（卖方分析师或许例外，也就是说在客户利益方面更具体一些，但是这也并不总是符合以下标准）：
 - a. 当前的关键因素，以及曾经的关键因素，或将来可能的关键因素。
 - b. 从市场尚未了解的反常情况中可发现的突出竞争优势（如果增加细节不太可能有助于作出股票投资推荐，那么可能就不值得劳烦了）。
 12. 如果财务模型中的变量在过去和另一变量有紧密联系，那么仅需要对其中一个作出预测即可（例如，如果人员费用过去对收入的拟合系数为 0.95，那么它就应该和收入增长相关联，而不是单独再对它作出预测）。参见表 12-4 中的具体讨论。
 13. 对于需作出季度财务预测的证券分析师来说，应该至少提前一年作出预测（例如，在 2012 年年底，证券分析师就应该作出 2014 年的季度财务预测了）。
 14. 用一个单独的部分专门记录有助于分析重要趋势以及可能出现会计检疫旗（具体讨论

(续)

详见表 14-1) 的重要比率和增长率 (如投入资本金回报率、收入增长、边际收益率)。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

做出两年“季度数据”的优点

卖方分析师几乎总是以季度为单位对下一年作出预测,再以年为单位对之后所有的时期作出预测。这种做法对于很多买方分析师来说也是可行的,但是一些证券分析师因为时间有限或者他们的基金的投资周期较长,就只能以年为单位来作预测了。

总的来说,那些“以季度为单位”进行建模的证券分析师(即把他们把每年情况分解为四个独立的季度估算)都喜欢在年初前或者年初的时候(即在一月下旬报表公布之前或者之后)对下一财政年度进行季度估算。这其实是一个很痛苦的过程,因为需要把年度数据分到四个季度中去,要为季度因素或者一次性的问题作出调整,而且大家都希望全年总计不要比上一年的估算相差太远。

从业这么多年,我发现了一个缓解这种痛苦的方法:提前一年进行季度性建模。我相信正是由于这一点改变,最终帮助我在盈利估计的准确性方面比我的竞争对手更占优势,也给我带来了一些额外的优秀股票投资推荐。但这并不是说证券分析师就需要和他们的同事或者客户分享超过一年的季度估计,而是说在财务模型中应该包括季度性数据的假设。

通过把今后两年的财务模型都进行季度化调整,再加上公司都会发布当季的季度报告,证券分析师就可以根据刚刚发布的季度报告中出现的不正常项目或者趋势,对下一年对应的季度预测作出必要的调整。能够提早一年对不正常的项目进行调整会变成你的核心竞争力。如果要使用更加传统的方法进行季度化分析,证券分析师就需要回忆所有过去 12 个月中每一个季度发生的每一家公司的不正常事件,而这几乎是一个不可能完成的任务。

这种做法的第二个好处就是可以让证券分析师比华尔街的其他人更早一步进入一月下旬的第四季度收入披露季。公司通常在这个时候也会提供其第

一季度指导信息，但是很多证券分析师都没有把他们的模型进行季度化分解，因此他们不知道该如何利用这些数据。这种广泛存在于市场上的迷茫状态正好可以为你在近期提供一次交易机会。就我关注的领域而言，在一年中的其他时候都会有大约 10 ~ 20 家经纪公司会提供一部分每家公司下一季度的市场一致预期。但是由于大多数证券分析师都只在二月份才会作出第一季度的盈利预测，所以在一月份的时候，有关第一季度的市场观点就经常被一两个估算所曲解。很多公司都是根据市场一致预期进行交易，所以如果我的预测和一致预期有很大的不同，那么这就是一次机会，能让我在一家公司发布其第四季度的收入报告和提供一季度指导之前，或者在二月上旬关于第一季度的一致预期获得之前就推荐一个交易。

最后一个好处就是它可以提高估值的准确性。当你使用未来 12 个月的盈利或者现金流数据对一只股票作出估值的时候，大多数证券分析师都在用当前全年估算的百分数加上一个下一年全年估算的百分数（在十月上旬，他们使用当年的 25% 和下一年的 75%）来计算。如果这家公司上半年的表现非常糟糕的话，这种计算方法就会出问题。因为尽管这段时期已经过去了，但是它还是会影响到之后 12 个月的预期估计，得出的数据会有所降低。如果证券分析师把之后两年的估算都进行季度化处理，那么他们就总是可以使用每一个季度之后的四个季度的估算数据，这就大大降低了出现这种问题的可能性，从而提高估值的准确度。

第十八章

为最重要的关键因素构建情景预测

引言

每个行业都有很多道路通向成功，但是一个人究竟是取得了成功，还是取得了成就，往往只是差在一个因素之上。对于证券分析师来说，毫无疑问，发现可以产生超额收益的观点应该是需要掌握的最重要的技巧。但是紧接下来就需要对未来盈利作出精确的预测，这对于卖方分析师来说尤为重要。研究表明，如果你按照盈利预测准确度排名前五名的卖方分析师的建议投资，股票回报就会高得离奇。如果你是买方，我在这里提出的建议就是尽量去找到能作出最准确预测的卖方分析师；如果你是卖方，那么就尽量作出最好的预测。从我的经验来看，我觉得盈利预测的准确性和产生超额收益之间的联系其实并无法通过复杂的财务模型得到（尽管财务模型有时候可以帮点忙），而是要靠一名证券分析师围绕关键因素寻找观点的能力。这种能力对于盈利预测的准确性和产生超额收益来说都是非常重要的。

我初入这一行是在 20 世纪 90 年代初，那时的卖方分析师会提供盈利预测报告，但是在书面报告或者和客户讨论中都很少会提到价格目标。随着互联网时代的到来，买方客户可以更快、更容易地接触到卖方分析师工作中所有重要的基本问题，于是他们也对价格目标提出了要求。最终，在互联网泡沫开始扩张的时候，这就变成了一件司空见惯的事情。但是在泡沫之后，证券分析师和投资组合经理们就开始产生质疑，单一价格目标是不是商业活动中最好的办法。股票毕竟不会在一段时间内都以单一的价格进行交易。

摩根士丹利的全球研究总监胡安·路易·佩雷兹（Juan Luis Perez）先

生在 2006 年发起并全力推动所有证券分析师都考虑建立情景模型，以提供盈利预测和价格目标的变动范围。这个观点在公司内部逐渐开始非正式地流行起来，并成为一个开放的平台，它旨在让证券分析师打开思路，从而使买方客户能把这些情景运用到其投资过程中去。这个提议的最初想法是想引导证券分析师的思维过程去考虑一些极端情况下的可能性，从而让公司的证券分析师去探索那些通常不会被列入考虑范围的因素。他会跟证券分析师说，“要对潜在的乐观和悲观情景进行双向思考。”毕竟在通常情况下，能给你带来最意想不到效果的正是那些你不了解的事情。（如果你可以意识到自己有不了解的事情，那么还是可以通过调查研究获取相关知识的；但是如果你根本没有意识到它的存在，那你就根本不会去了解。）同样重要的是，一定要意识到每个证券分析师都在自己的模型中加入了一定的主观偏向看法，这也会导致他们有意识地去证实自己的观点（我们将在第二十一章中讨论证实偏向）。有些证实偏向是可以通过预测情景消除的（或者至少能被识别出来）。一家大型对冲基金公司的研究总监就非常关注这个问题，他说：“在大多数情况下，新入行的证券分析师总觉得自己知道问题的答案，这是因为他们都太过于相信自己的模型。他们的思维方式导致自己无法找出问题究竟出在哪里。”

想要改变每一个情景的每一个模型假设是不实际的，因为这会花掉大量的时间，而且你所能得到的结果其实也和只修改 2~4 个关键因素的假设不会有太大的区别。毕竟如果你的基本情景是一家公司在明年可以每股净赚 3 美元，确定在牛市的情况下这只股票盈利会到 4 美元或者 5 美元就显得更加重要，而不是对 3 美元作出更加精确的微调。

在理想的情况下，你会按照常规发现具有以下特点的关键因素：①对股票有巨大影响的；②非常有可能发生的；③不在市场观点中的。但无奈的是，你遇到的很多关键因素仅仅能满足这三个条件中的两个。于是，你能提供给投资组合经理或者客户的东西就会非常有限。资深的买方分析师在通常情况下会告诉我，卖方分析师只要在每年提出一两个能取得成功的好主意就能算是成功了。总的来说，买方公司对其证券分析师的要求会更高，但是大多数公司也只指望买方分析师每一季度能提出几个就好。就算你不能每周都

作出一个很好的股票投资推荐，也没必要灰心丧气。但是也要时不时地反思，确保你能定期提出好的股票投资推荐来产生超额收益。

与买方分析师相比，人们认为卖方分析师这个群体都有些过于乐观。一位在卖方和买方具有 27 年从业经验的证券分析师理查德·鲍洛蒂（Richard Bilotti）先生也非常同意这一点。他说，“如果市场没有糟糕到熊市的话，买方更多关注的是悲观情况和基准情况下的表现；而卖方大多关心的是股票乐观的表现。”如果卖方分析师能更多地考虑到股票在悲观情景下会如何表现，那么他们的观点就能更加平衡，也能更好地理解买方客户的需求。

为了构建一个情景，首先要列出所有此前找出的股票关键因素。如果关键因素超过 4 个，那么你的研究就可能因为考虑的因素太多而不堪重负；你也许可以列出一大堆可能在未来某一天驱动你关注的股票的因素，但是最好只把其中 4 个列为关键因素，或者更少。在你的投资年限内，只是这些关键因素会大幅度驱动你的股票。回想一下你曾经遇到的那些扶摇直上或者一落千丈的股票。引发这些大幅度变动的因素往往不是一系列因素，而是一个最重要的因素——在很偶尔的情况下可能会有两个。这也许是由于产品价格、产品销售量或者成本远远超出预期，但是通常不太可能是这三个因素同时作用的产物。你的任务并不是要找出所有会影响到公司股票的因素，而是要找出哪几个因素的影响力最大。要记住，你工作的绝大部分应该在于如何合理地进行时间管理——尤其是要知道去哪里寻找目标。这个过程可以大幅缩小你的寻找范围。

事实也证明你完全有可能会收到过多的信息。Mauboussin 公司的研究显示，尽管公司管理层和卖方分析师都倾向于首先想到纽约或波士顿的基金公司，但是在这两座城市之外也还是存在着很多其他非常优秀的基金公司（Mauboussin, 2008）。

在第八章中，我已经在尝试着使用一些特定的定量标准去衡量某个因素是否可以足够影响到财务数据（在我给出的例子中使用的是 5%），这是需要一定研究才能实现的。现在让我们做一些更深入的研究，来更准确地衡量是否会存在一个催化驱动因素，并且有可能让这一关键因素变成市场观点的一部分。例如，之前我发现如果一家煤炭公司没有长期销售协议的约束，那

么其股票就将会受到煤炭价格的影响而发生剧烈变化。现在，我需要来确定的就是究竟有多大的产量是不在合同之内的，以及收入对煤炭现货价格改变的敏感性。虽然这一点的重要性不言而喻，但是通常证券分析师都不会去做这些额外工作来进一步深化他们的研究。摩根士丹利的证券分析师亚当·郎森（Adam Longson）先生非常认同这一理念，他觉得证券分析师应该“深入发掘财务模型中的关键驱动力并且一探究竟，问一问为什么。不要仅仅停留在对明年价格会上涨4个百分点的假设上”。

在构建各种情景的时候，不要忘记公司从历史到现在，一直都会在价格和市场份额之间、再投资率和预期增长之间寻找平衡点。即使在牛市行情下，如果假设公司的产品价格超过所有对手，而且还比公司在历史上任何时期的销售量增长都快，看起来也是不怎么现实的。必须发生一些具有非常重大意义的事情才可能出现这种情况。在太多情况下，最好的情景也没有考虑到增长需要的资源，比如说雇用更多的职工或者增加研发的费用。

在这个过程中，下一步就是要从对股票的影响程度和每种情景出现的可能性这两个角度来评估乐观、悲观和基准情况下的情景。这一步是一门技术活儿；如果一间房子里有五名证券分析师，那么他们对每种情况发生的可能性可能会给出不同的定义。关键就是要把最有可能发生的情景定为基准方案。在煤炭的那个例子中，你可能想要使用10年煤炭现货价格作为你的可能性最高的长期远景，或者对当前市场动态中的因素作出调整——比如因为产量问题而导致的供应量从紧，或者由于新煤矿开采而导致的供应量加大。关键是要保证你的乐观和悲观的情景都是在合情合理的范围之内；你不应该把百年不遇的事情也放在你的财务模型中。例如，如果美国西部煤价在过去15年中都是停留在每吨7~10美元，你可能就不会假设煤价在你的乐观情景中能上升到每吨15美元，或者是在悲观情景中能下降到每吨5美元——除非你做了大量的工作，并且结果显示你有足够的理由打破这15年的规律。虽然关于这一点没有一个板上钉钉的规则，但是总的来说，第一准则就是：你的基准方案出现的可能性应该至少有50%，而乐观和悲观的情景出现的可能性在25%左右。当然，有些因素就只存在两种可能性——要么是，要么否；比如说，一家公司的新药能不能得到美国食品药品监督管理局的批准。在

这种情况下，你只会有两种情景，就不需要再找个中间状态了，每种情景发生的可能性都有 50%。

这个构建情景的方法可以帮助证券分析师考虑到未来可能出现的拐点，但这却是整个华尔街都不太常做的事情。摩根士丹利首席投资官兼投资管理部门的全球股票投资主管丹尼斯·施亚（Dennis Shea）先生表示，“我在华尔街工作了这么多年，学到的最重要一课就是不要主观臆断。所有昂贵的分析报告和睿智的评论其实大多数都是人们把当前的趋势延伸到了未来而已。”

把每个情景和每个关键因素都用量化的方式记录下来，这样你就能把它们用在和行业信息源的谈话中以及最终建立财务模型的过程中。如果你得到了一个很好的行业观点，它可能就会影响到你所关注的行业里的多家公司，那么就把它记录在你的行业工作簿中，再链接到每个相关公司的工作簿中去。这是很重要的一步，因为你不会想要把每个相关公司模型里的煤价都自己逐一输入一次，你绝对更不想发现仅仅一些公司的模型进行了更新而另一些则没有更新（我还真的见过其他卖方分析师身上发生过这种情况）。

假设你正在挑选 10 只新股票，并且已经发现每只股票都有三个关键因素，那么你就要进行 90 个情景分析（每个因素有三个情景），这会花掉你大量的时间。这个准备工作的工作量虽然很大，但是一旦你能确定这些因素并且对其进行量化分析，你的研究就能被大大简化——因为你再也不会对那些你认为不重要的因素上浪费你的宝贵时间了。还值得一提的就是，这仅仅是一个过程，其实并不是我们的最终目标。与你的初步研究相比，这些情景会让你感到更加舒服，而且随着时间的推移，由于自己了解到了更多关于公司和行业的信息，你也会对其作出一定调整。Fiduciary Management Associates 公司的高级主管（特许金融分析师）迈克·维塔克（Mike Vitek）先生也认同这个观点，他建议证券分析师“经常重新评估一下自己的主题以及情景假设的环境是否已经发生了变化”。（表 18-1 详细解释了如何通过 Excel 软件构建和管理情景。）

现在我们要来对付一个棘手的问题：确定你的基准方案和市场观点的相

似度有多高。正如一位声望极高的卖方分析师强调的那样，“证券分析师的工作就是寻找市场观点的问题出在哪里，最好能在几年之前就发现。”金融界那些自命不凡的人总能在市场观点一出现的时候就立刻抱怨批评，要么认为观点过时，要么认为太过于乐观了，可是往往事实最后都证明了市场观点的正确性。所以，如果你做了那么多的工作之后，你发现市场观点和你的情景几乎没什么区别的时候，千万不要觉得惊讶。我说的市场观点并不仅仅指的是大家对每股收益或者现金流的估计，而是整个市场关于这只股票的看法。我们会发现，很多时候一家公司在某一季度内的表现低于一致预期，但是它的股票价格却在上涨。这是因为这家公司已经超过了“悄悄话数字”——这个数字实际上就是当前市场的观点。关于这个问题，我们将在第二十章中进行详细讨论。

表 18-1 最佳实践指南（技巧）：在 Excel 表中构建情景预测

（感谢 Murray Hill Associates 公司的鲍勃·琼斯 [Bob Jones] 先生在这一部分给予的帮助。）

在 Excel 表的财务模型中构建情景预测可以让用户通过点一下鼠标就能选择一套假设方案数据。虽然 Excel 软件有自带的情景管理器，但是我发现它并没有强大到能满足大多数证券分析师的工作要求，主要是因为它只有 32 个可变单元格，并且驱动多情景的假设也不能在一个地方看到。

因此，我总结出了一个较为理想的构建过程可以达到这个要求。在以下的例子中，用户在 Excel 表中构建三套假设：一个基准方案，一个乐观情景，一个悲观情景：

1. 假设在开始这个过程之前，财务模型中的所有初步假设变量（基准方案情景下的假设）都在一个工作表中，大家可以把它叫做“假设参数”（参见第十六章中的非传统想法部分）。这个工作表中的假设参数（如收入增长率或利润率）和财务模型的其他部分是相互链接的，因此，这些单元格中的任何变更都会改变最终的输出结果（如 EPS 或现金流）。
2. 在设置假设参数工作表的时间段（如季度）时，最理想的情况就是让每一列都和财务模型中同样时间段的各列相对应（如果财务模型 2012 年第二季度为 AB 列，那么假设参数工作表的 AB 列也应该对应同样的时段）。
3. 在假设参数工作表中，把整套假设参数复制粘贴到下面的某一区域中，保证对应列的一致性。对每个情景都要做相同的工作。同时可以在每套假设之间留出空余行，我们可以以 100 为单位进行分级（例如，基准方案从 100 行开始，那么乐观方案就从 200 行开始，悲观方案从 300 行开始）。

(续)

4. 至此，工作表中应该已有四套完全相同的参数了。可按如下方法命名：
 - a. 第一个：驱动当前财务模型结果的参数（这一部分肯定是包含公式的）。
 - b. 第二个：基准方案情景。
 - c. 第三个：乐观情景。
 - d. 第四个：悲观情景。
5. 在假设参数工作表中，找一个位置醒目、不受任何变量影响的单元格，比如 A1 单元格。输入数字 1，用于情景 1。
6. 清除驱动当前财务模型结果参数部分的所有含有原始变量的单元格，并把最左上角的假设单元格替换为使用 Excel 的 CHOOSE 函数从以下情景中选定的变量。例如，=Choose (\$ A \$ 1, C100, C200, C300)。（当编辑公式时按 F4 键可方便插入用于绝对引用的 \$ 符号。）
7. 把这个公式复制到驱动当前财务模型结果的其他参数部分。它们应该都含有 CHOOSE 函数，可以把以下整套假设中的参数对应到公式中。当 A1 单元格中的数字由 1 变成 2 时，第二个情景中的所有假设都应该在驱动当前财务模型结果的参数中出现。
8. 用不同颜色表示字体格式，这样驱动当前财务模型结果的价值就是黑色的（或其他用于公式单元格的顏色），而底下部分每个情景中的单元格中输入参数也有自己的颜色。完成这一步后可以为顶部的单元格区域设置保护。
9. 至此，我们就该修改三套情景的假设参数了。即使所有情景中的假设参数都可以修改，证券分析师也还是应该重点修改这家公司那 2~4 个最重要的关键因素。（我们没有那么多的时间来对每个情景中的各个变量都做出精细调整。）
10. 你可以隐藏多行数据，这样在每个情景中就只显示这家公司那 2~4 个最重要的关键因素。Excel 软件有相应的功能可以快速、便捷地隐藏数据行，也可以一次性展开所有数据行。包括：
 - 自定义视图
 - 数据组合及分级显示
11. 根据需要修改每个情境中关键因素的假设参数。
12. 为了在不同情景之间切换并且能更清楚地找到当前正在使用的情景，我们可以建立一个有选项（option）的分组框。在 2003 版中，打开表单工具，在 2007 版中单击 office 按钮、Excel 选项、自定义，并确保左下拉菜单显示“所有命令”。双击“分组框”和“选项按钮”标志，把它们添加进快捷工具栏（在工作表的最上方）。
13. 单击分组框，在假设参数表的顶部空白区域画一个矩形；大概有名片大小就足够了。把该对象的标题从分组框改为“情景切换”。只要每个选项按钮都是建立在分组框之下

(续)

的，单击选项按钮就可以修改工作表的数据（首先建立的会变为 1，第二个会变为 2，以此类推）。

14. 单击选项按钮，再在分组框内部接近顶部处单击。把该对象的标题从选项按钮改为“基准方案”。
15. 在选项按钮的边缘处单击右键，再单击设置控件格式。在控制标签上，点击进入单元格链接，找出原来开关设置的工作表和单元格（= 'Assumption Inputs'! A1）。
16. 单击建立的第一个选项按钮，应该在 A1 单元格里输入 1；建立好第二个之后，由于这是在同一分组框中建立的第二个选项按钮，因此就可自动在相同的控制单元格中输入 2。建立好第三个之后，就可自动在相同的控制单元格中输入 3。以此类推。
17. 为了始终把选项按钮和分组框联系在一起，在分组框边框外单击，长按 Ctrl 键，同时逐一选择每个选项按钮。全选之后，在其中一个对象上单击右键，然后选择组合。这个带有选项按钮的分组框可以复制到财务模型中的任意地方。由于所有副本中的链接都指向正确的控制工作表和单元格，所以在任意一个分组框的副本上单击都会改变控制工作表里 A1 单元格的数值，同时整个财务模型中也就作出了相应的修改。这同样也是一个非常有用的视觉指示器，可以随时显示出目前财务报表应用的是哪个情景。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第四部分 掌握估值和挑选股票的实用技巧

目前我们谈到的所有最佳实践方法都会在这一部分中得到有机组合，让证券分析师能比他们的竞争对手挑选出更好的股票，这就是本部分的核心任务。

鉴于估值通常是挑选股票的基础，在这里我首先要强调一下目前最常用的各种估值方法的优劣之处。这些方法可大致分为两个种类：单一时期的估值倍数和多时期的现金流。这两种方法都有各自的长处与不足，但最终大家还是更多地选择了单一时期的估值倍数这一方法。因此，我也将在此对其着重讨论。我还会讲到公司在其业务领域内寻找历史估值参数的内容，这对任何一个刚刚接触新领域的证券分析师来说都是非常重要的练习。最后，在估值章节的结尾，我总结了建立可比公司表的最佳实践方法。

估值会把我们引入下一个最佳实践方法，这也无疑是最重要的一个最佳实践方法：克服全部常见的挑战，把自己打造成为一名出色的股票挑选者。我会先具体谈谈这些挑战都是什么，然后提出 FaVeS™ 框架，强调所有好的股票投资推荐都至少要在以下几个领域中的某一项上有过人的独家视角：财务预测、估值或者观点。另外，所有过人的股票投资推荐都要有一个明确的催化驱动因素，以确保证券分析师的独家观点在他的投资年限中可以被市场广泛地接受。在本章的最后，我会重点强调一些非常实用的经验教训，这都是由经验丰富的股票挑选者在实践中总结出来的宝贵财富。

股票挑选并不仅仅是关于数字的学问，它同样也包含着感情因素。因此，在之后的章节里，我会试着帮助证券分析师提高他们的意识，发现那

些会影响到专业投资人的各种常见心理缺陷，从而尽可能避免出现这些问题。

在本部分的结尾处，我介绍了技术分析，希望能够借此收集到诸多有价值的信息，比如说趋势、支持和阻力等，来帮助我们改进基本面分析。

第十九章

了解常用估值方法的优点和局限性

估值很简单，难的是基本因素分析。

——摩根士丹利前资产组合经理，John Levin and Co. 公司首席信息官菲尔·弗里德曼（Phil Friedman）先生，以及对冲基金经理佩里拉·温伯格·帕特纳斯（Perella Weinberg Partners）先生

引言

如上所述，一些证券分析师把估值弄得过于复杂了。虽然对股票选择来说，估值是非常重要的工具，但很多证券分析师都忘记了它其实仅仅是一个工具而已，并非一剂万灵丹。估值中的挑战和现实中的问题影响着证券分析师对概率、时间选择和关键因素的强度等的判断，由此导致证券分析师作出不稳妥的股票选择，而上述因素只有通过更加透彻的基本面分析才能得到更好地评估。

股票估值是一个非常宏大的话题，在亚马逊在线的网站上搜索相关书籍就有超过一万本。对于如此复杂的问题，我显然无法在这一本书中面面俱到，所以我会有选择性地把重点放在证券分析师可以用到的最佳实践方法上，帮助他们作出更好的估值，选出合适的股票。以下是作股票估值时常用的几大步骤：

- 他们充分掌握了自己所关注股票的历史估值参数或者可比公司，尤其是那些财务特点类似的公司，这对了解该公司日后可以承受的估值水平来说是至关重要的。
- 他们非常尽职尽责地去找寻为什么市场会给他们所关注公司的股票作出

现有的估值。

- 他们意识到了一些最传统的估值方法的局限性，比如市盈率（P/E）、价格/每股自由现金流比率（P/FCF）、市净率（P/B）、市盈率相对增长率比率（P/EG）以及现金流量折现（DCF）。

选择一个估值方法

估值过程第一步，我们需要获取以下信息：

- 对于给定业务领域内的股票，要先找出市场正在使用的估值方法以及曾经用过的估值方法。
- 如果有不止一个催化驱动因素，就要找出可以引发股价变动的所有因素。
- 看看是不是有类似的催化驱动因素，能让投资人在合理的投资年限内考虑使用另一种估值方法。

得到这些答案的最好方法就是和之前负责过这只股票的人交流。（关于这部分的一些要点我们在第八章中已经讨论过了。具体请参见找出“这只股票的核心是什么”方法的第一步。）

大多数股票都是由市场在某一时刻通过某一种估值方法作出估值的。虽然使用一种以上的估值方法对证券分析师来说的确会有帮助，但是如果他们想以改变估值方法作为股票投资推荐的首要理由的话，就应该谨慎行事。有时，证券分析师认为某只股票被低估是因为市场使用了错误的估值方法，但是一年之后却发现市场仍在继续使用这个“错误”的估值方法。之后我们会在股票选择的最佳实践指南中讨论到，通常会出现行业发生重大转变或者在突然破产事件中需要一个地板价的估值（与持续经营的那种天花板式的估值还是存在差异的）的时候才会改变估值方法。但是这种情况并不常见，因此应该谨慎地使用其作为股票投资推荐的一个合理理由。关于这个话题，具有15年卖方和买方经验的证券分析师马特·奥斯特维（Matt Ostrower）先生认为，“如果你正在使用的估值方法和大多数市场参与者使用的方法不同，你就需要准备好迅速调整你的方法，和大家保持一致。”

常用估值方法的优点和局限性

哪一种估值方法是最好的？目前最常用的一些估值方法可以分为两大类：单一时期的估值乘数和多时期的现金流。前者主要用于相对其他同类型股票的评估，而后者用于确定股票的绝对价值（即内在价值）。从理论上讲，如果资金管理公司试图为客户得到相对基准收益来说更多的回报（比如大多数共同基金），那么其就应该使用相对估值方法；而对于那些目标在于实现绝对回报的公司（比如很多对冲基金）来说，就应该使用绝对估值方法。例如，在互联网泡沫爆发前夕，客户还仍然期望大多数共同基金经理全部进行股票投资，可是如果基金经理是使用现金流量折现方法进行估值的话，这就很难实现了。说到这里我也不得不提一下，在实际中其实有很多公司都允许其证券分析师使用这两种估值类型。

研究表明，证券分析师往往在使用了更加精确的多时期估值技巧（比如现金流量折现）之后——而不是使用简单的直接方法，比如市盈率——股票价格目标准确性才得到大幅提高。对于那些曾经给出最准确的盈利预测的证券分析师来说，他们的股票选择业绩会更加出色（Gleason, et al., 2008）。

从学术角度来看，现金流量折现之所以能够得到最多的认可，是因为它可以用来衡量公司未来的自由现金流，这几乎是每一个估值方法的核心内容。^①从参与者的角度来看，基本市盈率由于其形式简约而备受推崇。研究表明，即使卖方分析师在讨论估值的研究报告中使用时现金流量折现方法，他们也很少用它来调整价格目标（Imam Barker & Clubb, 2008）。同一研究还向我们指出了以下几种被卖方分析师列为最重要的估值方法（按照重要性排列）：

①在《达摩达兰论估值》一书的第七章和第八章中对乘数估值和现金流折现的估值方法有透彻的讨论。《达摩达兰论估值》，第2版。Hoboken: John Wiley & Sons, 2006。

《达摩达兰论估值》一书的作者系纽约大学的列奥纳德·斯特恩商学院的财务学教授阿斯沃思·达摩达兰（Aswath Damodaran）。他获得过多个奖项，包括1990年纽约大学突出教学成就奖，1988年斯特恩商学院优秀教师奖，以及1988年、1991年和1992年年度教授奖。他还曾在加利福尼亚大学伯克利分校任教。在美国领先的财务杂志上发表过多篇论文，同时，他还是多部公司理财及价值评估方面的专业畅销书及教材的作者。译者注。

- 市盈率 (P/E)
- 现金流量折现 (DCF)
- 企业价值乘数 (EV/EBITDA)
- 价格/每股自由现金流 (P/CF)

我在这一行做了很久之后才总结出来，即使是那些最高智商的资金经理也都想要把事情弄得简单一些。我和他们的看法是一致的，主要是因为绝大多数估值都是使用单一时期乘数方法作出的，它们受诸如盈利、现金流或者账面价值等简单的可预测标准所影响。这些方法并非简洁，但也不过分复杂。正是这些特点使得它们能经受住时间的考验，受到站在行业决策金字塔顶端的投资组合经理的青睐（他们影响着每一个人的薪水，甚至是卖方分析师的薪水）。但是这些方法也有其不足之处，这也是为什么我建议大家在使用单一时期乘数估值方法的时候，用多时期现金流估值方法来核实它的结果。如果这两个方法得出的结果存在显著差异，证券分析师就应该开展更加深入的研究。

没有什么方法可以防止主观偏见影响我们估值的结果。（即使在这项工作完全交给电脑程序来处理的时候也是无法避免的，因为程序员编程的时候存在于思维中的主观偏见也多少会对结果产生一定的影响。）因此，证券分析师使用他们公司内部的估值框架就会比较好，因为这个内部框架也许仅仅只需要一份财务预测就可以得到价格目标。但是也不应该盲从这个结果，而是应该把它当做一个现实检查的方法，以确保证券分析师的主观偏见没有影响他/她自己的估值分析。最后，证券分析师可以对任何类型的估值都作逆向处理，以达到或者接近他们期望的价格目标。这里的挑战就在于要在整个过程中都始终要保持诚实。我们可以创建一系列的情景，使用不同的估值方法或者不同级别的估值参数进行分析，这样一来，单点乘数估值和思维过程中的潜在弊端就能得到很好的解释和弥补了。

乘数基础的估值方法的主要好处就在于它们相对简单并且能被快速使用。每个市场数据提供商都有一个屏幕来显示这些类型的估值乘数。但问题是，对于诸如盈利、现金流和销售额这样的分母来说，现在对其时间框架还

没有一个统一的观点。20 世纪 90 年代初我进入这一行时，大多数服务都只能在最近 12 个月或者上一年结果的基础上提供这些乘数。可是由于股票是以对未来预期的情况进行交易的，因此这些乘数其实并没有什么价值。现在越来越多的服务都正在使用远期市场观点来计算这些乘数，但是我们能再一次看出，下一年、未来 12 个月和接下来四个季度的数据之间还是存在着差异。这看起来似乎微不足道，但是我曾见过在某些情况下这些乘数相差有整整一个点之多，这对于一个价值增长缓慢的股票来说可以等同于 10% 的差异。

在研究历史估值范围的时候，至关重要的就是要确定收集分母（财务数据）供应商有没有及时地抓住当时的市场观点或者那一年的实际结果。由于卖方分析师通常对于未来盈利预期比公司实际报告的数字更加激进，这两个数据序列之间可能会存在着很大的差异。例如，如果一个证券分析师想找出一只股票在 2002 年 1 月的时候的历史市盈率，可能得到的结果是 2002 年全年盈利预测的 10 倍（当时的市场观点），但却是公司 2002 年实际的报告盈利的 12 倍（因为与公司最终的报告相比，市场观点往往会更加乐观）。很明显，由于股票不会按照实际结果来进行交易，所以使用 12 倍的市盈率得到的未来的价格目标将会比较高。（它将会按照市场观点的预期进行交易。）

乘数基础的估值方法最大的缺点就在于不能明确地反映一个公司的长期增长率或者风险，但这对于现金流量折现分析来说却是核心元素。毕竟，一个估值比率通常情况下都是建立在不超过 12 ~ 18 个月的盈利或者现金流的基础上的。如果一名证券分析师有同一个行业里 20 只股票的市盈率可比数据列表，但是每一只股票受长期增长率和风险影响的程度却并不明显。比如说，两只股票可以在很多年之中都拥有相似的市盈率，但其中一家公司虽然有较快的增长率，却被较高的执行风险所抵消；则这些因素可以在现金流量折现分析中能被更加清楚地界定出来。市盈率相对增长率（P/EG）是唯一不符合这个规律的乘数基础估值方法，但是它通常仅表示下一年度（或者有可能是下两年）相对于本年度的收入增长，这也没有多时期现金流量折现分析那样精确。说到这里需要提一下，增长率和风险通常会在乘数基础估

值中暗示出来。也就是说，在其他所有的条件都相同的情况下，较高的增长率和较低的风险会导致较高的市盈率。我们还有一些方法可以在公司增长率的基础上来计算市盈率，比如本杰明·格雷厄姆（Ben Graham）的公司估值增长公式：价值 = 当前（正常）盈利 \times $(8.5 + 2 \times \text{预期年增长率})$ （Graham, 1985: 158）。

市盈率（Price-to-Earnings）

在基于乘数的估值方法中，市盈率的使用是最广泛的，这是因为市场对大多数公司的盈利都有一致预期，并且也经常被当做自由现金流的合理替代。其缺点就是盈利不是自由现金流，所以一家公司有强劲的收益增长并不意味着它可以带来充足的自由现金。同时，很多公司在操纵利润方面也比现金流有更大的灵活性，这也让市盈率比基于现金流方法的可靠性更低。

价格自由现金流比率（Price-to-Free Cash Flow）

价格自由现金流比率是最接近现金流量折现估值方法的乘数，但是缺点在于它使用了一个时期的数据。另外，资本支出也可以在年与年之间有所波折起伏，这可以在很大程度上扭曲给定年限内的自由现金流。同时，一些证券分析师把流动资金的变化纳入其中，而有些证券分析师却不把它包含在内。

市净率（Price-to-Book）

市净率比仅在少数行业中使用，这些行业的资产要么是流动的，要么非常容易计算，最常见的就是银行业和经纪公司。但是在这些情况下，证券分析师必须保证这个账面价值是可以信赖的。诸如国家金融服务公司（Countrywide）和贝尔斯登（Bear Stearns）这样的公司以远低于账面价值的价格出售公司，就表明其最近期报告的账面价值是不切合实际的。对于大多数公司来说，账面值并不是当前的市场成本或者重置成本，而是建立在历史成本的基础上所得出的。即使是两个有着类似增长特点和风险特点的公司，如果其中任何一个进行了任何形式的合并收购的话，这两家公司的账面价值也许就没太多可比性了。

股价与销售额比率 (Price-to-Sales)

股价与销售额比是一个较弱的估值方法，这是因为一个给定的销售额很少在多个公司中产生相同的现金流量。但是对很多没有收益或者现金流的公司（在过去 10 年中航空公司有好几年都是这样的状况）来说，这也许是仅有的估值工具；它可以给很多正处在困难时期的公司提供一个最低限额的价值。

多时期现金流

现在我们来看看多时期估值方法。现金流量折现是最主要的方法，排在第二位的是剩余收益 (RI) (Imam et al., 2008)。这些方法抓住了一个公司随着时间推移而产生自由现金流的潜力，这样一来也就把关注的重点放在了增量资本的回报上。对投入资本金回报率的关注对于很多基金来说都是很重要的，因为它与股票价格的变动有着非常紧密的联系。同时，由于这些方法可以帮助证券分析师在绝对价格的基础上衡量什么时候股票更便宜什么时候更贵，从而提供了一个可以跳出过热市场或者进入超卖市场的机会，因此也更具有优越性。这些方法最大的问题就是，有一些假设参数——比如股权风险溢价、永久增长率和增量资本的投资回报——通常都是主观衡量，因此也就很难通过研究来支持。另外，这些变量中任何一个微小的改变都有可能很大程度上影响到价格目标，因此也让这些方法的实用性受到了质疑。最后，随着强调的假设参数变得越复杂，也就越有犯错的可能性。在我多年的从业经历中，遇到的一些高级别的估值错误都出现在现金流量折现的复杂模型中。这种允许在现金流量折现模型中出现的主观性同时也给了证券分析师更多的机会去操控结果。纽约大学斯特恩商学院的金融教授阿斯沃斯·达摩达兰 (Aswath Damodaran) 博士写了一系列非常有见地的估值书籍，他也非常同意这个观点，“我们的分析表明证券分析师虽然将现金流量折现作为一个有用的工具，用于更加精确的估值，但总的来说还是在乘数模型和/或主观判断的基础上把它作为一个灵活的手段，用于‘逆向处理’估值估计。”

常用估值方法的优点和局限性如表 19-1 所示。

表 19-1 最佳实践指南（知识）：常用估值方法的优点和局限性

方法	优点	局限性
所有乘数估值方法（如市盈率（P/E）、市净率（P/B）和市销率（P/Sales））	<ul style="list-style-type: none"> ● 相对简单并且能快速使用 ● 易懂 	<ul style="list-style-type: none"> ● 并不是所有的市场参与者都会使用相同的方法来计算这个乘数，也就是说，强调的财务数据可以是历史市盈率（Trailing PE）、预期市盈率（Forward PE）或当前市盈率（Current PE） ● 很少含有 18 个月之后的财务预测 ● 与现金流量折现不同，一家公司的预期增长率和风险并不是乘数的直接参数（除了市盈率相对增长比率（PEG）），因此在此基础上很难对不同风格的公司进行比较
市盈率（P/E）	<ul style="list-style-type: none"> ● 因为市盈率是最广泛使用的估值方法，所以人人都了解 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司管理层对盈利的人为操控灵活度大于对现金流的操控 ● 无法体现自由现金流量
市盈率相对增长比率（PEG）	<ul style="list-style-type: none"> ● 结合了盈利增长率（最好是覆盖多个未来时期的），使公司间以及行业间的比较看起来更加可信（但是并不完美） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自由现金流增长比利润增长更加重要，这两个概念并不相同 ● 如果使用市场一致预期，可能会难以找到可靠的长期增长预测
价格自由现金流比率（P/FCF）	<ul style="list-style-type: none"> ● 结合了自由现金流——价值的最好衡量标准 	<ul style="list-style-type: none"> ● 只能涵盖一个时期 ● 各计算方法可能有很大的差别，资本支出的估计水平也会有较大的差异（维持 VS 预测）
股价与销售比（P/S）	<ul style="list-style-type: none"> ● 如果没有盈利或者现金流，则有一定帮助 	<ul style="list-style-type: none"> ● 有销售并不意味着能带来自由现金流——价值的最好衡量标准
市净率（P/B）	<ul style="list-style-type: none"> ● 对于有流动资产的少数指定行业而言，账面价值也许是衡量公司股本价值的良好媒介 	<ul style="list-style-type: none"> ● 对于大多数行业来说，账面价值很少等同于公司的股本市值 ● 账面价值可以受到会计准则的极大影响，这就使得公司的账面价值没有太多的可比性

(续)

方法	优点	局限性
股利收益率 (dividend yield)	<ul style="list-style-type: none">在股市崩盘时有助于衡量底部价值	<ul style="list-style-type: none">尽管经常会被等同对待，但是股息并不等同于自由现金流很难预测管理层何时会降低股息
现金流量折现 (DCF) 和 剩余收益 (RI)	<ul style="list-style-type: none">抓住了一家公司随着时间推移而产生自由现金流的潜力，这是价值的最佳衡量标准把关注的重点放在了增量资本的水平和回报上 (ROIC)比乘数估值方法能更容易地发现过热或超卖的股票或市场	<ul style="list-style-type: none">对于诸如股权风险溢价、永久增长率等难以定量因素的微小变化都非常敏感假设变量很容易根据逆向结果而人为操纵由于需要预测多个时期内的结果，因此需要消耗更多的时间模型复杂，更易出错有时会没有具有吸引力的股本投资由于要衡量非美国的“无风险”利率，所以在跨界比较公司的时候难度会有所增加

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

确认一个合适的基于乘数的估值水平

在使用一个基于乘数的估值方法时，可以依照表 19-2 中的步骤得出一个可靠的估值乘数（或者乘数的范围）。

表 19-2 最佳实践指南（技巧）：以严谨的态度找到合适的估值方法

- 对于给定业务领域内的股票，要先找出市场现在正在使用的估值方法以及曾经用过的估值方法。
 - 如果有超过一个催化驱动因素，就要找出到底是哪一个可以引发股价发生变化。确定这个催化驱动因素会不会在投资时限内再次发生，并促使市场以不同的评估方法来看待股价。
 - 要注意一只给定股票的常使用的估值方法通常不会随意改变，因此，除非出现了行业发生重大转变或者突然破产等事件的情况，导致市场需要采取另一种估值方法的时候，不然改变估值方法就不应该作为股票投资推荐的首要理由。
 - 开始的时候可以采用潜在的股票机构买家和卖家使用的估值方法。研究表明（我在自己的经验也进一步证实），卖方最常使用的估值方法有如下几种：

(续)

- 市盈率 (P/E)
 - 现金流量折现 (DCF)
 - 企业价值/税息折旧及摊销前利润 (EV/EBITDA)
 - 价格自由现金流比率 (P/CF)
5. 为了能通过多重视角来审查估值结果, 证券分析师应该同时尝试使用单一时期乘数估值方法和多时期现金流方法。
 6. 对于有多年交易历史的股票, 要收集股票和基准数据的历史估值参数 (即过去至少 10 年内的每周或每月数据) ——比如市场一致预期和价格——以便确定过去任何一个时间点的具有前瞻性的绝对和相对的估值乘数。(不要使用历史市盈率等回溯性数据。)
 7. 对于没有太多历史交易的股票或过去增长率不明显的股票, 收集具有类似特点的公司上述数据, 最好是同一行业公司。
 8. 使用历史估值数据, 从绝对和相对两个角度来计算估值乘数的最高值、最低值和平均值 (详见第七章和第八章)。把估值比率和它的两个组成部分放在坐标图中, 这样有助于找出应该被移除的异常因素或时期 (例如, 当利润出现负值的时候, 就会有收购炒作; 或当市场预期被诸如会计的变化或一次性收费等非经常事件所影响的时候)。
 9. 检查历史估值数据, 以完成以下工作:
 - a. 找出在什么时候绝对乘数的扩张和缩小会与基准情况出现重大差异, 以便找出相对乘数变化的原因。看看这是不是由于市场对 GDP 等宏观因素预期的变化、客户定价等行业或公司层面的问题的变化等因素所引起的。
 - b. 找出在哪些时期公司的股票价格或行业指数的表现远远优于或低于基准情况, 这通常都会导致相对估值乘数的变化。当出现远远优于或低于基准情况的时候, 最大的挑战就在于找出这究竟在多大程度上是由市场新的预期形成还是实际数据修改所引起的。可能刚开始的时候股票的良好表现与 GDP 等因素的变化碰巧一致, 但是市场数据的变化却有三个月的滞后。这将导致股票的市盈率乘数飙升, 但是由于市场预期很快赶上, 市盈率又回落到正常水平。要仔细关注历史时期内估值乘数的缓慢缩小, 尤其是当它与宏观经济或公司明显的过错没有关联的时候; 这完全有可能是市场正确地对缓慢增长作出的预测, 它最终也会随着逐渐下降的市场一致预期而得到证实。
 - c. 找出超出预期或低于预期的表现以及催化驱动因素的提前期或滞后期, 以便更好地理解估值在过去发生改变的原因和投资人在什么时候会进入或撤出一个行业。
 10. 如果一家公司或一个行业的估值乘数和衡量因素 (如市场预期 EPS、增长率或公司当前的投入资本金回报率) 之间在过去有着紧密的联系, 那么就要确保当前的价格目标乘数

(续)

与这个历史关系保持一致。证券分析师常犯的一个错误就是，即使公司的前景或收入已经出现了重大变化，他们还是简单地把历史平均乘数应用于公司当前的收益。如果公司没有历史时期数据可以与当前时期进行比较，那么也可以参考其他具有类似增长率和风险预期的公司（最好是同一行业内的公司）的历史估值乘数和当前估值乘数。

11. 为了避免自选一个估值乘数来维护之前作出的股票投资推荐，可以把通过以上步骤得出的估值乘数（或一系列估值乘数）交给一位可信赖的同事或股票投资委员会，他们会就这个股票推荐的可行度给出客观的反馈意见。
12. 定期检查具有可比性的公司的“可比公司列表”（详见表 20-3），确定错误的定价是否和公司或整个行业无关。
13. 要注意大多数最常使用的估值方法的不足之处，详见表 19-1。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

补充阅读材料

在我看过的所有估值书籍中，经验丰富的实践者都无比推崇两本书：

Damodaran, Aswath, *Damodaran on Valuation*, Second Edition, Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.

Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2005.

第二十章

战胜挑战，作出卓越的股票投资推荐

我没有什么能保证挑选股票一定会成功的行业秘密。如果有，我也会用一笔意外横财去买一个热带小岛把这个秘密藏起来。其实也并不是因为我还没有发现这些秘密，而是它们真的不存在。在整个职业生涯中，我接触了华尔街数以百计的卖方分析师和成千上万的客户，从来都没有见过哪一种低风险高回报的投资策略能够持续成功使用的。我发现一些证券分析师宁愿花更多的时间来寻找这个“圣杯”，也不愿意专心提高自己基础研究的质量，所以我在此先把这一点提出来。

需要提一下，这一部分中的讨论仅局限于使用基本面分析方法挑选股票；我将在第二十二章中谈到具体的技术分析方法。很多投资组合经理都希望他们的证券分析师不要同时使用基本面分析方法和技术分析方法，至少不要在基础面分析工作完成之前同时使用这两种方法。

卖方分析师比买方分析师更占优势的领域其实不多，挑选股票便是其中之一。两方的证券分析师都要作出股票投资推荐，但是卖方分析师即使没什么太大的成就，也可以做很久，而且收获颇丰——因为他们的客户所支付的费用远不止股票投资推荐这一项服务。这样一来，既擅长其他方面的工作又懂股票挑选的卖方分析师在这种工作中付出的努力当然就可以得到回报。但是对于买方分析师来说，如果在股票投资推荐方面做不出太大成就，这就是不可原谅的失职了——因为他们的薪酬标准通常就是根据挑选股票来设置的。

资深卖方分析师、曾担任过买卖双方证券分析师经理的丹尼斯·施亚（Dennis Shea）先生曾连续多年广获业界好评。对于什么样的证券分析师能作出卓越的股票挑选，他有自己的独到见解：

- 客观冷静。也就是说，他们不允许不相关的因素影响自己的判断。
- 长期坚持他们的标准和战略。
- 能充分意识哪些是自己的专业领域，哪些不是。

挑选股票的挑战

千万不要混淆估值和挑选股票这两个概念。截至 1998 年年中，有很多证券分析师都可以清楚地表明科技股的估值过高，但是他们的估出建议在接下来的 18 个月中被证明都是很差的选择，这也远远超过了典型机构投资者的投资年限。挑选股票既是一门艺术，又是一门科学。正如图 1-1 所示，我们到现在的讨论主要是针对挑选股票的科学性这一部分而进行的：识别关键因素、建立财务预测并通过估值获取价格目标范围。最后一个阶段里也含有科学性的元素，但是为了真正实现成功，证券分析师还必须学会挑选股票的艺术。

有经验的实践者都知道挑选股票是这个工作中最困难的一部分，挑战主要来自以下几个方面：

- 作出一个完美的股票投资推荐所必需的所有信息几乎都不是现成的。我在工作中发现，证券分析师的经验越是丰富，就越同意这个观点。毕竟，如果这些信息都是现成的，股票就应该已经受它们的驱动而发生变化了。深入、彻底的研究调查有助于为证券分析师提供优于市场的优势，但是仅靠这一点也往往很难百分之百地保证就能作出完全可靠的股票投资推荐。
- 为了更深入地探究某一个投资论点，尽管证券分析师耗费了大量时间勤奋工作，但是通常来说研究初期能得到的结果也是整个市场都清楚的，因此这份努力的价值也就没有那么明显了。科学家和医生可以花几年的时间去研究一个课题，但是证券分析师却需要在相对的紧迫需求和深入研究之间找到一个平衡。
- 市场并不总是存在可以挑选股票的好时机。尽管做了大量深入的研究，在某特定时期，市场可能已经充分合理消化了可以驱动股票的所有关键因素，因此并不存在可挑选股票的机会。

- 某些可以驱动股票的因素是无法预测的。很多证券分析师在2008年年中时有很多经过深入研究的股票推荐，但是都因为席卷全球的次贷危机而完全崩溃了。这些“黑天鹅事件”是无法预测的，如果不发生的话，这些精挑细选的股票本可能是很出色的投资推荐。
- 很多证券分析师的工作量实在太大了，使得他们没时间去寻找独家观点。我们之前也有提到，很多公司都给自己的证券分析师加了很重的工作负担，总是让他们关注很多股票，以至于证券分析师的时间只允许他们采取防御性策略，这也就意味着他们没有时间进行创意性思考并从中产生超额收益。如果一名证券分析师只是一直在消化着市场上已有的信息，那么他是无法战胜市场的。
- 感情因素经常会导致证券分析师作出错误的决定。这一点将在第二十一章有进一步的讨论。

你的与众不同之处在哪里？

简单来说：产生超额收益的关键就是看待未来的股票价格有比市场更精准的视角。要达到这个效果，证券分析师必须持续不断努力，最终总是能在以下三个领域中的任意一个里得到优于市场的观点，这三个领域也就组成了我们的 FaVeS™ 框架：

- 预测：优于市场的财务预测。（这是基于我们先前提过的诸多最佳实践方法之上的。）
- 估值：优于市场的估值方法或者估值乘数。
- 心理：对投资人的心理作出优于市场的预测。（心理因素不会导致任何根本的改变，通常情况下只能在短期内驱动股票或市场。）

就是这些——没有别的了。如果你在这三个领域的观点都无法超越市场观点，那么你就无法作出什么有价值的股票投资推荐。然而很多证券分析师都无法领会这一点。摩根士丹利前研究副总监德鲁·琼斯（Drew Jones）先生会告诉证券分析师，“不要以为你们比市场聪明，如果你认为市场是错误的

话，那就拿出点不被市场了解或者市场所不知道的信息证明给大家看。”鉴于这三个领域在 FaVeS 框架中的重要性，我们将在以下的部分逐一详细讨论。

优于市场的预测

在 FaVeS 框架中的三个元素中，与其他两个领域相比，新手证券分析师更容易得到更好的财务预测，这是因为另外两个领域都需要更多的时间和经验才能熟练掌握。在通常情况下，市场一致预期综合了一大批业务熟练且经验丰富的证券分析师的观点。因此，当证券分析师独自作出的预测和市场一致预期存在很大差异时，那么可以初步认为他作出预测假设是错误的。我们需要花费大量的时间才能搞明白为什么一位证券分析师会作出跟市场观点相差巨大的预测，但这却又是作出股票投资推荐之前的一个必经步骤。关键就在于要保证预测中这个“差异化”元素集中在某一个专业领域内，或是已经被深入地研究过了，而不仅仅是简单的更乐观或更悲观的考虑。也正是基于这一点，证券分析师在作出一个重大股票投资推荐之前需要先对乐观、悲观和基准情景分别给出预测；这就能对关键假设进行压力测试，并且迫使证券分析师站在交易另一方的立场上来思考这个问题。（更多信息详见第十八章。）

在预测结果和市场一致预期不符的时候，一定要保证完全理解了市场一致预期的内容。我们可以通过回答以下几个问题来作出判断：

- 有多少证券分析师参与到这个市场一致预期的产生过程中？某些信息针对的投资时限远不止两三年，这时候参与此类信息发布的卖方分析师非常有限，这几乎无法代表大多数行业的市场观点。
- 相对于总体的市场一致预期来说，“核心的市场一致预期”是什么？有一些证券分析师对股票盈利预测比其他同行更好，这一点在实践中是完全可以理解的，也是得到研究证实的。（StarMine 的专利产品 SmartEstimate 会更侧重过往业绩预测表现超群的证券分析师的估计数据。）他们的看法和市场观点的差异在哪里？
- 这些估计结果已经过时了吗？卖方分析师在季报公布之后更新他们的估计结果时，很少会在以后两个月即下一个季报披露前对情况作出重大更

新。因此，如果某个财务预测和陈旧的市场观点存在很大差异，它的价值也许会很高。当然也有可能这个预测一文不值，因为市场已经充分消化了这一因素。

- 对数据中包含的信息有没有什么异议？数据供应商在这方面的的工作越来越让人满意了，但是某些情况下卖方分析师的估计结果中也会含有一些被其他人忽视的内容。

在讨论过上述有关市场观点的程式化问题之后，证券分析师如果仍然坚持自己异于市场观点的预测，我们接下来就有必要了解其中的原因了。一家大型卖方公司的全球研究总监告诫证券分析师，“如果你不知道价格中都包括了哪些因素，你就不可能搞明白为什么一只股票会上涨或下跌。”这也是证券分析师的工作中更有难度的方面之一，通常需要和那些跟这只股票关系紧密的卖方、买方和公司内部人士进行单独谈话才能得到相关信息。（需要访问的专家范围在第八章中已经有所讨论。）

评估市场一致预期的另一个方法就是去调查访问买方分析师。可以很正式地以网页问卷形式进行，或者也可以简单地给五个同事打打电话就行。很多卖方分析师或买方分析师都会每周或每月会定期调查访问买方分析师，以此了解市场观点中的关键假设，同时评价投资人的心理变化。

如果证券分析师有一个不同于市场观点的估计结果，那么就一定要谨防新手证券分析师通常都会犯的错误——过多信任那些管理团队薄弱、预测历史糟糕或者没有成功作出过预测的公司。摩根士丹利的前战略家亨利·麦克维（Henry McVey）先生常说，“不要吹破牛皮。”可能这听起来像是常识一样，但的确有很多证券分析师——尤其是在他们入行初期——自我感觉非常良好，仅仅因为他们给了那些令人质疑的事情更多信任，就认为自己的财务预测比华尔街的预测更准确。对于那些财务预测表现欠佳或者没有成功表现的公司，资深卖方分析师通常都会把他们的财务预测报告结果打折之后再作出市场观点预测。因此，发现你的预测远远优于市场观点也许并不能成为你提高一只股票评级的理由。或者我们可以换一个方法来看：在面临牵强理由的时候，可以尝试打一垒和二垒，并不用非要逞英雄打出本垒打，尤其是在

你刚入行的时候更要注意。

很多买方分析师都没有时间（或者可能是没有这种想法）来作自己的财务预测，而是完全依靠卖方分析师的预测。对于那些采用这个战略的买方分析师来说，他们的首要任务就是找到哪些证券分析师的预测结果更加准确。我并不是说只有曾经作出了精确盈利预测的卖方分析师才有可能给买方增加价值，而是说买方分析师应该要保证他们使用的一切财务预测都是来自于在该领域业绩突出的卖方分析师。通过 StarMine、Bloomberg 和 FactSet 等机构对证券分析师预测准确度的调查结果，我们可以更有效率地找到他们。以下是一些支持这个观点的看法：

- 一项知名的研究表明，盈利预测准确度排名前 20% 的卖方分析师作出的股票推荐产生的回报几乎比被动指数高出 75 个基点，而那些来自在盈利预测准确度排名后 20% 的卖方分析师作出的股票推荐产生的回报则要比被动指数的还要低 50 个基点（Loh 和 Mian，2006）。
- 另一项研究表明，由《机构投资者》杂志设置的“全美”证券分析师价格目标的准确率在目标适用的 12 个月之内达到了 54%（Asquith, Mikhail, & Au et al., 2005）。同时，超过该目标的比率为 37%。

如果买方分析师不靠卖方帮助，自己作出了预测，他们也许应该和卖方分析师共享结果，但必须选择正确的时机。如果买方分析师充分发挥自己的优势作出透彻的研究分析之后，发现自己有理由坚持一个异于市场的观点，并且他所属的公司已经完成了相关交易，他就完全有权利去说服卖方分析师明白自己的观点，以保证市场观点（和股票——在很大程度上）会按照他的预测发生变化。买方分析师可以给卖方分析师发电子邮件，或者和他们进行一对一的谈话来说服他们。

优于市场的估值

我们完全可以把得出异于市场观点的股票推荐寄希望于股票的估值乘数将被重新评级，或是市场将改变其惯用的估值方法，但在绝大多数情况

下这都是经验不足的证券分析师的思维方式，也很少有成功的案例。在没有任何明确的催化驱动因素的情况下，对一只股票作出从当前 15 倍的市盈率上调到 17 倍的预测应该是受到质疑的。估值乘数总是朝着财务预测修改的方向移动（我们之前已经讨论过），这与通过正确地预测出市场将能承受一只股票的新估值乘数或者估值方法从而产生超额收益的概念是不同的。比如在 2008 年，通信行业的证券分析师之间就出现了分歧：有一部分是在根据税息折旧及摊销前利润（EBITDA）给股票估值，而另一部分却采用股息收益率这种保守方法给股票估值。但是，真正的估值差异因素应该集中在公司的财务预测上，具体来说，也就是每家公司对其债务进行再融资的能力。

如果一名证券分析师将要使用一个不同于市场观点的估值乘数或者估值方法作为股票推荐的理由，就必须清楚地知道为什么市场会有这样错误的看法，并且也要知道可以修正它的催化驱动因素。可以对成熟公司作出历史估值分析或者比较其他具有类似预期增长率的公司的估值乘数，这样可以帮助估值分析建立一个框架（在第十九章中已有详细讨论）。

由于这相对来说是一个比较直白的概念，所以让我们首先来讨论估值方法作为股票推荐的催化驱动因素的潜在变化。按常规来看，一只股票的常用估值方法是不会随着时间的变化而轻易发生太大改变的。但是也要考虑到以下三个例外情况：

- 当一家公司或者一个行业正在经历重大长期转变的时候，比如从低于平均值回报转向产生远高于资本成本的回报，或者是当一个增长行业因为市场过度饱和而遇到瓶颈的时候。
- 当一家公司或者一个行业处在商业周期的某一时点（比如严重的萧条时期）可导致市场使用保守估值方法（如市净率、股价与销售额比率或者股息收益率）时。
- 当一个行业正在发生会计变化的时候（例如，媒体公司在摊销会计政策结束的时候，从企业价值/税息折旧及摊销前利润（EBITDA）比率转到市盈率。）

由于这些情况都不太常见，大多都只是某一个行业内十年一遇的概率，大多数股票推荐并不能以此作为推荐的依据。正如一位买卖双方经验丰富的证券分析师所说，“不要仅仅因为股票发生了变化就立刻改变你使用的估值方法。只在基本因素发生重大变动的时候再调整估值方法即可。”在这种情况下，你可以作出非常出色的股票推荐，但是这也只能是建立在你准确判断出上述重大事件对股票的影响的基础上才有可能发生（当然，即使对于资深的证券分析师来说这也是非常困难的）。

折现现金流量（DCF）无疑是常用的估值方法中最复杂的一个，而且它也多见于学术场合而不是市场实践。正因为如此，新手证券分析师在刚刚从商学院毕业之后，都会掉进这个陷阱中。他们都以为只要用了这个复杂多变的折现现金流量估值方法，就能发现定价有误的股票——那些由于市场按照传统做法使用基于乘数的估值方法而从未被发现的问题。这个替代估值方法对于思考价值创造的长期驱动因素来说是有益的，但是除非在一个特定的投资时限中整个市场都使用折现现金流量分析，否则不应该把它当做推荐股票的基础。总的来说，不要觉得越是复杂的估值方法就越能准确地预测出更好的股票价格目标。

证券分析师得到不同于市场观点的估值结果还可以通过另一种途径来实现——估值乘数，由于它发生变化的频率更高，所以与改变估值方法相比这种途径的可行性更高。说到这里我也要提一下，它也经常被误用在质量不高的股票投资推荐中。我们使用“乘数”这个词来指代典型的估值乘数，比如说市盈率和价格每股自由现金流（P/FCF），但是它也指代那些驱动折现现金流量和剩余收益（Residual Income）模型的参数。

没有经验的证券分析师经常在没有透彻了解预测的情况下就觉得一只股票的乘数看起来很便宜，这是他们经常犯的一个错误。例如，如果一只股票在以相对市场预期9倍的市盈率交易时，相比其历史10倍的乘数低了10%，这个原因很可能是因为这个市场预期已经过时了，并且新的预期可能要低10%，目前市场价格则已经包括了这一因素。所以分析师所发现的这个机会最后仅仅是证明他的预期（或是说原市场预期）要在以后的三个月内调低，从而目前的股票价格正好反映了其原始的估值乘数。总而言之，当分析师以

股票估值乘数的变化作为股票推荐的依据时，一定要严格地检查财务预测以确保它不会很快地向相反方向变化。

当一家公司正在经历某种转折——例如一个重大的转机——的时候，那么就有理由认为这个乘数将会上涨。但是在实际盈利超出市场一致预期之前，市场是不太可能支付较高的乘数的。可以回想一下，有了透彻的研究之后，不同于市场观点的财务预测提供了一个更加稳定的平台来做出股票投资推荐。

不关心经济或者行业周期的当前状态是在该领域内的另一个常见错误。周期性的股票通常以最低的乘数在周期的最高点交易，以最高的乘数在周期的最低点交易。当市场认为最高点即将到来的时候，乘数就会收缩，好的股票投资推荐也不会试图阻止这一趋势，直到市场认为本轮下降趋势不再明显时才能恢复。这并不是说证券分析师不应该尝试着赶在市场前面判断周期的开始或结束，但是与市场趋势作对本身就不处于优势。如果证券分析师的分析是以乘数的变化为基础的，那么在推荐一只周期性股票之前就一定要彻底地了解这家公司在行业周期或者经济周期中的时点，这一点是至关重要的。为了得到相关信息，证券分析师可以（也应该）通过审查历史估值乘数，再与之前讨论到的经济和行业因素进行比较。对于周期性股票而言，在周期末期时，可以根据正常化的收益和现金流计算乘数，看看它们是不是真的“便宜”。

然而，该领域内最常见的错误就是完全缺少可以用来解释一个不同于市场观点乘数的深入分析。有不少证券分析师都会花费很长的时间建立一个收益或现金流预测，然后只花几分钟就选出一个不同于市场观点的估值乘数。研究报告中会出现类似“因为我们相信这家公司更好的前景能支持其高出2个点的估值乘数，所以我们提高了自己的价格目标”的语句。于是，乘数就莫名从历史的15倍市盈率提高到17倍市盈率，但却未提供任何历史背景或者合理因素。为什么是17倍？为什么不是18倍？为什么不是20倍？这样随随便便就增加两个点，能让公司价值增加13个百分点，也可能没有对其进行相应的详细检查。但是，如果证券分析师是通过选用了每股收益（EPS）或者现金流而预测出这种变化，那么也许就已经对其进行详细检查了。为了避免武断地应用估值乘数，一定要遵照第十九章中讨论的过程来找到一个以乘数为基础的合适的估值水平。

优于市场评价投资者心理变化

在 FaVeS 框架中，证券分析师如果要得到一个不同于市场的观点，就需要探索三个主要领域。其中，正确预测出市场心理变化无疑是最困难的一个，这个本领通常需要多年的经验才能掌握。我真的希望能有什么方法可以在新手证券分析师上班的第一天就把这个本领教给他们，但是他们的确需要在整个职业生涯中通过关注股票和行业的变动才能逐渐通晓这一技能。再说得明白些，我们这里强调所要掌握的技能并不是如何在市场一致预期或现金流预测改变之后再去了解投资人的心理会出现怎样的变化，而是要在这之前就察觉出来。这种心理因素几乎总是与财务预测的预期改变相关，但是它们也总是在一个方向上反应过于强烈，这样就提供了一个买入或者卖出的机会。这些机会不太可能会在 Excel 电子表格中表现出来，而是要从市场参与者的行为给出的信息之中解读出来。

了解投资人心理的最基本因素之一，就是要搞清楚在这位证券分析师的业务领域内，股票是由哪种类型的投资人所持有的。并不是所有的股票投资推荐都需要在不同类型（价值型、合理价格增长型和趋势型）的投资人之间换手，但是它也的确常常有自己的好处。比如说，如果一个价值型基金认为某家公司因成功进入一个高增长市场而买入其股票，那么增长型投资人需要推高它的价格，直至让价值型经理可以在某一利润点成功出手。虽然并不是每只股票都能完完全全属于某种投资类型，但是通常说来，搞清楚当前该股票持有人的投资理念也是非常重要的，这可以使我们：①发现可能会给这只股票出价更高的潜在买家；②考虑到如果这家公司出了问题，它最后的买家属于哪一种类型。成功地从价值型转到趋势型的公司，其股票能轻松地上涨 30 ~ 100 个百分点，但是如果这个势头减弱，通常也没有人去接正在落下的刀子，直到它跌到让价值投资者再次觉得有利可图为止。如果证券分析师能明白这个概念，那么对于正在下跌的股票，在价格未能达到能吸引价值投资人的水平之前，他们是不会草率地作出任何股票投资推荐的。

明白市场导向、行业和市场心理的资深证券分析师经常可以在较早阶段买入股票并且能避免过久持有。表 20-1 中重点列出了一些最佳实践方法，

能帮助大家利用市场心理的不足之处，表 20-2 中列出了一系列证券分析师可以监控的因素，能帮助大家更透彻地了解市场的心理变化。

表 20-1 最佳实践指南（技巧）：利用市场敏感性的不足之处，提高挑选股票的水平

尽管这些方法中有几条是能独立使用的，但是几乎所有方法都需要配合透彻的基本研究才能达到最佳效果（仅仅根据市场时机来投资股票而不进行基本研究是非常危险的）。

1. 在大家都看好某个行业或某只股票的时候，增加自己卖出的意愿；在没人愿意持有某只股票的时候，增加自己买入的意愿。在出现以下几种信号的时候可以卖出：
 - a. 所有或者绝大部分卖方分析师都买入某只股票的时候。
 - b. 卖方报告和金融媒体的普遍观点为“这次的情况和之前不同”或“保证不会出任何问题”的时候。
 - c. 这只股票对利好消息不再有积极反应的时候。
 - d. 估值将要接近或超越最高水平的时候。
2. 在作出股票投资推荐之前，要保证近期市场预期不低于已公布的市场预期。这好像看起来是每个人都知道的常识，但是还是有很多时候，证券分析师根据一个长期催化驱动因素作出股票投资推荐，但却没有意识到由于近期市场预期过高，股票价格近期仍将会在低位徘徊。
3. 对于深度价值投资而言，在建立仓位前要观察其他投资人是否会完全丧失信心。
4. 如果某只股票的价格由于一些新出现的市场担忧情绪而大幅下跌，不要等到风险日趋明朗之后才作决定，不然就会为时已晚。状态不明朗也能带来一定的机遇可以利用。
5. 当沽空的投资人大肆渲染某些消息的负面影响时，不要感到恐慌。
6. 如果价值型股票出现了大幅变动，价格不再便宜的时候，在假设这只股票会继续上涨之前，一定要找出能吸引新一批投资人的实际催化驱动因素（如 GARP 或增长）。[⊖]
7. 不要忽略市场对风险的承受力而独自作出股票投资推荐（即在市场风险承受力变强的时候拒绝推荐业绩较差的公司，比如在经济周期将要结束的时候）。
8. 在公司管理层持股锁定到期之前不要推荐买入其股票（除非由于这些担忧而导致这只股票的价格已经很低）；很少有投资人会想在此类事件发生之前大量买入。
9. 不要在某家公司将更换首席执行官之际推荐买入其股票，除非更换首席执行官本身就是重要的催化驱动因素。

⊖（Growth at a Reasonable Price）是一个混合的股票投资策略，目标是寻找某种程度上被市场低估的股票，同时又有较强的持续稳定增长的潜力。GARP 策略与价值投资和成长投资的区别在于，价值投资偏重于投资价值被低估的公司，而成长投资注重于投资成长性高的公司，而 GARP 则能够弥补纯粹价值投资和成长投资的不足，能尽量兼顾价值和成长。——译者注

(续)

10. 在恐慌性买入的时候，可做短期沽空以榨取利润（这种情况通常都非常短暂，因此不应该将其当做设立价格目标的理由。）

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

表 20-2 最佳实践指南（知识）：了解市场敏感性所需要监控的因素

- 投资领域内每只股票的短期盈利。
- 公司内部人士的买入和卖出。
- 持有股票的投资人类型的变化。
- 下列内容的市场敏感性发生变化的时候，我们的目的是要了解市场大众的思维方式。我们可以通过定期对买方关于某一行业或某家公司的敏感性调查（有一些最优秀的买方和卖方分析师会做此类调查）得到相关信息。
 - 以下两种股票的名字和类型：
 - 最受关注的股票。（大家都把时间花在哪些股票上了？）
 - 最受冷落的股票。（哪些股票已经被市场遗忘，或者已经被打入冷宫？）
 - 某家公司或某个行业中最大投资人的担忧。
 - 市场预期高出或低于已公布预期。
 - 对于市场和风险状况的普遍看法（牛市或熊市）。
- 卖方分析师应该关注客户买入的投资类型（如价值、混合、增长、趋势）及有关提问；而买方分析师应该在和卖方分析师谈话的时候咨询相关问题。如果投资类型发生改变或者一个新的客户群体开始买入，这通常就暗示着投资人的敏感性已发生了改变。
- 可以通过关注以下因素来确定市场对风险的相对承受力：
 - 国债收益率。
 - 芝加哥期权交易所 VIX 指数。^{*}
 - 交易量的变化
 - 以下方面的近期表现：
 - 业绩较差的公司和业绩突出的公司。
 - 新兴市场 and 成熟市场。
 - 小盘股和大盘股。
- 要注意在什么时候股票价格不会由于坏消息下跌，或不会由于好消息而上涨；这通常表示市场心理正在发生改变。

(续)

- 要当心在相对较短的一段时期内一只股票对某一消息在同一方向上的过度反应，这可能暗示着非理性的买入或卖出。
- 关注技术指标，这一点我们将在第二十二章中详细讨论。
- * VIX 指数是芝加哥期权期货交易所使用的市场波动性指数，是为了记录市场的波动性而设计的。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

对催化驱动因素的需求

我们之前在讨论 FaVeS 框架的时候提到过，在作出优异的股票投资推荐之前，证券分析师必须要在预测、估值或对市场心理变化的衡量中有自己独特的视角。但是如果市场最终没有接受证券分析师与众不同的视角，那么这些也就都不能发挥影响。枪是很危险的，但是如果没有子弹就无法造成任何威胁。所以要有一个催化驱动因素，让市场通过证券分析师的视角来观察整个世界。就像在科学实验中一样，没有催化驱动因素的话，股票价格是不会转变到一个新状态的。但不幸的是，如此直白的概念却常常被证券分析师忽略，他们往往还没有找到可以驱动某只股票朝着价格目标方向移动的催化驱动因素，就推荐购买这只股票了。由于加速增长的销售额是一家科技公司得到更高的乘数的一个非常关键的因素，但是这个催化驱动因素可以是接下来两到三个季度内的季度收益超出预期或者管理层上调收益指引。高质量的催化驱动因素应该具备以下特点：

- 与一个关键因素有关，也就是说，和一个会极大驱动一只股票的因素有关。卖方分析师很少会因为报告中大段陈词微不足道的催化驱动因素而产生负罪感。比如说，在公司即将召开证券分析师大会之前推荐投资人购买股票是没有太大价值的，除非这个证券分析师同时发现了一个不为人知的催化驱动因素——它可能会出现在这次会议上，并且能驱动这只股票朝着目标价格移动。
- 具有非常重大的意义，可以让投资人相信市场对该公司财务结果、长期增长率或者风险的观点会发生重大改变。

- 尚未被市场广泛了解或者认识到。
- 能通过可在一定程度上有预见性的因素预测出来。（经济萧条或者国际货币危机都是不好的催化驱动因素，因为这些因素几乎无法预见。）
- 有可能在投资时限内发生。

如果发生了某些会降低催化驱动因素出现可能性的事情，那么证券分析师就应该重新思考一下投资主题。另外，如果出现了一个催化驱动因素，但股票却没有因此发生任何变化，证券分析师也应该重新考虑投资建议。

成功的证券分析师总是会在他们的业务领域内寻找即将出现的催化驱动因素，尤其是那些可以支持或者驳斥他们的股票推荐的催化驱动因素。在以下几个领域中更是能经常发现催化驱动因素：

- 公司发起的证券分析师大会或者电话会议。
- 公布盈利报告。
- 公司的年度定价、销售额、盈利指引或者估计结果。
- 新法案、规定或者法院审判结果的到期日。
- 公司客户、竞争对手或者供应商提前计划好的通知。
- 新产品发布或者重要的产品扩张。
- 这家公司或者这个行业的销售快报。

如果某一事件有一定的可预见性，证券分析师就应该尽早在日历上把它标出来，并且要尽量形成自己对此事件的观点，看看有没有包括任何可以对他所跟进的股票产生影响的催化驱动因素。虽然证券分析师不应该浪费过多的时间去在意市场上的干扰，但是这又常常有助于监控一些自己业务领域内甚至是没有推荐的股票的催化驱动因素。要特别注意那些大公司，因为它们可能会在很大程度上影响这个行业；也要关注投资组合经理（或者客户），他们也许在这一事件发生之前或之后会提出问题。

在作出股票投资推荐之前需要解答的问题

出色的股票投资推荐由于和市场上的普遍观点不一致，在开始之初通常总是饱受争议的。因此，作出这样的股票投资推荐也往往会让证券分析师很不自在，尤其是资历尚浅的证券分析师更会觉得不适应。哥伦布应该会是一名很棒的证券分析师，因为他一直坚信着大家都不相信的事情，而且尽管他的行为不被看好，但他还是依然坚持了下来。伟大的股票挑选者总是在他们作出自己认为最好的股票投资推荐时都会有一种被孤立的感觉；也正是因此他们才变得如此优秀。对冲基金公司 Appaloosa Management 的合作发起人及经理戴维·泰普（David Tepper）先生谈到他们在 2009 年与金融市场崩盘的市场预期对赌，获得了将近 70 亿美元的利润时说，“我觉得自己很孤单。”

证券分析师在作出伟大的股票投资推荐时会感到孤立，这虽然是很正常的事情，但也并不是说证券分析师就不应该和他人一起合作。相反，证券分析师应该试着去搞明白他们的观点和市场观点的不同之处何在，从而保证他们正在构建的是高质量的股票投资推荐。说到底，就是要找到以下几个关键问题的答案：

- 证券分析师的哪个观点和市场观点存在差异？这个观点在 FaVeS 框架中处于什么类型？
 - 预测：财务预测是否和已发布的市场一致预期或者当前预期有着重大的差异？
 - 估值：要想这个股票投资推荐起作用，是不是需要使用一种新的估值方法或者一个与众不同的乘数来对这只股票进行估值？
 - 市场心理：在预期的催化驱动因素作用下，市场投资心理会不会出现重大改变？
- 为什么市场没有得出这个观点，或者为什么市场忽略了这个观点？
- 在哪些催化驱动因素的作用下可以让市场接受这个与众不同的观点？这种催化驱动因素会在什么情况下出现？
- 哪里会出错？最有可能让投资主题偏离轨道的事情是什么？（如果证券分

析师能充分意识到某一特定股票投资推荐的内在风险，那么就足以说明他已经在相关领域做了透彻的研究。)

这里我们得出的主要结论就是，伟大的证券分析师不会在他们找到这些重要问题的答案之前就作出任何股票投资推荐。只有不成熟的证券分析师才会忽略某只股票当前的市场观点，觉得它最终会有一个新的合理价格。因为不会有一个现成的渠道让你了解市场观点，所以回答这些问题是这个工作中最有挑战的一部分。这也就是为什么伟大的证券分析师往往都不是通过建立复杂的估值方法来获得这些答案的，而是在和广泛的市场参与者的谈话和接触中发现的。资深卖方分析师马克·利纳玛（Mark Liinamaa）先生认为，“由于（给市场参与者）作出股票投资推荐的过程正是你更进一步地了解市场观点的过程，所以这也可以让你变得更聪明。”要找到这些问题的答案，证券分析师应该和相同的市场参与者谈话，关于这一点我们在第八章中已经有过详细的讨论（在以下的清单中也会有所总结），同时要小心在作出一个股票投资推荐或者交易完成之前，不要跟市场参与者透露任何消息。

- 经验丰富的买方分析师或者在目前或曾经持有这只股票的基金投资组合经理
- 对这只股票有兴趣的卖方销售人员
- 交易这只股票的卖方交易员
- 这家公司的投资者关系联络人
- 卖方分析师（如果你是一个买方分析师）

自信是锦上添花

证券分析师作出最好的股票投资推荐时都是坚信不疑的。在股票研究管理部门工作的时候，我对全球金融中心的投资组合经理做了一个调查。从这项调查中我看到，他们对卖方最大的要求就是希望他们能提供有高度自信的推荐。一些人认为可以根据证券分析师在股票推荐上的评级来确定他们的自信程度，但是通常来说，买方很难发现一个有着真正高度自信的想法。证券

分析师不应该碍于情面，不好意思告诉投资组合经理或者客户，尽管某只股票中有更多的积极因素，但是目前仍不是最受自己偏爱的一只股票，因为对另一只股票的信心更高。投资人将会非常感激证券分析师能给他提供这个关于自信度的意见。

自信和顽固之间存在着很大区别。在这种情况下，自信是基于一个有基本分析支撑的成熟信心，而顽固是不理会事实的反驳而不断死守一个观点。区别这两个概念是非常重要的，因为在很多情况下，证券分析师在作出具有高自信度的股票投资推荐时都会忽略与他理念相悖的信息。其实恰恰相反，证券分析师应该欢迎这些信息，要么就解释一下为什么它们和自己的股票投资推荐不相关，要么就改变一下自己的自信程度。珀金思投资管理公司（Perkins Investment Management）的证券分析师克里斯·莱绍可（Chris Leshock）先生谈到这一点时说，“作出出色的投资决定就是在坚信自己的想法和承认自己所犯的错误之间找到一种灵活的平衡。”

从某种程度上来看，自信是随着工作的经验的积累而逐渐建立起来的。在证券分析师逐渐学会了区分哪些因素有可能驱动一只股票，而哪些因素无法驱动一只股票的时候，他们就学会了自信。另外，证券分析师的自信水平可以通过对这个话题的彻底研究而得到提高。例如，如果市场高估了一家公司的法律诉讼的风险，那么证券分析师就可以利用他在这个领域的专家网络迅速联系相关领域的五位律师，这样做就是要提高自己的自信，证明市场的反应是有点夸张了。

价格目标的注意事项

证券分析师应该尽量避免设置单一价格目标，而是要设置由基准情况、乐观情况和悲观情况下财务预测驱动的目标范围（详见第十八章）。正如一位成功的卖方分析师所说，“证券分析师的工作就是给投资组合经理提供所有可能的途径，之后再解释是如何作出最后的选择的。”在这里，我们的目标就是通过充分延伸证券分析师的思维广度，促使他们去考虑更加极端的情况，从而探究那些通常会被忽视的因素。而每种情景都应对应可能发生的概率。这个过程对投资组合经理和客户来说都非常有用，能帮助他们衡量机会

和风险，甚至还有可能提高证券分析师对自信水平的理解。一些买方分析师将使用卖方从悲观到乐观的目标范围来选择股票，比如在作出建议之前分别考虑悲观和乐观不同方案下对应的价格目标。

证券分析师应该避免根据自己的想法（这只股票走势的变化是否有利于自己）来判断某只股票的走势而对价格目标作出修改，而是要等到发生了某些能改变投资主题的事情之后再下结论。但是在以下三种例外情况当中，修改价格目标也是合理的：

- 如果这个价格目标是基于可比公司或者与整体市场的某一比率相关，在同类公司或者市场发生重大波动的时候就应该修改价格目标。
- 与此类似，大多数基于乘数的估值都是由前瞻性财务预测所驱动的。随着时间的推移，最近期的预测也会成为历史，所以需要不断对预测进行更新。为了避免突如其来的改变（比如前瞻性收益突然从当前年份转移到下一年——很多公司都在每年的六七月份这么做），证券分析师应该尽量逐步进行转变（比如使用未来四个季度的收益或者现金流预期）。
- 如果价格目标是在折现现金流量的基础上设置的，那么它就应该随无风险利率、股票溢价率或股票贝塔值的变化而变化。它们的波动频率通常要低于基于乘数的估值，但是也不应该忽略它们。

行业影响

偶尔会出现整个行业都有利于（或不利于）我们的情况，涉及行业内的所有股票，这会给整个行业带来重大的评级调整。虽然这些情况往往都很难提前预测出来，但更重要的是能在调整评级之前给予其足够的重视。1999年美国的经济增长率为4%，这是个非常令人鼓舞的数字，本应该能让铁路系统受益匪浅，但事实却是这个行业的业绩下滑了24%，而标准普尔500指数在同一时期上升了15%。回头再看，我们可以把这个事件部分归因为铁路部门特殊的收购合并后遗症，但是即使是不在此范畴之内的运输业，其股票的表现也十分惨淡——这是因为投资者不顾行业的基本状况如何，都以

“旧经济”股票为代价，进一步转向“新经济”股票。就算你的投资主题对于持有某只铁路股票再好，你还是会被拒之门外。在接下来的两年中，随着科技产业（以及新经济中的一些其他部门）泡沫的破灭，交易情况有所回转——铁路股票上涨了10%，而标准普尔500指数下降了20%。

我并不是在暗示股票评级只应该由行业轮回的观点来驱动，主要是因为这种事件的可预见性非常低，而且发生的概率也非常小。但是，证券分析师不应该与超过6~12个月时间的市场趋势作对，特别是那些虽然业绩不错但脱离市场主流的个股。我们很难预测投资人会在什么时候转移投资热点从而进入或者撤出某一行业，但这也不是完全没有可能——可以研究一下历史状况并评价一下投资人的心理变化，还是有希望的。我们在第七章和第十九章中已经讨论到，要确保观察一下与市场的综合指数相比，这个行业的表现如何，而且要尽量回顾更长的历史时期。如果这只股票的表现曾经在某些时期内大大优于（或低于）综合指数，那么就要去做一点调查研究找到原因。是不是因为担心工业产能、通货膨胀或者消费者开支的影响？会不会是因为另一个行业貌似更加有利，所以把资金吸引过去了？或者是不是由于这个行业里的新风险正在被市场逐渐消化？

并不是所有转移投资行业事件都是由周期性的问题而引发的，有时候可能是长期改变的结果。但是这并不是常见现象，因此也不应该作为经常改变评级的根据。但是有些最好的股票投资推荐也包括长期性的前瞻性观点。我曾有幸与两位在当时排名前五的卖方分析师一起工作过，他们都曾作出了强大的长期性建议，促成了一些独立的股票投资推荐。戴维·爱德曼（David Adelman）先生就给出过一个长期建议，正确地预测出了烟草法案的风险将不会像当时股票走势所暗示的那么高，道格·特雷森（Doug Terreson）先生也作出了“炼油的黄金时代”这一推荐，也正确地判断出有限的炼油能力将把股票价格推高的趋势。

设置退出门槛

我的一位客户经常说，“我不需要（卖方）帮助我投资一个股票……我只需要知道在什么时候出手。”在一个完美的股票投资推荐中，可以在

投资时限内达到价格目标，这也就是出手价位和下调股票评级的合理理由。可现实状况却并不总是这么理想。以下是一些设置退出门槛标准的注意事项：

- 在作出股票投资之前先设置好一系列的退出门槛。这么做可以防止日后逐步形成主观偏见而影响你的决定——这种情况还是经常出现的。因为设置这些门槛的前提是基准情况不变的投资主题，所以它们并不一定要和基准情况、乐观情况、悲观情况中的价格目标一致。（换句话说，如果基本情况非常完美，那么我们在各种价格水平下应该采取怎样的行动？）可以根据以下门槛标准设置价格目标——可以是绝对的市场价格目标，也可以是相对的市场价格目标：
 - 达到乐观预期情况下开始逐步退出。（对于卖方来说，这将是停止重申推荐的时间点。）
 - 达到乐观预期情况下全部清仓，除非重大新信息出现。（对于卖方来说，这个时点应该降低股票评级。）
 - 达到悲观情况下的退出门槛则重新检查投资主题。（例如，股票向推荐的反方向移动了15%。）要注意我并没有说自动地在这个点上退出。也许这个股票投资推荐是一个有效的推荐，只不过在短期内出现了曲折。
- 如果股票达到了悲观情况的出手门槛，不管是为了确认最初的投资主题，还是为了在这一点上退出，都必须要进行额外的研究。如果某只股票的走势和证券分析师的分析结果不一致，那么就必须要搞明白市场观点的理由。如果某条信息与证券分析师的投资推荐相悖但却无法证明其有误的话，我们还是假设它是真的比较好。
- 记录下原始投资主题的细节，方便自己定期审视。如果诸如每股收益（EPS）、投入资本回报率（ROIC）或者新购买者的数量等量化参数并没有呈现出预期结果，那么就应该重新从全局的角度审视这个股票投资推荐。要像在作一个全新的股票投资推荐一样对待这个问题，考虑一下你现在还会再作出同样的股票投资推荐吗？

当有新信息出现时不要排除彻底转变观点的可能性。我还记得，很多时候一有发布卖方评级的变更，就会有一些新信息引起证券分析师的关注，他们也因此有理由对股票投资推荐的可信性提出质疑。实际上，这些新信息对这个股票投资推荐是有负面影响的（例如，一名证券分析师先提高了一只价位较低的股票评级，但最后却在和客户的谈话中发现他忽略了一个重要的关键因素）。如果真的发生了这种情况，我们首先要做的就是确定这条新信息是否真实有效。如果这可能会不利于我们的股票投资推荐，那就严肃考虑尽快改变这个推荐的观点。这虽然是很痛苦的，但也远远好于忽略新信息之后发现最终得到了错误的结果。所以要能忍受这个名誉上的痛苦，承认自己的错误，这样就能把之后经济损失所带来的痛苦降到最低。因此，一定要提前做好尽职调查——如果在作出首次推荐过后没多久就修改评级，你的处境就会非常尴尬。

关注质量胜于关注数量

对质量的强调要多于对数量的强调，这在挑选股票的过程中是非常重要的。之前我们提到的全球范围内的投资组合经理的调查反馈，结果表明，卖方分析师需要每年都作出一两个较好的股票投资推荐才能得到认可。是的，时间是以年为单位的。我并没有专门询问他们的买方伙伴，但貌似也不会高到哪里去——除了那些专注于股票交易的公司之外；毕竟，这是为了获得超额收益，而不是为了增加交易量。很多证券分析师觉得他们每个月——甚至每周——都要作出一个较好的股票投资推荐，但是根据我的经验来看，这样的工作其实是徒劳无获的。（难道一个行业里每周每个月都有那么多的股票出现严重定价错误吗？）有这个想法的证券分析师应该把自己的精力转向获取独家信息，正是这些独家信息才能肯定或者否定他们现有的股票投资推荐。证券分析师应该多发现一些与他们之前的股票投资推荐相关的增值信息，然后把它们提供给投资组合经理或者客户，这比每几周就关注一只新股票能带来更多的价值。

定期回顾估值有助于挑选股票

证券分析师应该定期看看他们的股票的估值水平——最好每天都能关注

一下，最长的间隔也不要超过一个星期。（建立一个估值的可比表格能让这项任务变得简单，详见表 20-3。）这样做有以下几个优点：

- 这可以是改变评级的一个催化驱动因素，并且能确保当前的股票投资推荐和风险调整的乐观情况和悲观情况的可能性相一致。
- 这有助于优先安排时间，也就是能把更多的精力放在可能产生最多超额收益的地方。如果在你的关注领域内有一只股票具有 15% 的上升空间，而与之相比其他的股票仅有 -5% ~ +5%，那么你显然就能知道自己应该在哪里多花点时间了。对于异常值的股票来说，还应该做更多的调查研究获得更高的自信水平，或者改变其中的一个假设，以此使价格目标更加接近市场价格。在那些不太容易产生超额收益的股票上少花一些时间（例如，很稳定的公司通常定价很合适，还有那些完全由不可预见性极高的因素所驱动的股票。）
- 当股票价格接近理想的价格目标时，这有助于分析师自发地去改变评级，通常来说这也是非常值得的。这对于卖方来说尤为重要，因为除非在思维方式或者股票价格上发生了重大的改变，否则证券分析师都不想在一周内重复自己的评级，然后在下一周就降低这个评级。（我在早年的职业生涯中，因为这个错误曾饱受某些销售人员和客户的谴责。）
- 在某些股票或者次级行业随着市场或者关键因素发生变动的时候，这有助于分析师理解市场的投资心理。

**表 20-3 最佳实践指南（技巧）：通过建立可比公司列表找出
具有上升潜力的股票和估值结果偏差最大的股票**

我们可以在某些市场数据提供商的应用程序中建立并保存可比列表，但和在 Excel 中建表相比，它获得数据和操作数据的灵活性通常较差，而 Excel 表格中的数据来源则可以无穷无尽。另外，在线应用程序会很难与公司内部或客户的演示文稿相兼容。因此，以下的最佳实践方法都假设使用 Excel 表格，但也提供了其他选择。

1. 尽量多设置自动获取的数据，可以通过建立公式从第三方数据提供商那里收集数据（如股票价格），或者从证券分析师自己的财务模型获取数据（比如收益和每股自由现金流）。

(续)

2. 在大多数情况下，在显示估值乘数的时候，除了列出市场预期之外，再加上证券分析师自己的预期可以得到更好的效果。当然也有例外情况：可能在某些情况下一些估值方法没有市场观点，或者证券分析师没有自己的预期。通常情况下，根据当前年份的预测和下一年的预测设置两个估值乘数栏是非常有帮助的。
3. 至少应该把下列内容放在所关注业务领域内每家公司的可比列表中：
 - a. 财务预测中所使用的 EPS、自由现金流或账面价值数据。要明确区分证券分析师的预测结果和市场的预期结果。
 - b. 使用证券分析师和市场两种预测结果所计算出的估值乘数。
 - c. 考虑到异常情况后调整得出的历史前瞻性平均乘数。
 - d. 影响估值的其他财务衡量标准。
4. 如果该表将用于讲演报告，那么还要为每只股票添加下列内容：
 - a. 评级或观点。
 - b. 价格目标或价格目标范围（以当前水平的百分比形式列在乐观和悲观情景中）。
 - c. 市值。
 - d. 股票价格及日期。
5. 把下列内容加入表格，如果其他人不常用到这些内容的话，可以把它们做成隐藏栏：
 - a. 证券分析师的自信水平。
 - b. 退出门槛标准。
6. 建立公式，随着时间的发展自动添加下一个周期的数据。例如，如果市盈率是根据接下来四个季度的盈利而定的，那么在当季度报告发布之后添加下一季度的数据是相对来说比较容易的。建立的系统不能非常随意，比如从今年的数据突然换到明年年中的数据，这会使估值水平突然发生变化。在理想的情况下，最好能使用接下来四个季度的数据，这样就不会出现任何过去的数来影响你对未来盈利的预期了。
7. 应该把“其他影响估值的财务衡量标准”设置为自动更新，其中要包括投入资本回报率、过去五年 EPS 的增长率以及未来两年的增长率的市场预期等因素。（很多卖方分析师都不会对两年之后的盈利作出预测，因此任何基于市场长期预测的分析都要格外谨慎。）
8. 在挑选可进行比较的公司时，应按照以下情况进行分类：
 - a. 属于相同或类似的行业和子行业。
 - b. 与被估值的公司具有类似的增长和风险特征。
9. 对于每一类型的可比公司都要对不同的财务指标标准建立中位数和平均数衡量体系（如

(续)

果需要，还可以为大盘股和小盘股分别建立相应的中位数和平均数指标)。

10. 使用 Excel 的条件格式来突出：

- a. 具有最大上升或下降幅度的股票。
- b. 证券分析师的财务预测和市场预期之间的差异达到之前设定好的幅度（如 5%）。
- c. 公司当前的估值乘数和其历史水平之间的差异达到之前设定好的幅度（如 5%）。
- d. 可比公司处于中位数的估值乘数和平均估值乘数之间的差异达到之前设定好的幅度（如 5%）。出现这种情况时需要调查一下异常事件，因为选择哪一个平均估值乘数总是需要一定理由的。

11. 确保每种公司类型都可根据目标价格的最大上升或下降潜力进行排序；证券分析师的股票推荐通常应该和评级结果相一致。在某些情况下，证券分析师可能会推荐一只并不是有最大上升幅度的股票，这也可能是由于证券分析师对这只股票具有更高的自信度或这只股票具有较低的风险等级。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

避免渐进主义

证券分析师将一只目前 10 美元的股票的价格目标定在了 13 美元，在这只股票涨到 12 美元之后他把价格目标提高到了 15 美元，当这只股票涨到 14 美元的时候，他把价格目标又提高到了 18 美元，当这个目标达到的时候他再一次把目标价格调高到 20 美元。相反，如果在这只股票价值 10 美元的时候就能把它的价格目标定义为 20 美元的话，这个股票推荐就会是一个更好的股票推荐。每次把价格目标提高 2~3 美元对投资组合经理来说都没有太大的意义，因为这种上升趋势还没有大到足以值得买入股票然后卖出。证券分析师经常会像这样小幅度地提高他们的价格目标，逐步把股票价格推高，他们觉得这样的风险更小一些，他们也想要更多的信息来确认自己的投资主题。作出一个重大的股票推荐并非易事，但是如果已经有了坚实的基本研究能让证券分析师更具有自信，那么就可以考虑一下了。

从经验丰富的股票挑选者那里学到的经验教训

除了上述讨论到的经验之外，还有其他的股票挑选注意事项通常也需要

好几年的时间在不断地尝试和错误中才能掌握。表 20-4 中就列出了一些经验教训，希望可以帮助广大证券分析师避免犯相同的错误。

表 20-4 最佳实践指南（知识）：珍惜从经验丰富的股票挑选者那里学到的经验教训

- 要意识到：
 - 没有任何一种投资风格每次都能取得成功。证券分析师不但需要把自己的工具箱装满各种各样的工具，而且还要知道在什么时候该用哪个。
 - 人类的感情因素会导致市场的过度反应；人们往往会因利好消息而过度乐观，由于坏消息而过度悲观。（详见第二十一章。）
 - 媒体中出现的股票观点已经是广泛地在市场中传播了；除非证券分析师是通过一个市场尚无法理解的角度来解读这个观点的，否则几乎就无法从中获取超额收益。（或许可以利用一下媒体夸大的误解成分。）
- 要当心：
 - 价值陷阱，因为股票价格低估总是有原因的。
 - 新的估值方法，因为尚无法确定它是否有用。我们可以留意一下在网络公司时代的鼎盛时期市场为了解释其估值所使用的“价格-关注度比率”（“price-to-eyeballs”）方法。
 - 抢手的产品或服务，因为它们不一定真的是好东西。
 - 起死回生的故事，因为它们通常都会非常令人失望。
 - 整合，因为它们通常都没有什么效果。（即使它们有效，也是因为公司作出了一个艰难的决定，痛下决心放弃之前所有的品牌，只留下一个品牌经营；并且炒掉所有的管理团队，只保留一个团队。）
 - 仅仅依靠一位明星执行官所作出的股票投资推荐，因为它们的风险通常来说更高，不如由一个完整的团队作出的股票投资推荐更保险。
 - 存在诸多关联交易的公司，因为这显示出其松懈管理。
- 不要信任差劲的管理团队。一家公司拿出一份绝妙规划并不意味着就可以买进其股票。我估计，至少在我早年从业的时候作出的 3/4 的差劲股票投资推荐都是因为管理层最终无法执行他们先前规划的路线。没有什么立竿见影的办法能用来评估管理层的业务能力，但是如果你并不看好这家公司最资深的四五位执行官都认同这个计划并且有能力执行该计划的话，你就会降低对它的信任水平。
- 不要忽略从非基本因素中得到的不好的直觉（如空闲的办公室、总是在家办公的财务总监、公开承认自己有外遇的首席执行官等，我见过所有存在类似问题的公司最终都倒闭破产了）。

(续)

- 领先的技术水平和特有专利并不能保证成功。公司需要高质量的管理团队来执行运营计划，为股东创造价值。
- 市场份额转换通常是在低迷时期而非繁荣时期最为显著。关注在市场低迷时期表现强劲的公司。
- 大多情况下，工会问题都会让一家公司处在竞争的劣势地位。如果出现强大的工会组织，最典型的三个主要利益相关者（股东、客户和员工）之间的平衡制约局面就会被打破，这也将最终导致股东（如通用汽车公司之前的破产）和客户（如美国联合航空公司之前的破产）的利益受损。
- 虽然现在多元化的问题已不如20世纪80年代和20世纪90年代初期那么突出，但是还是应该把它视为失败转移的方法。公司经营核心业务之外的范围通常会带来很大问题。
- 首先行动并不一定能带来竞争优势，因为和其他后续追随者相比，这可能会付出更高的代价，而跟随者却能从第一批吃螃蟹的人那里总结经验教训。
- 如果条件允许，还要关注这家公司的债券交易，看看它们和股票市场的表现是否一致。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

买方分析师的特别注意事项

本书中讨论的很多最佳实践方法对于买方卖方来说差异都不大，但是如果说到作股票投资推荐的话，他们两方的角色就会有很大的差异了。卖方分析师通常关注的领域面或行业面都很窄，他们有足够的自由度来调低一个投资类型的股票，然后用另一类来替代。但这对于买方分析师来说却行不通，他们的投资组合经理受基金托管管理的限制。因此，买方分析师总是要了解每一个股票投资推荐的投资类型，才能给基金中的每一位投资组合经理都提供中肯的建议（例如，如果你打算调低一个大盘价值股票，就要在谨慎思考过后再让你们公司的投资经理用上升趋势更明显的小盘增长股票来替代它）。

卖方分析师的特别注意事项

以下是一些专门适用于卖方分析师的股票挑选注意事项：

- 并没有一个准确的答案能告诉你多长时间应该改变一次评级，但是还是要避免一些极端情况。这种改变的频率要根据同一领域内其他股票的吸引力度以及该领域的规模和股价波动状况来决定。

说到这里需要提一下：

- 12 个月其实是一段相当长的时间，如果一年之内——就算是 6 个月之内都没有改变一只股票评级的话，就应该受到质疑了。
- 在某一给定领域内，一个季度内超过 25% 的股票评级发生变化的确有些过分——除非整个行业都作出了相同的推荐。卖方分析师通常需要给他们的客户一些时间来考虑在某一价位上的买入或卖出决定。
- 一些卖方公司在过去的几年中引入了短期交易的概念。只要证券分析师的想法是明确的短期投资概念，他就可以忽略之前提到的建议。但是，要知道大多数大型基金都由于自身规模过大而无法快速、灵活地决定在某一价位上的买入或者卖出。
- 只要你的研究是公平、客观的，就不要害怕自己会因为改变评级而被管理层威胁开除或者给你穿小鞋。
 - 客户不会聘请一个既没有自己的独立观点、立场也不客观的证券分析师。
 - 出色完成工作而且能保持客观立场的证券分析师都能得到大多数管理层的尊重。（但也不要站在他们的对立面，参见第二十五章中的 CASCADE™ 框架。）

表 20-5 最佳实践指南（知识和技巧）：确保成为一名成功的股票挑选者

1. 认识到股票挑选都是具有挑战性的，原因如下：

- 作出一个完美的股票投资推荐所必需的所有信息几乎都不是现成的。
- 为了更深入地探究某一个投资论点，尽管证券分析师耗费了大量时间勤奋工作，但是通常来说研究初期能得到的结果也是整个市场都清楚的，因此这份努力的价值也就没有那么明显了。
- 可能在某一特定时期内在证券分析师的指定业务领域内并没有任何具有吸引力的观点。
- 某些可以驱动股票的因素是无法预测的。
- 很多证券分析师的工作量实在太太，使得他们没时间去寻找独家观点。
- 感情因素经常会导致证券分析师作出错误的决定。

(续)

2. 如果要让一个股票投资推荐能产生超额收益，证券分析师就必须能在以下三个领域（FaVeS 框架）中的任意一个里得到优于市场的观点。如果在任何一个领域都没有的话（或者所得到的观点和市场观点相差不大），那就无法作出股票投资推荐：
 - EPS 或现金流等财务结果的预测。
 - 估值方法或者估值乘数。
 - 市场对这只股票的敏感性。
3. 当证券分析师的预测结果和市场一致预期不符的时候，应该做一些额外的调查研究来证实市场观点是否更加准确。可以通过以下几个方面实现这一目标：
 - 确保市场一致预期是由多位卖方分析师研究所得的结果，而不是随便几个人碰巧作了在指定时期内的预测，而把他们的结果拼凑出来得到的。
 - 比较预测最准确的证券分析师所发布的观点和市场观点的差异。
 - 确保卖方提交的报告没有过时，而且在数据中可能会出现特殊项目的术语上达成了统一意见。
4. 在完成上述工作之后，证券分析师如果仍然坚持自己异于市场观点的预测，接下来就非常有必要和市场参与者（如投资组合经理、买方分析师、卖方分析师和公司的管理团队）交换意见，了解其中的原因了。一些卖方分析师或买方分析师都会每周或每月进行一些非正式的调查，来确保自己能时刻了解市场预期动态。
5. 证券分析师要谨防新手证券分析师通常会犯的错误——过多信任那些管理团队薄弱、预测历史糟糕的公司，而作出高于市场预期的预测。
6. 使用卖方分析师的财务预测结果的买方分析师应该通过第三方服务来核实，以确保他们所依赖分析师的财务预测的准确性在过去有着较好的纪录。
7. 如果买方分析师使用独家的财务预测结果，并且根据这个结果进行了投资，那么通常来说知会卖方最具影响力的证券分析师是非常有好处的，这有助于市场观点（和股票价格）向买方分析师靠拢。
8. 如果仅仅因为预计某只股票的估值乘数将会重新评级或是市场将改变其一直使用的估值方法就作出与市场观点不符的股票投资推荐的话，还是三思而后行比较好。因为就算会发生这些情况，也往往是财务预测会首先作出好的改变。股票常用的估值方法除非是在出现以下三个例外情况时才会发生改变：
 - 当一家公司或者一个行业正在经历重大长期转变的时候。
 - 当一家公司或者一个行业正处在行业周期循环的顶峰状态或低谷状态的时候。
 - 当一家公司或者一个行业采用的会计发生变化的时候。

(续)

9. 如果要根据与市场观点有差异的估值乘数作出股票投资推荐,就要确保:
 - 公司或者相对比的公司在过去曾在类似的条件下使用过这个乘数。不要不考虑公司在未来增长率和风险特点上已经发生变化时,而仍然使用过去的平均历史相对乘数。
 - 对于增长型公司来说,要确保这个乘数和其他行业中具有相同成长特点和风险特点的公司的乘数保持一致。
 - 在条件允许的情况下,应该和值得信赖的同事或投资委员会共享这个乘数,这样就可以避免个人主观偏好的影响,防止选择乘数时受到个人感情因素的左右。
10. 如何利用市场敏感性的不足之处来提高挑选股票的水平,请参阅表 20-1。
11. 了解市场敏感性所需要监控的因素详见表 20-2。
12. 在作出股票投资推荐之前,要确保催化驱动因素具备以下特点:
 - 与一个能驱动一只股票发生重大变化的关键因素相关。
 - 尚未被市场广泛了解或者认识到。
 - 可通过在一定程度上有预见性的因素预测出来。
 - 有可能在投资时限内发生。
13. 在你的日历上标出以下几类活动的日期,你很可能会从中发现一些催化驱动因素:
 - 公司发起的证券分析师大会或者电话会议。
 - 公布盈利报告。
 - 公司的年度定价、销售额、收益指引或者预测。
 - 新法案、规定或者法院审判结果的到期日。
 - 公司客户、竞争对手或者供应商提前计划好的通知。
 - 新产品发布或者重要的产品扩张。
 - 这家公司或者这个行业的销售快报。
14. 在作出股票投资推荐之前先回答以下问题:
 - 市场观点中忽略了你的哪些独家观点?
 - 为什么市场没有得出这个观点,或者为什么市场忽略了这个观点?
 - 在哪些催化驱动因素的作用下可以让市场接受这个与众不同的观点?这种催化驱动因素会在什么情况下出现?
 - 哪里会出错?
15. 能帮助你回答这些问题的人包括:
 - 经验丰富的买方分析师或者目前或曾经持有这只股票的投资组合经理
 - 对这只股票有兴趣的卖方销售人员

(续)

- 交易这只股票的卖方交易员
 - 这家公司的投资者关系联络人
 - 卖方分析师（如果你是一个买方分析师）
16. 尝试给每一个股票投资推荐附上你自己的自信程度，这将有助于投资组合经理和客户更好地对这个推荐作出评估。
 17. 证券分析师应该尽量避免设置单一价格目标，而是要设置一个价格目标范围。
 18. 在以下三种例外情况当中，可以修改价格目标：
 - 同行同类公司或者市场发生重大波动的时候。
 - 随着时间的推移而导致出现新的前瞻性估值乘数的时候。
 - 折现现金流量模型的参数发生改变的时候（如无风险利率、股权风险溢价率）。
 19. 要理解曾在过去引起投资人改变股票投资领域的因素，这样在以后的分析中可以帮助你识别这种类型的因素。
 20. 要在作出股票投资推荐之前就设置好一个退出门槛标准，因为这将能防止之后你受主观偏见的影响而作出不妥的决定——这个问题出现的频率还很高。
 21. 如果出现的新信息影响到了你的股票投资推荐中的元素，就要对这条信息进行核实；如果它有可能会抑制股票的上涨，那么就要尽快作出评级的改变主张。
 22. 证券分析师应该定期看看他们的股票的估值水平——最好每天都能关注一下，最长的时间间隔也不要超过一个星期。（表 20-3 中关于建立估值可比列表的内容将能简化这一工作。）
 23. 珍惜从经验丰富的股票挑选者那里学到的经验教训，详见表 20-4。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第二十一章

避免影响良好投资的常见心理误区

简介

可能你已经意识到了人类的大脑其实是可以欺骗自己的，但是你可能会觉得“这不会发生在我身上”。你可以用你超凡的智慧和在决策过程中出色的分析能力来证明自己有这个能力。如果具备这些特点的话，你就会是一名伟大的证券分析师。但事实情况上，在这方面你也不能具有免疫力。我周围的同事——包括一些业界最聪明的证券分析师——都犯过这些最常见的心理错误。过了青春期之后，大家一直都认为我的思维具有非常强的逻辑性（虽然我也会偶尔犯一点小错误），但是我也要承认，自己其实也犯过很多类似的心理错误。所以，在你更深入之前，一定要保持思维开放，接受自己犯错的可能性。

学会如何避免心理错误应该是每一位证券分析师的首要任务，接下来就是要搞明白在其他人犯错的时候，自己应该怎样避免出现同样的错误（通常也就是我们在 FaVeS 框架中提到的 S 部分）。我们的大脑有时候会跟我们开玩笑，这有可能会让我们作出不明智的决定。投资过程是证明这一点的最好例子——这并不仅仅是我的观点，而是通过数十年的学术研究所得出的观点。虽然我的确不想把这个讨论和证券分析的实战关联起来，但是在现实中，学术研究的确会有助于我们发现人类大脑在哪些地方是比较迟钝的。现代投资组合理论（MPT）假设投资人总是理智的，但是任何一个有经验的行业参与者都知道这完全是在胡扯。所有投资人在作决定的过程中——不管是推荐股票、修改盈利模型或者甚至是写一份研究报告——都存在着一个心

理维度。人类总是把自己的感情因素掺杂到作决定的过程中去，而以下将要讨论到的认知性错误就是通常大家会得到的结果。没有人能逃过它的影响；它们是非常有系统性的，也因此对股票定价有着直接的影响（Schoenhart, 2008: 4-5）。所以我们可以看到，其实并不存在任何故障自动保险系统能确保你不会掉进这个心理陷阱之中，但是一定要意识到这些常见的错误有哪些，并且要清楚它们大多可能出现在什么状况之下。

意识不到或是对心理陷阱没有恰当的修补有可能使你（或者你的竞争对手）：

- 产生毫无理由的乐观或悲观情绪（Trammell, 2003: 46-47）。
- 过度相信自己的能力和对未来的预期，因此减少了调查投资主题风险方面的努力。
- 下意识地忽视重要信息（Schoenhart, 2008: 78），扭曲事实，或者无法正确地看待事实。
- 可能是在最差的时机随大流作出买入或者卖出的决定。
- 无法从投资错误中汲取经验教训，因此就有再犯的风险。
- 意识不到主观偏见能把盈利预测和估值分析扭曲到什么程度。

性格特点

根据我的经验和与其他同行的讨论来看，对于做投资来说其实并没有什么理想的性格类型，但是好的投资人的确都有一些共同的特点。图 21-1 是 Bailard-Biehl-Kaiser（BB&K）五路模型。如图所示，投资中有两个心理变量：信心和行动方法（Bailard, Biehl & Kaiser, 1992: 263-265）。虽然一名证券分析师的信心水平经常会由于不同的投资机会而出现波动，但是我发现所有成功的股票挑选者总体来说都是非常自信的。（如果你永远不够自信，那么你就永远都无法及时作出决定。）通过行动方法，我们想知道一位投资人做事是不是井然有序，是不是足够细心，是具有分析头脑还是喜欢感情用事，是跟着感觉走还是办事鲁莽不顾后果。虽然没有任何科学根据，但我还是发现成功的价值投资人都落在了左上角部分（个人主

义)，增长型投资人更多是落在了右上角部分（冒险家）。一般看来，成功的价值投资者通常是那些能够深入挖掘不被看好的股票的人；而成功的成长性投资者则通常是那些有坚定信念并且富有远大抱负的人。在横轴方向上过于突出会最终导致一个缺陷。那些过于谨慎的人会一直在等待消息中失掉所有的机会；而那些太过鲁莽的人将会被数据不足的研究或质量不高的报告拖后腿。

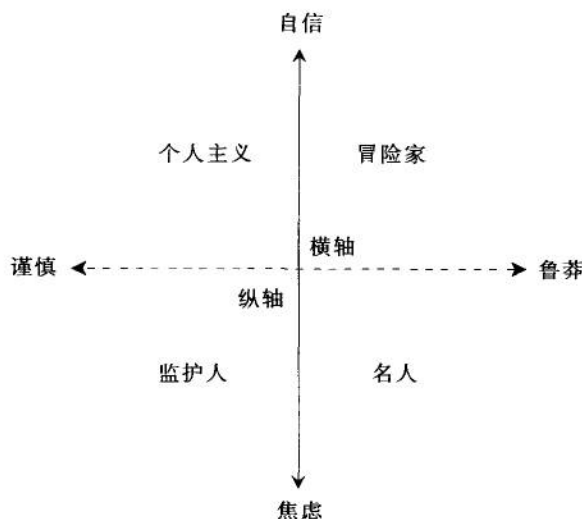


图 21-1 投资人格

了解各种陷阱

以下是一些可能会导致证券分析师作出不明智投资决定的常见陷阱，我们之后还会再讨论一下避免（或者利用）它们的方法。

确认主观偏见

大脑中同时存在两种不同的观点着实让人非常难受，这种现象在心理学上叫做认知失调。因此，我们通常都会去寻找与先前已确立的观点相一致的证据，同时忽略或拒绝那些与之相悖的信息。研究表明，证券分析师在主观上都会忽略盈利报告中较为消极的新信息，他们自认为这个情况只是暂时的，以前的良好状态用不了多久就能恢复了（Schoenhart, 2008: 40, 56; Trammell, 2003: 46-47）。当出现比较棘手的新证据时，专业投资人也会给

出某种解释，让大家觉得这与他们之前的想法其实是一致的，以此来维护自己的观点（Schoenhart, 2008: 80）。

过度自信

金融界的业内人士都非常聪明，他们通常都是学校里班上的尖子生。虽然这可以增加他们的信息来源并且提升他们的竞争力，有助于毕业之后进入一家名声显赫的大公司，但是这同时也会给他们的投资带来一定的障碍。多项研究显示，大约 75% 的被调查者都认为自己几乎在所有领域的造诣都高于平均水平：开车、打篮球、赌马、人际交往、幽默感、IQ 测试结果、快速完成任务、领导力的发挥，等等。他们也常常觉得自己不太可能得到不良结果的目标（Dremam, 1998: 115; Frick, 2010A; Schoenhart, 2008: 52-57; Zweig, 2007: 86）。很多人都会因为最近取得了不少成功就认为自己永远都不会失败，这种心理就非常类似于打扑克的时候你拿了一手好牌之后就认为好牌就会源源不断而来（热手效应）一样。过度自信确实是一个问题，因为它阻止个人正确地评价悲观情况或者投资风险。从我的角度来看，过度自信是很多专业投资人的业绩低于标准的主要原因。PIMCO 的创始人和公司首席投资官比尔·格罗斯（Bill Gross）先生说得很好，“过度自信是命运的诅咒”（Gross, 2009）。

自我归因主观偏见

投资者通常都会把他们的成功归结于自己智力出众、技巧独特，同时给自己的错误找借口，不认为是自己的责任。在现实中，有些小成功其实仅仅是运气好而已（股票价格由于错误的原因却向着正确的方向移动），而很多损失正是由于研究不充分所造成的。如果证券分析师无法认识到这一点，他们也许就会低估基础研究的重要性，所以会一次又一次地犯同样的错误。尼考勒希（Nicolosi）先生、彭（Peng）先生和朱（Zhu）先生（2009）发现，当业绩不错的时候，投资者通常都会一个月之后增加自己的交易量；（“我简直是个天才！”）但是在业绩欠佳时，他们也不会一个月之后减少自己的交易量。他们总喜欢把不尽如人意的结果说成运气不好（Schoenhart, 2008: 80; Mangot, 2009: 48）。“这不是我的错”——这句话一定要三思而后说——除非你可以证明这绝对不是你的错。做到谦卑认错通常并不容易，

但这却是取得成功并保持长期不败的非常重要的因素。摩根士丹利投资管理部的首席投资官、全球证券部主管丹尼斯·施亚（Dennis Shea）先生也同意这一点。他认为，“市场总是会做出意料之外的事情，把我们所有的人都弄得像傻瓜一样。我们的职业就是要保持谦卑的态度，你越是习惯谦卑，你就越觉得自己很谦卑。”

乐观主义主观偏见

投资人总是对自己的胜利太过乐观了，这也会让他们忽略或者无法恰当地觉察未来投资的风险。贝尔纳茨（Bernartzi）先生、卡恩曼（Kahneman）先生和泰勒（Thaler）先生（1999）对超过1 000名投资人进行了调查，发现74%的人把更多的时间花在了思考潜在收益的问题上，而只有7%的人在更多地关注可能出现的损失。这项研究还表明，卖方分析师大多都过度乐观。（从我的经验来看，尽管不像卖方那么强烈，但是买方分析师也是有积极主观偏见的。但是由于买方并不用发布估计数据，所以这个也就无从考证。）

近因主观偏见

证券分析师最近经历的事情以及得到的信息都有可能严重地影响他的主观看法，往往会让他们忽略很久之前就掌握的信息。比如说，因为你最近见到了一家公司的管理团队，你可能就会对这家公司的股票抱有更加积极的主观偏见；而对于另外一只股票，由于你很久都没有见到他们公司的人了，所以你就作出了相反的决定。这就表明近因主观偏见是有可能导致你作出错误决定的。相关的主观偏见包括了过分使用第一反应（被称为直觉偏见），以及过度依赖经常重复出现的信息（被称为显著效用）（Mangot, 2009: 6; Schoenhart, 2008: 80）。

动量主观偏见

这是一种想要跟进已经反弹的股票的欲望，或是相信市场趋势将会保持的态度（Mangot, 2009）。“不要单纯因为一只股票在上涨就一直推荐它。”Evercore Partners的卖方分析师阿尔克什·沙哈（Alkesh Shah）先生一直秉持这个观念。我在整个的职业生涯中见过许许多多的动量主观偏见，每个价

格目标实现之后，很多卖方分析师都会提高他们下一个价格目标，但是最后都只能眼睁睁地看着这只股票跌回之前的水平（被戏称为“轮回旅程”）。在诸多过度信赖市场动量将会持续的案例当中，20世纪90年代初的经济泡沫也许算是最极端的例子。经验不足的证券分析师由于没有太多熊市经验，他们往往过分看重近期信息，丝毫不去关心历史上的估值参数，并且还会不断作出长期的投资决定。我经常能看到卖方持有动量主观偏见，而且我自己作出的股票购买推荐也无法完全避免。一只股票意外地反弹了20个百分点之后，我常常能看到一些证券分析师这才积极行动起来，开始提升股票的评级，但这已经为时太晚。这种错误对于市场来说是显而易见的，但证券分析师却被动量主观偏见蒙蔽了双眼。

经验原则（启发法）

经验原则是我们更快速作出决定的心理捷径，这对于维持工作效率来说是至关重要的。但是，如果盲目使用，也会带来不少问题（Schoenhart, 2008: 30-32）。总是依靠相同的股票筛选标准或者某一个估值标准（如市盈率）可能会限制你的机会。研究表明，如果证券分析师采用的是更严格的估值方法而非启发法，那么价格目标质量就更容易大幅提高（Gleason et al., 2009）。股票的投资驱动因素和风险总是在变化的，这就意味着买入或卖出一只具体股票时机的启发法也许会随着时间的推移而失效（Schoenhart, 2008: 30-32）。

过早作出结论

即使是排名最靠前的基金经理也无法百分之百获得所有作投资决定所必需的信息；但是证券分析师在完成必要研究之前就下定结论则可以当做一个极端的情况。“代表性”是其中一个可能会被滥用的心理捷径；如果甲项目具有一些甲组的特点，它们则必然属于甲组（例如，认为一个行业中所有公司都有着类似的发展前景）。另一个心理捷径就是“诱发式推理”，也就是通过一个无关紧要也并不具有代表性的例子就下定结论。零售业证券分析师在去过一个购物中心之后就改变对零售业的投资建议或者财务预测，就是出现了这种心理捷径。

熟悉主观偏见

我们都会偏好自己熟悉的事物而且会排斥我们不熟悉的事物。这里的问题就是，如果在一只你积极跟进的股票和一只你略知一二的股票之间作出选择推荐的话，你就会更有可能推荐那只你熟悉的。这可能看起来像是人之常情，但是如果投资组合经理或者客户跟你咨询的话，他们也许是无法发现这个熟悉主观偏见的，他们也就因此可能作出错误的决定（Mangot, 2009: 29-32; Schoenhart, 2008: 69-70）。

爱上一只股票

尽管你最喜欢的股票已经达到了价格目标，但是你还是不忍放弃跟进。你对它的情感归属（Mangot, 2009: 72）也许是因为它在多年之中都表现得非常好，或是因为在你访问这家公司的时候，首席执行官像对待家人一样热情接待你。但是你不能让这些因素左右了你的观点，影响你对这只股票未来业绩的判断。树木再高，也不会一直长到天上去。在很多情况下，就是出现了问题之后，我才发现自己的判断受到了情感因素的影响，这导致我作出了一些失败的股票投资建议。

沉没成本谬论

可能在你花了大量时间研究一只股票之后，你觉得必须要得出一个有力的观点（不管是积极的还是消极的）才值得。这对于经验不足的证券分析师来说尤其是个大问题——他们总希望在自己首次负责对一个新领域的关注时能给老板和客户留下深刻的印象。或许你已经在一只股票上投入了相当多的时间和精力，而之后如果出现了一些不属于你的投资主题的事情时，这就会成为一个大问题。这时，你需要问问自己：你还会买入这只股票吗？如果不会，可能就应该抛出了；但是由于你已经付出了那么多努力，把它放进了你的投资组合中，所以这种逆向思维的行事做法其实是非常困难的，尤其是在这只股票是最近才添加进来的情况下。“没有理由也是一种明智的市场策略”类型的投资已经在市场上得到了教训。不要因为已经投入了大量的时间或投资就舍不得放弃，不然可能会面临更大的损失（Mangot, 2009: 64）。

蛇咬效果

如果在某一股票上失败过，你会说“我再也不做了”。如果一家公司或者一个行业有长期无法解决的结构问题的话（如航空业中过量运力问题），这也许是个不错的战略；但是不能让它蒙蔽了你的双眼，不能彻底拒绝给之前失败的投资第二次机会。在我的职业生涯中，我曾推荐在不同的时间买入美国莱德物流公司（Ryder）和加拿大太平洋铁路公司（Canadian Pacific）的股票，每次都是因为我发现了公司如此顽固保守的管理层将要进行某项改革。这两个推荐当时都遭到了资深投资人的极力反对，因为他们过去在这些公司上栽过跟头。但最终这两只股票价格都出现了翻番上涨。研究表明，投资人买入过去表现良好的股票的可能性是他们买入过去表现欠佳的股票的两倍。你可能会在考虑之前失败的股票时感到反感，但是千万不要让这种心理阻碍了你在市场发生变化时重新思考的能力（Mangot, 2009: 65）。

焦虑

每天都被无数股票信息轰炸着，经验不足的证券分析师可能尤其无法承受这种状态；这有可能导致他们做一些事情来降低自己的焦虑——可能是未经授权的行为。在我的职业生涯的早期，我每天都紧密关注我跟进的股票走势，觉得每两到三个月就有必要调整一次股票评级，于是我经常失去很多长期投资的机会。随着时间的积累，我从更多资深证券分析师身上学会了如何忽略这种日常波动，这在很大程度上缓解了我的焦虑情绪，并且帮助我提高了股票挑选的质量。为了能更好地解释过度关注股票所带来的风险厌恶感，我和80名大学生一起做了一个实验。我们发现，那些有规律地检查自己回报的学生更倾向于把自己的投资组合转向风险较低的基金（Mangot, 2009: 120）。更进一步，2002年关于外汇交易员的一项调查表明，市场波动甚至会对新手的心率及面部表情带来很大的影响，而同一事件对老手却无任何影响（Harrington, 2010: 34）。

过度反应

与市场有效性假设相反，市场在短期表现上可能是非常没有理智的，如果你花了太多的精力过度分析这种多变性的话，你的判断力就会受到影响，

有可能因此作出错误的决定。这些短期效果通常都是毫无理由、漂浮不定的，比如担心星期一某个联邦政策可能会收紧，但这种担心可能会在沃尔玛周三宣布季度井喷式增长时就完全被忽略了。基本状况一般是不会每天都发生变化的，所以市场表现通常都是由情感因素（市场敏感性）而左右的。从这个意义上来看，倒是经常能看到金融市场在出现利好消息时急剧上涨，或者出现消极消息时严重下挫（Dreman, 1998: 239; Trammell, 2003: 46-47）。

- 恐惧和贪婪——投资过程中最强大的两个情感因素通常是引发过度反应的源头。这两种情感之间的对抗——害怕损失资本和在牛市中分一杯羹的贪婪——在2008年秋天爆发的金融危机中每天都在道琼斯工业指数上引发着剧烈的震荡——头一天下跌了800点，第二天又反弹了600点。这种对抗的另一个例子也明显地表现在了投资人对于科技板块过热的敏感性上。2000年2月，泡沫爆破的前一个月，盖洛普调查显示有78%的受访者都同意尽管估值已经被拉到50年来的新高，但这仍是个极好的投资机会。有一部分在这种二十年一遇的牛市中错失良机的人仍愿意继续跟进，还是想能够从中大赚一笔。与之形成鲜明对比的是，在2003年3月市场探底至5年以来最低谷的时候，调查统计结果表明只有41%的人认为当前时机适合投资，但是市场在接下来的三年里却上涨了50%（Statman, 2009）。要注意，恐惧和贪婪并不是投资回报的可靠指导。
- 过度反应通常是由从众心理引发的，这是一种让投资人对某一市场条件作出相似反应的趋势（Schoenhardt, 2008: 88）。在泡沫中，投资人被蒙蔽了双眼，都想一次性把所有的赌注都放进股市，贪婪的本性尽显无遗。在恐慌的心理状态之下，不管风险是否真实存在，他们都会打折出售股票，同时拼命寻找出路。可能这会是一个绝好的机会让大家记住：如果你想要获得超额收益，从众随大流是绝对不可能办到的。在一个相关的研究中，有两个物体摆放方法不同，当问及受访者两者是否相同时，如果单独询问，84%的人都能给出正确答案，但是如果有“对照组”（其

实是由研究员扮演)先给出一个错误的答案,那么就只有59%的人能正确作答。脑电波扫描显示,其实在遇到社会压力的时候,大脑的反射区额叶皮层是灰色的(Zweig, 2007: 167)。做过类似实验的研究也认为,答错的受访者不仅仅是屈于社会压力,而其实是在以另外一种方式感知事物(Frick, 2010B)。不管是由于社会压力还是通过另一种感知方式,我们的结论都是一样的:人都是容易受他人影响的,都会随波逐流。

亏损反感

诸多研究证实,人们对失败的反感程度其实要远高于人们对获胜的喜悦程度,这也就解释了为什么在与成功案例相比的时候,股票投资失败总是在整个投资组合或者研究领域内占有更大的比例。我们时常可以看到,即使在投资主题不再明朗的时候,投资人宁可相信市场还有反弹的希望,也不愿意亏损出手自己的股票(Schoenhart, 2008: 59, 70)。基于此,我们可以得到以下投资建议:不要死抓着手上已经亏损的股票不放。由于一只亏损的股票还是有可能起死回生的(比如苹果公司的股票就从1997年的3美元涨到2010年的300美元),所以其实这句话应该说成:不要为了避免后悔的痛苦,由于情感因素而盯死一只股票迟迟不放。如果你犯了错误,就要勇于自我批评并且积极向他人认错。这其实是一个常见的心理陷阱:很多人在投资主题明显错误的时候还是不肯放弃这笔交易。一位资深的买方分析师说过,“不管是对我个人还是对工作来说,我在投资中作过最明智的决定之一就是小损失变成大损失之前就及时打住,阻止了事态的恶化。”

避免陷阱

表21-1强调了如何才能避免掉进以上讨论过的每一种陷阱之中,下面我们先来看看可以帮助证券分析师避免掉进陷阱的通用方法:

- 记下你的思维过程,然后定期回顾。即使是出版报告的卖方也应该有自己的私人日志,可以在自己的笔记系统中记录下来,在评级发生改变的时候跟踪自己的投资主题、价格目标和其他一些关键信息。这也会让大脑在下一阶段修改历史记录以评估股票投资推荐的时候感到更加困难。
- 记录你的财务预测的变化。如果你的投资主题完全是关于削减成本的,

而你最近三次修改财务模型却是为了降低利润率，这种不一致性就说明可能存在着一个与你的目标相对的主观偏见。记录财务预测的变化其实并不需要一个很长的过程；你只需在笔记系统中记录一下，或者在公司的工作簿中建立一个电子工作表格，添加日期和一句话笔记，解释一下模型中都发生了哪些改变。

- 通过可以信赖的同事和投资委员会来帮忙找出你的投资主题中的盲点，并且能阻止你修改历史记录。
- 建立停止亏损的自动启动点（比如买入价的15%）或者其他需要人为操作的出手标准，这样可以防止自己无法在出现亏损的早期就卖掉股票。
- 接受自己所犯的错误，把它当做一个难得的学习机会。我并不是在鼓励大家犯错，只是在你已经犯了错误的时候，要把它们当做一次经验教训，这样才能有助于你在以后的道路上越走越远。
- 定期回顾主观偏见清单来提高你的自我意识。^①
- 最重要的是，在作出股票推荐之前一定要做到彻底研究。再没有任何比透彻的研究更好的办法能降低犯错概率了。

表 21-1 最佳实践指南（知识）：专业投资人最常见的心理陷阱

心理陷阱	表现	举例	提高自我意识
确认主观偏见	寻找与先前已确立的观点相一致的证据，同时忽略或拒绝那些与之相悖的信息	在你研究某只你推荐的股票时，你发现了一处不合规的会计，但是你却选择忽略不计，认为这并不重要	<ul style="list-style-type: none"> ● 在作股票投资推荐的时候，等到你完成了所有的研究之后再考虑给出评级。过早给出评级结果会影响你的主观看法，在寻找支持你的观点以及摒弃不同观点的信息时造成障碍 ● 不管你当前持有怎样的股票观点，要以开放的心态接受所有新信息 ● 在研究的同时建立起自己的基准、乐观和悲观情景分析，并在整个过程中予以记录，在作出股票投资推荐之前再来回顾一下情景假设 ● 如果你严肃考虑某个股票投资推荐的话，要确保了解到相关的反对意见

①Cabot Research 公司为帮助投资组合经理找到自身心理强势和盲点的专业机构。

(续)

心理陷阱	表现	举例	提高自我意识
过度自信	认为自己比别人都聪明, 这会给你寻找真正风险以及找出股票当前为什么没有在价格目标的原因时带来障碍	在作出几个不错的股票投资推荐之后, 你在评估未来推荐的时候开始放松警惕	<ul style="list-style-type: none"> ● 要保持谦逊的态度, 要意识到没有任何专业投资人可以永远做到百分之百准确 ● 在作出股票投资推荐之前要彻底了解“交易的另一面” ● 邀请信得过的同事或投资委员会审查你的投资主题
自我归因主观偏见	把成就归功于自己, 完全推卸失败的责任	在一次股票投资推荐出问题后, 责怪同事(或卖方)的研究不彻底。(要记住, 核实你的信息源也是你工作的一部分。)	<ul style="list-style-type: none"> ● 当你的推荐非常成功的时候, 回过头来检查一下你当时作出这个推荐时的记录文件, 看看是不是真的是由你的投资主题所决定的(或者还有可能是因为其他因素?) ● 在责怪别人或者说出“谁也没法预料这样的结果”之前, 问问自己下面这两个问题: <ul style="list-style-type: none"> ○ 别人预见到了吗(卖方或买方) ○ 我本应该做些什么才能提前预见这样的结果
乐观主义主观偏见	对自己的股票估值和未来盈利预期过度乐观	即使一家公司在过去10年中EPS以复合增长率8%的速度增长, 但仍按12%的复合增长率来预测下两年的EPS增长	<ul style="list-style-type: none"> ● 研究你所跟进的公司和行业的历史, 尤其是增长率和估值乘数的历史。如果你打算根据一个远高于历史趋势的因素来设定价格目标的话, 就要确保你有充足的理由 ● 找出风险所花的时间应该和找出催化驱动因素所花的时间相当 ● 审查他人提出的建设性意见和负面反馈(不要只接受好评)
近因主观偏见	过于强调近期得到的信息, 忽略先前得到的信息	因为你最近见到了一家公司的管理团队就其股票抱有更加积极的主观偏见	<ul style="list-style-type: none"> ● 在情况允许的时候, 从长远的角度思考投资建议 ● 在作出一个新推荐或重申以前的推荐之前, 问问自己是不是过于依赖最近得到的信息或是最近发生的事件

(续)

心理陷阱	表现	举例	提高自我意识
动量主观偏见	即使历史数据和衡量标准都表明目前趋势不稳, 但仍然认为市场趋势将会保持下去	每当前设置的价格目标实现之后, 证券分析师就把下一个估值乘数或者财务预测提到一个不现实的水平上, 仅仅是为了设置一个永远无法实现的更高的价格目标	<ul style="list-style-type: none"> ● 如果你错过了某只股票大幅波动的时机, 在贸然从众之前一定要三思而后行。如果你也和其他人在同样的交易之中, 就问问把价格抬到你的价格目标水平之后, 他们到底谁会买入这只股票? ● 研究你所跟进的公司和行业的历史, 尤其是增长率和估值乘数的历史。如果你打算根据一个远高于历史趋势的因素来设定你的价格目标的话, 就要确保你有充足的理由 ● 在改变你的投资主题时, 先对比一下自己与市场的贪婪和恐惧程度。如果程度相当的话, 那你就可以采取随大流的行为
经验原则(启发法)	在作出投资决定的时候过度使用经验原则	每当一只股票或一个行业的市盈率降低到12倍以下就推荐买入, 每当涨到15倍以上就推荐卖出	<ul style="list-style-type: none"> ● 应该根据可持续的事实或历史趋势得出有用的经验。如果你的经验是你的投资推荐的关键, 那么就要确保它符合逻辑(如有的话, 有充足的证据支持) ● 如果有人告诉你可以在预测或估值的时候使用一个简单的方法, 一定要确保你通过历史分析先进行验证
过早作出结论	没有掌握有效信息的时候就作出了较差的结论	在评价首次公开募股的时候, 证券分析师认为这家公司将会和本行业中其他大型公司一样获得相似的利润率和回报	<ul style="list-style-type: none"> ● 在作出投资推荐之前先做好彻底的研究
熟悉主观偏见	推荐自己熟悉的股票, 不看自己不了解的股票	当别人问你最看好哪只股票的时候, 你的答案其实是你自己最熟悉的股票, 而不是表现最乐观的股票	<ul style="list-style-type: none"> ● 不要推荐你不熟悉的股票; 但是, 却不能仅仅因为你很熟悉一只股票就推荐它, 而忽略了其他可推荐的替代股票

(续)

心理陷阱	表现	举例	提高自我意识
爱上一只股票	对一只股票的感情非常深,以至于无法客观地进行分析	证券分析师在一只股票达到价格目标的时候无法果断下调评级,仅仅因为证券分析师把自己看成是这只股票的“代言人”	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司付你薪水就是让你去发现超额收益的,而不是让你按照自己的喜好做事。投资组合经理和客户都非常看重客观的建议。如果你发现自己很担心改变评级之后会让公司(或者你的客户——如果你是卖方的话)不高兴,那么你可能就掺杂了太多个人感情 ● 问问自己,和同一业务领域内的其他股票相比,你是不是不太愿意降低某只股票的评级或者建议卖出这只股票。如果你的行为不完全是根据估值作出的,那可能就有问题了 ● 在开始审查你的可比公司列表的最初阶段,只去关注各项数字(不要看公司名称和股票代码),看看你得到的结果和之后知道了公司名称时所得到的结论是否一致
沉没成本谬论	花了大量时间研究一只股票之后,让你无法客观地看待这只股票	在证券分析师开始研究整个行业的时候,他可能会盲目推荐很多这一领域内的股票,而事实上仅有少数的几只股票的表现有可能超出市场预期	<ul style="list-style-type: none"> ● 在就某一主题进行广泛调查研究的时候,要定期问问自己“如果我无法发现任何新信息的话,我该怎么办?”这就会降低任何一项工作的时间沉没成本 ● 以客观的方法(如相对目标价格的上涨空间)审视你的股票投资领域。不要“为了让它有效”而对你的财务预测或估值乘数作出任何调整,就是想让你的最终预测结果看起来比预期还要乐观 ● 在出错或投资主题失败的时候要勇于推翻自己的推荐建议 ● 定期问问自己“如果我今天重新开始制定一份新的股票推荐清单,还会跟我现在手上的这个清单一样吗?” ● 在出现错误的时候,要搞清楚原因。在自己郁闷过后,要把从中学到的宝贵经验内化,让自己成为更好的证券分析师
蛇咬效果	由于过去差强人意的表现而直接把某只股票定为不良投资股票	跟别人说“我绝对不会再持有那只股票了”(至少你应该加一点限定成分,比如“除非他们公司的首席执行官辞职,不然……”)	<ul style="list-style-type: none"> ● 虽然在做调查研究的时候参考过去的经验是十分重要的,但是不要把一家公司的状况一概而论——除非这家公司股票的所有驱动因素都不会发生丝毫改变(如汽车行业团结的劳工工会组织)

(续)

心理陷阱	表现	举例	提高自我意识
焦虑	让短期内的股票波动性影响到你的长期投资观点	尽管基本情况毫无任何变动,你还是每周或每月都觉得有必要调整自己对股票的观点	<ul style="list-style-type: none"> ● 虽然每天都要密切关注你的股票走势来了解投资人的敏感性,但是也不要让股票价格的波动影响到你对基本要素的看法 ● 如果关键的股票投资推荐中出现了任何不确定因素,可以多做一些调查研究来搞明白,这有可能会缓解你焦虑的情绪,也有可能引出更好的股票投资推荐 ● 如果条件允许的话,在考虑更改任何股票投资推荐的时候,给自己一晚上的时间仔细思考,第二天再作出决定
过度反应	从众心理严重,在不合理价位上盲目买入或卖出股票,结果发现这其实是最差的投资时机	证券分析师为了回应一条消极消息而下调某只股票的评级,即使他的研究显示这种担心有被夸大的嫌疑	<ul style="list-style-type: none"> ● 当市场对于非理性因素(不是基本面因素的根本改变)表现出过快或过激的反应时,可以考虑逆向投资 ● 定期检查你的股票,通过对比各项估值参数的历史最高值和最低值判断是否当前的走势过激 ● 进行情景分析,找出你的财务模型和可能的价格目标在现实中最差和最好的两个情景
亏损反感	即使在乐观情形无法实现的时候,也不愿意亏损出售股票	在某只股票的表现不尽如人意之时,证券分析师还要去寻找新的理由支持自己的推荐	<ul style="list-style-type: none"> ● 在你作出最终股票推荐之前,具体记录下你的投资主题中的推荐股票和价格目标。如果该主题的关键内容无法坚持到最后,那么就重新评估你的价格目标和股票推荐;你有时候可能还要不得不亏损卖出

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第二十二章

利用技术分析来补充基本面分析

典型的基本面证券分析师都认为股票推荐应该是部分（或者完全）基于对于未来收益或者现金流的预测，而技术证券分析师却看重股票的历史价格和销量。说得极端一点，他们理念之间的差异就好像自由主义和保守主义间的对抗一样。但是，我还是觉得他们之间仍然存在着共识：基本面证券分析师可以使用技术分析技巧来提高自己的股票挑选水平。

在我开始之前首先要讲两点注意事项。在我为本书做研究的过程中，我遇到了一些投资组合经理，虽然自己在同时使用技术分析和基本面分析，但是他们坚决不让手下的证券分析师效仿——因为他们担心这会影响到偏重于基本面股票类型的投资推荐。所以，首先，不要随随便便走进投资组合经理的办公室就大声嚷嚷，不停地夸你最喜欢的那只股票目前在技术层面上的表现相当不错。（值得注意的是，众多广受好评的卖方分析师都会把技术分析融入他们的基本工作中。）其次，要明白由于篇幅的限制，这个讨论被局限在一个很小的子集领域。因此，如果你打算将它作为作出股票投资推荐首要方法的话，就应该做更深入的研究。

虽然技术分析也可以当成筛选工具来确定未来分析的候选股票，但是这个最佳实践方法研究的是在基本面分析完成之后怎样利用技术分析来提高。在正式开始之前，我将首先介绍一下基本的技术分析概念，比如绘图、趋势线和示波器，等等。

客观数据可以受主观因素影响

技术分析师相信自由市场的力量和群体智慧。在自由交易市场中，各种

各样的参与者聚集到一起，通过竞价的方式集体决定价格。这些参与者非常了解目标公司；他们要么是百分百的内幕人士（如董事会成员或者公司员工），要么是知识渊博的外部人士（如买方分析师或者卖方分析师）。市场参与者很有可能拿到桌面上的依据之一就是他们的基本面分析，但是这并不是唯一的影响因素。我们在之前也讨论过，证券分析师经常也会掺入自己的情感因素。基本面分析的前提假设认为投资者是冷静的、有逻辑的、理性的个体，可以忽略自己的情感因素，作出股票估值和交易。也许这种理想情况会出现在火星的证券交易所中，但是人类都是高度情感化的动物，情感因素总是时时刻刻在影响着我们生活的方方面面——有时候这种影响还非常大。行为金融学领域已经开始认识到了不理性行为所能带来的影响，而技术分析这一领域也为其提供了一个分析工具。

市场参与者会带着上述所有感情因素影响这个市场。在交易的过程中，他们的结果——不管是逻辑性强的、具有情感的还是综合的——最终都以交易量和价格出现在公众面前。这是技术分析师在工作中使用的两个主要依据。技术分析师不会考虑，或者甚至不会去在乎交易员进行交易的依据，他们只看中最终价格和交易量。他们相信市场是无所不知的。查尔斯·道（Charles Dow）先生说，“在市场的判决面前，任何知识都显得苍白无力。”技术分析师们相信，这个判断是恰当的，而且事实上市场还可以预测未来，对诸如收益降低或者疲软的经济等进行预测。如果知道股票价格其实是美国主要十大领先经济指标指数的组成部分之一，那么就可以更好地认识市场的预测能力了。

绘图

技术分析一般都是用每天的价格和交易量数据——最高价、最低价、开盘价和收盘价——来绘制图表。为了便于讨论，我在此使用烛柱图来进行说明，如图 22-1 所示。当天的最高价和最低价由纵线在烛柱的上端和下端表示，我们把它称为影线。上下影线之间的距离代表着当天的交易范围，因此就能表示出股价波动的极端情况。图 22-2 为苹果公司（AAPL）的每日烛柱图。

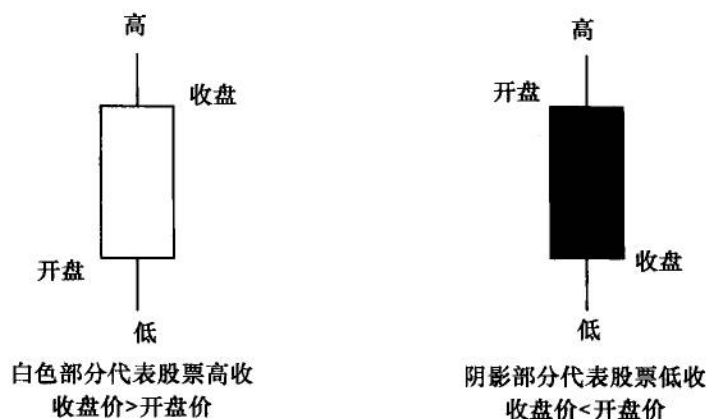


图 22-1 烛柱图示例



图 22-2 12 个月内每日股价烛柱图示例

绘图的另外两个方面也同样需要注意：周期性和纵轴刻度。我们可以使用任何长短的时间周期，短到几秒钟，长到一年。每个烛柱都能表示出一个时期内某只股票的最高价、最低价、开盘价和收盘价。我们可以使用同样的工具和概念来分析所有的图表，而不用去考虑时间周期到底有多长——可能

交易员在一天之内以分钟为衡量单位，而养老基金经理则以周或月为时间衡量单位。

纵轴在传统价格图表中仅仅表示股票价格，但是现在已经转换成了对数刻度，所以股价每一美元的变化都会在纵轴上以等距离的刻度表示出来。在半对数图表中，某一个轴——在这种情况下是纵轴——采用的是对数刻度，所以股价每单位百分比的变化都是以相等的垂直距离表示的。

最后还要注意，交易量往往也是作为单独的一栏出现在价格图表下方，由柱的高度表示。交易量在技术分析中是一个很重要的因素。技术分析可以判断市场的总体敏感度。因此，交易量越大，市场的信心就越高。如果价格变动伴随着较大的交易量，相对那些比正常交易量还小的股票来说，此类证券分析则具有更重要的意义。

趋势、支撑和阻力

技术分析中最重要的概念就是趋势。趋势指的是价格变动的方向：向上、向下或者横向盘整。上行趋势指的是一只股票的价格随着时间的推移不断走高。这表明市场参与者日益看好这只股票，并且愿意随着时间的推移给出更高的出价。下行趋势则情况相反。股票也会在一段时间内停留在横向盘整的价格范围内，这就意味着来自卖方的价格下行压力正在抵消来自买方的价格上行压力。或者，价格图表很可能看起来是完全随机的，没有任何趋势可言。重要的是在这种情况下不要太过分地追求一个技术性的结论——因为它其实并不存在。

趋势是在价格图表上通过画趋势线表示的。把一系列较低的价格点连起来就能看出上行趋势，而把一系列较高的价格点连起来就能看出下行趋势。上行趋势指的是在价格稳定走高的过程中，在每次上涨时都能创出新高，在下跌时以较高的低点收尾。这个概念可以简化成更高的高点和更高的低点。下行趋势的特点为较低的高点和更低的低点。在画趋势线的时候要记住两点：①如果这个趋势看起来不明显，就不要硬画出来；②要注意，我们不可在“趋势”真正形成之前就把它叫做趋势。技术分析的缺点之一就是技术分析师们经常会错失价格开始变化之初的5~10个百分点。

另一个和趋势相关的概念就是支撑和阻力。支撑或者阻力位是在过去市场参与者介入以阻止或者逆转趋势的股票价格。在支持水平上（即图表上在一个下行趋势之后的底部），买家开始买入并推高股票价格，或者在下跌一段时间后价格停止下跌。这里的关键问题就是，一旦确立了股票的支撑或者阻力位，人们就会期望这个价格水平在将来起到支撑或者阻力的作用。

使用技术分析

到现在为止我们已经了解到了一些基本概念，那么就可以开始思考一下进行基本面分析的证券分析师应该怎样使用技术分析来提高自己的股票挑选水平。也许在起始阶段，最好的方法就是首先关注远期前景长期趋势，然后再关注短期表现计划。图 22-3 和图 22-4 中显示了苹果公司（AAPL）的经营状况价格变动。图 22-3 是 30 年间每月的价格数据，图 22-4 是 10 年间每周的价格数据。由于苹果公司在这段时期内价格范围总是在 5 美元到 200 美元之间波动，因此我们在此使用了半对数图表来表示。每周图表（也是半对数图表）显示了在三年的基础平稳时期（从 2000 年中期到 2003 年中期）之后有一次强势上涨。从这个图表中证券分析师无法得知苹果公司之前股价有 10 年的时间都处在箱体中上。每月图表显示了苹果公司的股价在 20 世纪 80 年代中期有所上涨，之后在大约 10 年之内都处在箱体范围内。这个阻力位水平一直持续到 1999 年公司股票以高价突破了其 1987 年创造的 15 美元的峰值股价的纪录。

图 22-5 是一个每日价格图表。从图中可以看出，在 2009 年 11 月股价探底 79 美元之前，价格一直都在稳步下跌之中。两个月之后，到 2010 年 1 月的时候，价格再次达到 79 美元，股票沽售也因此停止。这就告诉我们，一个或者多个投资人已经在 79 美元的价位形成了买入意识，而且他们有足够的资本买入足够多的股票，从而影响整个市场的价格。

在 1 月的 79 美元探底之后，股价开始进入了一个上行趋势。要注意看一下，在这个事实尚未发生之前，趋势、支撑和阻力位都没有明确显现；可是当这些股票在 2009 年涨到某一更高价位之后——而且后来的低价位也高于之前的低点，就立刻表现出了明显的上行趋势。在上行趋势（或者下行

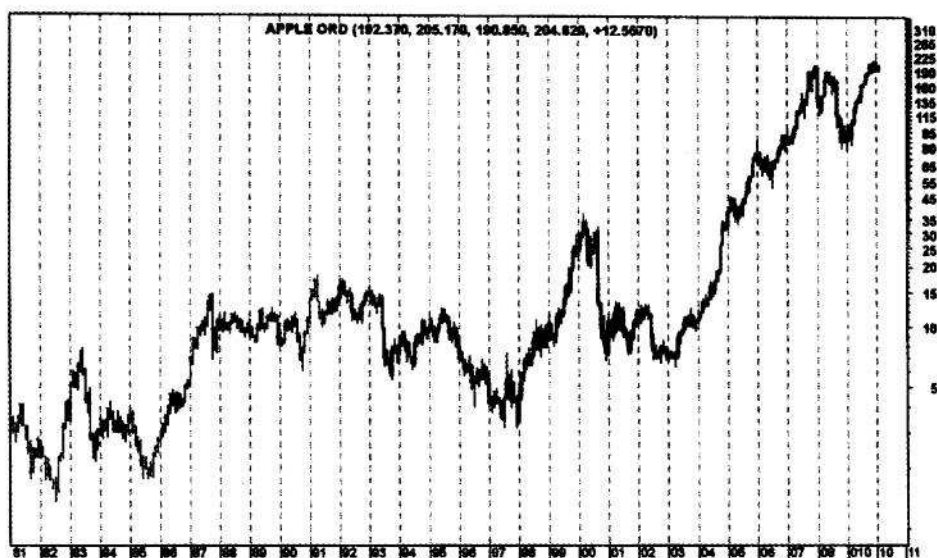


图 22-3 30 年间每月价格烛柱图示例



图 22-4 10 年间每周价格烛柱图示例

趋势) 中, 可能有必要重新画一下趋势线。同样, 在上行趋势中, 趋势线所连接的是低价位各点。这个上行趋势线也可以当做一个支撑水平。如果股

价再次大幅跌破趋势线，比如超出了 5 个百分点或者跌幅更大，并且还持续了好几个交易日，那么这就给我们拉响了技术警示的警报，表明上行趋势可能会就此结束。

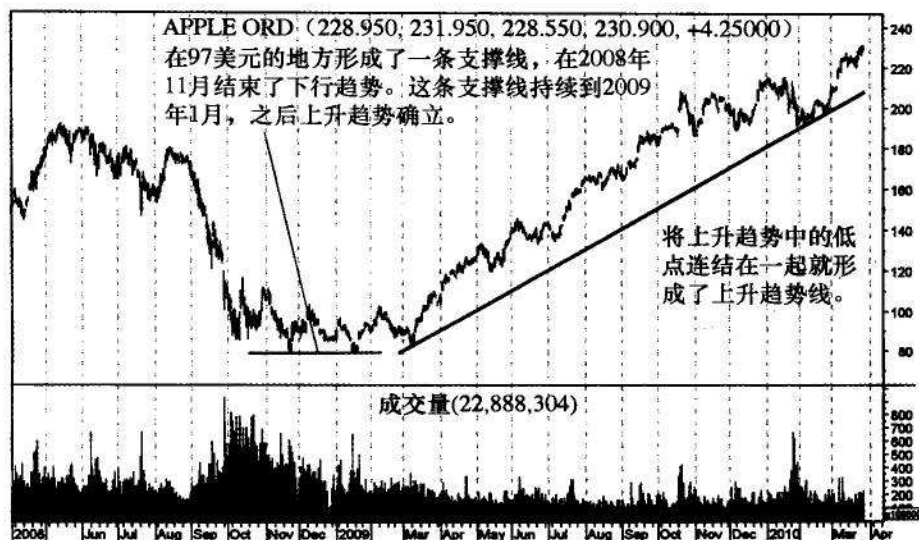


图 22-5 苹果公司每日价格曲线图（包括交易量和上行趋势）

研究一下股票的交易量以及它随着股价变化而改变的方式也是大有裨益的。在图 22-5 中，我们可以看到交易量在 10 月到 11 月之间的时期内有明显下滑。这表明了 2008 年下半年时驱动股票下降的抛售压力有所减小。相反，在 2010 年早期，随着买家的介入控制住了股价的下跌，交易量的回涨也就等同于一个看涨的信号，上行趋势开始显现。

技术因素和基本面因素的融合

技术分析和基本面分析一般都是单独进行的。但是在分析结果出炉之后我们也可以把两个结果做一下对比。一些投资人喜欢在分析过程开始的时候借助图表大概感受一下某只股票在市场上到底走的是哪个方向；而另一些人为了保证自己不受主观偏见的影响则倾向于先开始着手进行基本面分析，然后再进行技术分析。以下是几种可能出现的结果：

- 技术分析和基本面分析得到同样的结果。
- 技术分析和基本面分析得到相反的结果。
- 基本面分析显示股票价值被高估或者低估，但是在技术分析中却没有明显的趋势。
- 技术分析显示股票看起来有吸引力或者没有吸引力，但是在基本面分析中无法得到相应的结论。

技术分析和基本面分析得到同样的结果

在图 22-5 中，股票处于上行趋势当中。这是一个积极的技术指标，表明股票价格将继续走高——除非出现诸如股价大幅跌至关键支撑位水平以下等警示信号。如果基本面分析结论也表明股票价值被低估，那么技术分析和基本面分析就是一致的。而在现实中，投资人一直在稳步抬高价格，也没有出现大规模的低价抛出，就表明了市场也认同这一观点。

技术分析和基本面分析得到相反的结果

我们在整本书中都不停地提到，你的观点越是偏离市场观点，你要做的研究工作就越多。在采用技术分析的时候，如果趋势线和苹果公司在表 22-5 中的强劲走势相似，但是你的结论却是股票价值被严重高估，就说明你需要作出更进一步的分析。我们还要意识到，虽然技术分析有助于说明广大市场参与者的集体智慧，但这并不代表他们就是正确的；而是说，如果你的基本面分析结果和技术分析结果之间存在着较大的差异，你就有必要去探究真正原因。同时还要谨记，在互联网泡沫和房地产泡沫形成的多年时间内市场上都充斥着非理性投资，并且逆向投资者也遭受了重大损失（至少是账面损失），其中也不乏很多在还没有得到机会证明自己的结论之前就被迫退出的人。

基本面分析显示股票价值被高估或者低估，但是在技术分析中没有明显的趋势

有时候图表中不会出现明显的趋势而是横向盘整。的确存在股票有时是在以相同的价格范围交易的情况，如果基本面估值表示该股票被低估，那么这种情况实际是较为乐观的。收紧的交易范围显示股票买卖双方之间已达成一致观点。这个范围持续的时间越长，股票从先前的持有人手中转手的次数

就越多，继而股票的持有人也从对公司前景感到悲观，转到了对前景更加乐观的投资人手中。技术分析师是不会在市场发现这只股票具有潜在的上升趋势之前就先行买入的，而是会等到突破先前阻力位时再出手。这样做的理由在于，我们需要通过买入行为来抬高股价，如果没有这种买入，价值被低估的股票仍然会处在低位。这是一个把基本面分析和技术分析结合起来的理想状态——通过基本面分析找到可行的长期投资或短期投资，再通过技术分析决定采取行动的具体时间。

技术分析显示股票看起来有吸引力或者没有吸引力，但是在基本面分析中无法得到相应结论

在第四种情况下，技术指标给予了明确的解读，但是基本面分析却给出了一个混合的信号。在这种情况下，对于证券分析师来说最好的方法就是搞清楚其他投资人对这只股票集体看涨的（或者看跌的）原因，然后分析一下这个因素的意义有多大。即使我们得出的结论表明市场观点是错误的，但是根据这个结论进行交易也可能有一定的风险，这是因为证券交易是根据市场的态度进行交易的——虽然有时候的确与现实不符。还有可能出现某只股票在一段时期表现出具有吸引力的价格，具有较好的前景和较低的估值，但是在上行趋势中，这只股票可能已经涨到了基本面公允价值水平之上的情况。因此，证券分析师如果发现某只股票的价位处在公允价值或者已经被高估，但却仍然处在上行趋势中，他就应该在采取短期投资行为之前寻找诸如突破支撑位或超卖情况（之后会进行讨论）的技术信号。

使用动量指标分析投资人敏感度

我们在第二十一章中已经讨论过，市场经常被极端的乐观或者悲观情绪所引导，使股票的价格大大高于或者低于公允价值。技术分析有自己的工具可以测出敏感度在什么时候会被夸大。一只股票上涨速度过快、上涨幅度过大，并因此可能要经历不止一次的快速修正，这就叫做超买。股票超卖正好恰恰相反。为了能找出什么时候一只股票出现了超卖或者超买现象，技术分析师们就要使用动量指标来判断。这些指标完全是根据历史价格数据所构建的，以图表形式进行分析，非常类似于价格图表。最常用的动量指标是随机

指标、平滑异同移动平均线（MACD，发音读作 Mac-D）和相对强弱指标（RSI）。我们不应该混淆相对强弱指标和相对表现图的概念，相对表现图指的是两只股票在某一时期内的表现情况在同一图中绘制出来。我们计算很多指标都是为了保证它们落在一个给定的范围内（比如说 0~100），而且处在事先确定的超买和/或超卖的水平之上。例如，一只股票在相对强弱指标高于 70 的时候就被认为是超买，而在 30 以下的时候会被认为是超卖。由于动量指标的构建是最简单的，因此我将在此对其作出详细的讨论。有时这个指标也被叫做变动率（Rate of Change）指标。

动量指标可以通过两种方法计算出来。图 22-6 所示案例即采用了第一种方法，即：

$$\text{动量指标} = (\text{当前收盘价}) / (n \text{ 个时期之前的收盘价}) \times 100$$

在下面的例子中，我令 $n=12$ 天。注意：乘数 100 仅仅是为了最终数字操作方便之用。

另一个方法如下：

$$\text{动量指标} = (\text{当前收盘价} - n \text{ 个时期之前的收盘价}) \times 100$$



图 22-6 每日价格曲线图（含动量指标）

在图 22-6 的案例中，我已经把动量指标加入到价格图表中。这个指标和其他指标的理论依据就是，一只股票价格的波动将经常保持在一个动量指标的范围之内，这个范围会因为不同的股票而有所差异，波动范围更广的股票就有更广的动量指标范围。对于处在上行趋势中的股票而言，这个指标通常处在范围的最高值，或者略高于平均值；反之亦然。在我的案例中，我在 80 和 120 的等级上添加了水平线。因为从视图分析上来看，大多数价格行为都是处在这个范围之内。如果指标超出了这个下线，那么就出现了超卖现象。一只出现超卖现象的股票，其技术含义就是之前的低价抛售有些过于极端，因此可能会出现反弹。这些纠正可能不会逆转一个长期趋势，但是从本质上来说可以是短期的，并且不会破坏支撑或者阻力位。在图的左边部分，看起来苹果公司的股票出现了两次超卖信号，然后价格开始向上波动。之后有三个情景中出现了超买信号，每个情景之后都有一次低价抛售，虽然第三次低价抛售看起来还算是比较温和的。

因为动量指标所反映出的情况与正常的趋势分析有所差异，所以了解动量指标就显得非常重要。如果出现强烈的超买信号并且在过去的经验中被证明有效，那么技术分析师可能也会在股价上行趋势中进行短暂沽空。这个过程甚至可以通过电脑模拟并且还能进行历史检验。对于从事基本面研究的分析师来说，使用动量指标可以降低追逐一只股票的诱惑，并且鼓励他等待更合适的价位再介入这只股票。

技术分析中的主观性和客观性

和基本面分析类似，技术分析中既有主观的部分，也有客观的部分。技术分析中使用的基础数据，如价格和交易量等属于客观部分，也包括图表绘制和技术指标计算等。除此之外，技术分析的其他部分就是主观的了，就像分析公司的财务陈述需要一定量的主观解释一样。主观部分包括了画趋势线、定义趋势和考虑何时才能大幅突破支撑或阻力位以形成交易时机等。学习技术分析的最佳方法就是通过大量的练习。适用一只股票或者一种市场的方法并不一定就能适用于所有情况，适用于一个时代的方法也同样不一定适用于所有时代。所以要保持一个开放的思维和创新的心态。

补充资源

市场数据服务将可能有一个强大的技术分析工具菜单。如果你想在网上寻找技术图形的话，可以通过以下几种途径获得：

- Stockcharts. com
- Yahoo! Finance (图表部分)
- Bigcharts. com
- MSN Moneycentral (图表部分)
- Google Finance (公司图表的“技术”选项)

表 22-1 最佳实践指南 (技巧)：技术分析和基本面分析的结合

1. 在进行基本面分析的时候，除了要回顾股票价格走势之外，还要常规性地参考技术指标，因为它们汇总了广大市场参与者客观的集体智慧成果，帮助你作出分析。
2. 要学会如何使用通过服务商提供的市场数据快速绘制股票技术指标图形。(给他们的前台打电话、参加他们的培训课程或阅读他们的参考文献。)
3. 使用这些图表来确保你发现并理解了以下内容：
 - a. 上行趋势和下行趋势。
 - b. 支撑和阻力。
 - c. 交易量的大幅变化。(伴随着交易量大幅变动的股价波动通常意义更大。)
 - d. 动量指标。
4. 设置提醒，通知你什么时候你所关注的股票达到了超买或超卖的标准门槛。
5. 当某只股票达到了一个新的基本面买入或卖出水平时，参考技术指标以确定它是否能：
 - a. 与你的观点一致。
 - b. 与你的观点相反。
 - c. 无法得出结论。
6. 如果你的投资建议和从技术角度给出的买入或卖出的信号相差甚远，要确保你明白为什么市场参与者和你的立场不同。
7. 如果根据当前的标准来看，你推荐买入或卖出一只股票在相反方向上突破了趋势线(例如，突破5个百分点或者更多)，那么就要做一些额外的研究来确保自己的观点的正确性。

(续)

8. 如果你发现了某个基本技术分析工具对你有帮助, 可以参加相关的培训课程或阅读有关使用说明材料来进一步熟悉其使用方法。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

补充阅读材料

Colby, Robert. W. , *The Encyclopedia of Technical Indicator*, Second Edition, New York: McGraw-Hill, 2002.

Edwards, Robert, and John Magee, *Technical Analysis of Stock Trends*, Ninth Edition, New York: AMACOM, 2007.

Murphy, John J. , *Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications*, New York: New York Institute of Finance, 1999.

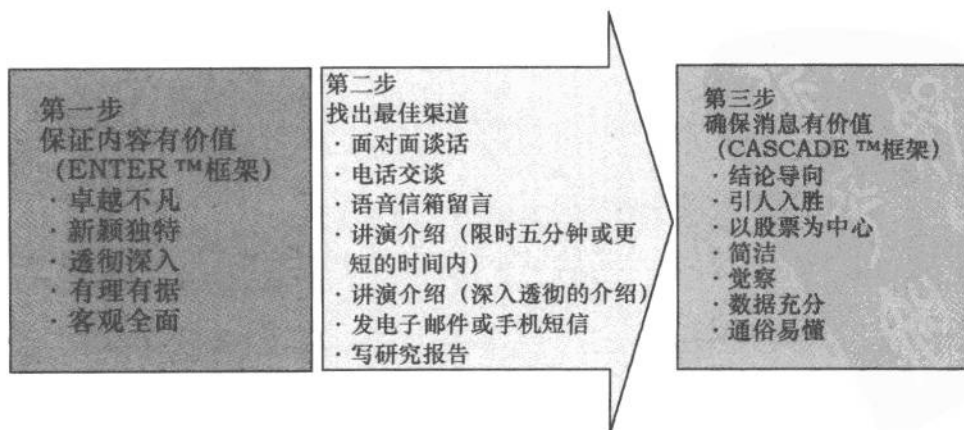
Pring, Martin J. *Technical Analysis Explained*, Fourth Edition, New York: McGraw-Hill, 2002.

第五部分 传达股票观点，让他人采取行动

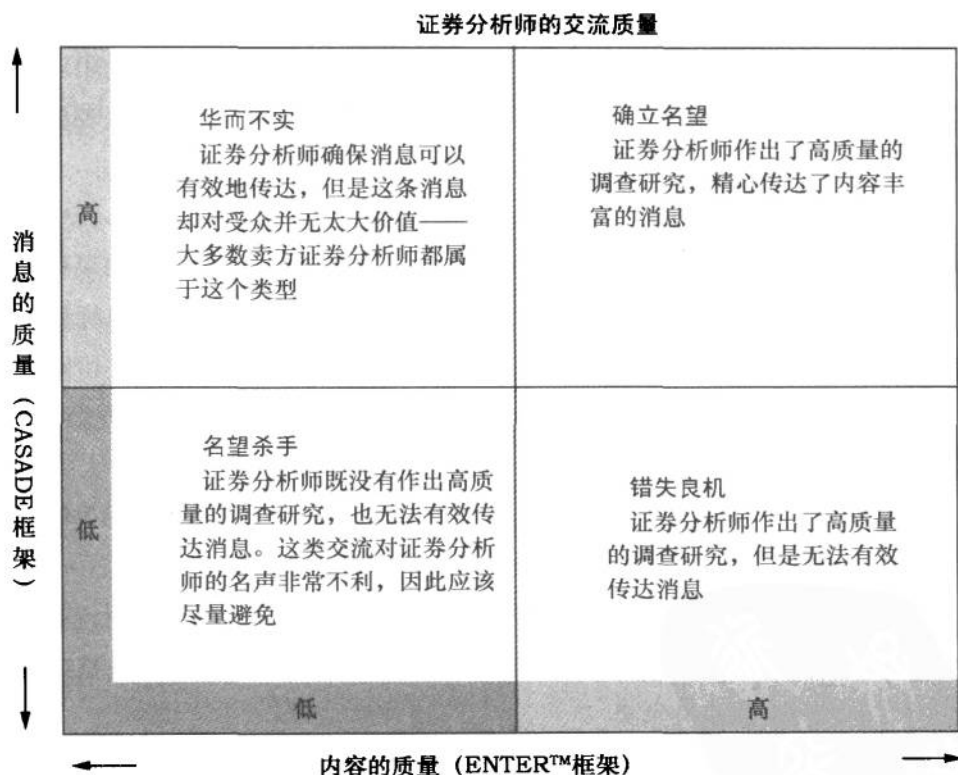
一些证券分析师也许会认为股票选择环节的结束就是最佳实践方法的结束。因为在他们眼中，作出正确的股票投资推荐就是这份工作的全部内容。虽然作出绝妙的股票投资推荐的技能确实是最关键的因素，但是如果无法有效表达出自己的建议，证券分析师还是会徒劳无获。因此，我们在这一部分会重点讨论如何传达股票观点。

除非你自己开了投资公司，不然你就肯定需要和他人交流你的股票观点，从而得到大家的认可，并最终获得奖励，让自己的努力得到应有的回报。不要以为这一部分仅仅是写给卖方分析师的，因为买方分析师的价值不仅体现在他们挑选股票的能力之上，他们的观点是否能影响投资组合也是非常重要的。

有效地交流股票观点可能比你一开始想的要复杂得多。重要的是我们需要考虑三个主要步骤，这与制造装配的流水线有些相似，在以下的每一章内我们都有更详细的讨论。



在开始进入整个过程之前，非常有必要区别两个概念：对你的内容质量的评价和对你的消息质量的评价；内容质量其实就是你的研究结果本身的好坏程度，而消息质量则是通过其对消费者（如投资组合经理）行为方式的影响力进行评价的。我们可以用拍电影打个比方：把内容当做初始脚本（或者电影剧本），把消息当做电影。总有一些电影让我们觉得原著其实更加精彩，这也就是说，电影制作人虽然有很好的内容，但却在表达这些内容的时候做得很失败。根据成功得出内容和有效传达消息的程度，我们可以把证券分析师的交流质量分为四个等级：



第二十三章

创建有价值的内容

这一步是证券分析师在准备和同事或者客户交流研究结果之前就应该充分完成的。如果证券分析师无法首先拿出高质量的内容，那么不管在第二步和第三步上花费了多少时间，他们传达高质量信息的能力都必然受阻。拿流水线生产打比方，如果一个部件上有一个小问题没有处理好，那么装配好成品之后小问题也会变成大问题。

内容很重要——至关重要。消化你的信息的人越是资深老道，其中与众不同的精彩之处就越容易被发现。可能这么说有点过于直白，但如果你是买方，你的首要目标就是获得超额价值；如果你是卖方，你的首要目标就是帮助客户获得超额价值。因此，无论是写给投资组合经理的邮件还是留给客户的电话语音留言，这些领域在你的交流过程中都应该在数量上占据绝对优势。但是很显然，现在很多卖方的大部分工作都和挑选股票没有太大的联系，买方的情况也就相对乐观一点点。摩根士丹利一位从业超过12年的卖方证券分析师比尔·格林斯（Bill Greene）先生也强调了这一观点，“投资组合经理们不想听到杂音。他们希望证券分析师先以他们所关注的行业或者股票为中心建立一个主题，过一段时间再回来的时候手里拿的是支持或者反对这个主题的独家研究结果。”

我遇到过很多证券分析师都想成为优秀的股票挑选者，然而在他们为此不断挣扎努力的同时，也常常忽略了自己作为一名证券分析师的职责，随着时间的发展就逐渐变成了某家公司或者某个行业的分析师。当然，公司或者行业分析师并没有低人一等，但是与证券分析师相比而言，他们对于公司的价值就低了许多——尤其是对于买方来说。这也正是现在市场上到处充斥着

平庸研究结果的原因之一：公司和行业分析师不得不拿出一系列无关紧要的数据，大力推广公司赞助的宣传活动，他们所做的一切都是为了让自己感觉正在创造着什么东西。

不管使用哪种媒介来交流信息，证券分析师都可以参考以下 ENTER™ 框架中的五个元素，来确保他们能得到一个高质量的交流。^①（该框架在表 23-1 中有详细讨论。）

- 卓越不凡（Expectational）：深入探讨未来的发展，尤其是强调可能会驱动市场朝着证券分析师不同于市场观点的预测方向发展的催化驱动因素。
- 新颖独特（Novel）：找出这个问题的答案：“哪些消息和观点是新鲜的、独特的，却又不被市场广泛了解？”
- 透彻深入（Thorough）：确保这个观点是由高质量的研究所支撑的，而不是单凭你的直觉就得出的结论。
- 有理有据（Examinable）：向决策者提供你得出结论的信息。
- 客观全面（Revealing）：指明风险，并且承认自信程度。

表 23-1 最佳实践指南（知识）：通过 ENTER™ 框架确保高质量的交流内容

理念	行动方法
卓越不凡。永远都要着眼于将来，目的是要传达出你的预期与市场观点的不同之处，并且抵制住关注过去的影响和诱惑。要明白历史趋势固然重要，但是也仅仅能为未来的股票挑选提供参考意见	<ul style="list-style-type: none"> ● 确保你对每家公司的最重要关键因素都有一个前瞻性的观点 ● 找出可能成为驱动催化因素的重要日期和事件，在它们的影响下，股票的表现可能会与市场的普遍预期相差甚远 ● 在对公司盈利报告等新闻消息作出回应的时候，问问自己，“这对我的前瞻性预期会有什么影响呢？”

^①在我担任摩根士丹利研究部产品和发展全球总监的职务中，我一直想构建一个通用框架，让证券分析师可以用它来评估自己的研究质量。在此我要感谢弗拉德·詹金斯（Vlad Jenkins）先生和史蒂夫·里普曼（Steve Lipmann）先生，正是他们二位贡献的诸多创造性的想法帮我促成了这个框架的初始结构，我们把它叫做“ROI 质量框架”（R—rigorous；严格，O—open；开放，I—insightful；深入）。

(续)

理念	行动方法
<p>新颖独特。找出自己的观点当中不同于市场预期的一部分，或者是如果在回应新闻消息的时候，问问自己，“市场对我的观点会有什么误解吗？”</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 确定你的信息与适用于股票挑选的 FaVeS 框架的相符之处在哪里（详见表 20-5）。如果它既不属于那几个领域也不是一个催化驱动因素的话，可能就不值得深入交流了 ● 问问自己，“为什么这只股票的持有人今天会想听听我的意见？” ● 不要和大家一样在交流众所周知的内容，这是个愚蠢的错误。（例如，在一只股票的市盈率乘数应该为 14 的时候，你却告诉对方当前的乘数为 12——这并不是一个新颖独特的观点。）
<p>透彻深入。通过获取一些独家观点准确预测出关键因素的发展可以确保你的研究深度与可能对股票产生的影响价值相当</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 对那些不符合市场观点且对股票投资推荐有非常重要作用的关键因素，要通过不止一个信息源对其进行核实 ● 建立足够详细的财务预测来检验你的假设（例如，如果你的股票投资推荐是有关不同部门的产品定价的，那么你就需要在财务模型中包括历史和预期部门定价两个因素。） ● 审慎使用管理层指引。（讨论管理层指引的目的不是为了把它当做你的独家信息源，而是要表明你的观点与它的差异之处。）
<p>有理有据。向决策者展示你的工作成果有助于提高你的工作质量。并没有必要告诉他们你的独家信息源是谁，但是一定要表现出你已经做了深入透彻的研究</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 收集所有重要的数据，让他人也同意你的结论——包括那些乐观和悲观情景 ● 明显区分出以下内容： <ul style="list-style-type: none"> ○ 你的观点/预测和他人的观点/预测 ○ 他人观点的出处 ○ 无可争议的事实 ● 准备你的财务预测和估值框架，保证你可以向他人提供充分的细节，让他们了解你对关键因素和价格目标的假设

(续)

理念	行动方法
客观全面。通过找出为什么市场认为当前的股票价格比你的价格目标更加合理，来确定不在你的基准方案情景中的具体风险——正负两面都要考虑。对于不符合市场观点的股票投资推荐，要对你的自信程度作出评估，方便他人衡量你的投资主题的风险状况。	<ul style="list-style-type: none"> ● 除了要有基准方案情景分析之外，还要作出乐观和悲观情景分析 ● 不要只满足于找出诸如“经济增速将放缓”或“通胀预期恶化”等普遍的宏观风险，而是要把重点放在你的与众不同的关键因素上 ● 为了自己使用方便，可以记下你持有当前自信程度的原因，以及能够驱使其发生改变的因素

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

卓越不凡

我们可以做个实验放松一下。随机地浏览 10 ~ 20 份卖方研究报告，就关注一点：这份报告采用的是主动方法还是被动方法？换句话说，这份报告的首要目的是强调一个在将来可能会影响股价的关键催化剂，还是叙述一些发生在过去的事情？我敢说你会发现超过 80% 的报告都采用的是被动方法。如果你不想这么严格，那么大致浏览一下报告的首页也行。只要首页上有提到由过去的某个事件而得出关于将来发展的讨论的话，就可以把它归为采用了主动方法。不过我还是觉得你仍然会发现大多数报告都采用的是被动方法。

预测未来并不容易——尤其是当你知道很多专家（对于买方分析师来说是投资组合经理，对于卖方分析师来说则是整个行业的业内人士）也会参考你的意见的时候——但是其实这正是大家所期望你做的事情：作出优于市场观点的预测。一位与我共事的知名网络证券分析师就喜欢说，“我希望我手下的人能‘绕过障碍看到远方’。”如果你不善于预测未来，那你就入错行了。

有时候证券分析师需要对季度盈利等新闻消息或某一事件作出回应，但是这并不应该占用他们的大部分精力，因为这种工作无法给任何人提供超前的观点来分析股票。在及时讨论发生在这个时刻之前的事件时，应该围绕着

它可能对未来的影响进行，也就是说要重点讨论它将如何改变市场观点的预期看法。如果你投入大量的时间仅告诉公司的季报符合预期——这其实是在浪费每一个人的时间——但是如果坚称此类盈利的潜在质量可能会改变未来预期，这就有可能具有非凡的意义了。

新颖独特

你在浏览新闻的时候只是扫了一下新闻头条的标题，因为你刚刚已经在另一份报纸上看过了这条消息。为什么你可以忽略它呢？因为，这对你来说已经没什么新鲜感了，再看只会浪费你的时间。所以在你决定交流信息之前，先问一问自己，“我要说的内容哪些是比较新颖深入的？”以及“我要说些什么才能让听众不觉得以前也从其他渠道听说过？”一定要确保你在给出任何毫无意义的消息之前能够明白地给出这些问题的答案。问问自己它是否属于 FaVeS 股票挑选框架下三个元素中的任何一个，或者它本身就是一个关键的催化驱动因素。如果不是，那么别人就很难发现它有太大意义了。摩根士丹利前研究副总监德鲁·琼斯（Drew Jones）先生告诫证券分析师，“要知道你掌握了哪些别人不知道的信息。一定要尽力数量化这些信息的质量。”

透彻深入

在我作为卖方分析师的多年职业生涯中，我遇到过成千上万的证券分析师和投资组合经理。我知道很多人都是才能出众的人才，但是也有很多不用功的人（这两类人是有交集的）。我们通过问一系列的问题可以非常容易地判断某人有没有充分了解一个主题。因此，我并不介意我的新客户问我一些低级问题，但是如果一位来自持有大量该股票公司的资深买方分析师也向我提出非常基本的问题的话，我就会开始怀疑他们之前的研究是否彻底了。也许会有那么一群基础投资人，他们可以不需要做很透彻的研究就能获得远高于行业基准的业绩，但是至少我还没有遇见过。或许你的投资主题的确可以产生不同于市场预期观点，但它也是需要不同于市场观点的数据支撑才能发挥效果的；如果没有，那就是完全根据你的个人感觉得到的结论。请注

意，我在这里并没有说这些支持性数据必须完全来自于独家信息源，只要不是被主流看法广泛知晓的数据即可。这一点非常重要，因为我相信只要卖方发布的研究报告还具有一定的争议性并且尚未被广泛认可，买方就能用它来作出一个不同于市场观点的推荐。在这里还是要强调一下底线：一定要有人再去做透彻的研究分析——你和你的团队或者你信赖的信息源都可以。

研究的透彻程度应该和该投资的仓位是对等的。如果就算你作出了错误的股票投资推荐，也只会让对方损失掉一顿午饭的话，那么粗略计算一下就足够了；但是如果你们公司把主要投资组合中3%的部分都放在了一个不确定因素很多的公司上，让大家都在苦苦等待美国食品和药物管理局对于其某一药品颁发市场准入许可的话，那么你最好能通过多方努力，寻求可信度高、客观性强的信息源的帮助，调查一下这个关键因素。

任何一个新进入一个行业的人都要注意，任何伪造的股票研究都会被很快拆穿，这是因为它所得出的结论缺少必要的支持性事实。相反，出色的股票投资推荐当中最绝妙之处就在于它有着充分的数据支持。这并不意味着每一位优秀的证券分析师都要掌握了所有必需的信息才能保证作出一个成功的股票投资推荐（这也是不现实的），而是说股票投资推荐应该建立在经透彻研究后所提供的信息支持的基础之上。

有理有据

很多公司都会在财务报表中透露很多不必要的细节信息，在讨论到为什么会出现这种状况时，伯灵顿铁路公司前 CEO 罗伯·克莱伯斯（Rob Krebs）先生经常会引用，“真相会把你解放出来”。但是还存在另一种极端情况：我以前所在公司的一位卖方分析师因为“独家专有的原因”而拒绝公布他的财务模型，也不愿意向客户提供。当大家执意要求他拿出来的时候，才发现他其实根本没有什么模型，但这其实也并不意外，因为他的盈利预测貌似总是落后于趋势曲线。

我在这里要表达的意思是，如果你不愿意和那些使用你的股票投资推荐的人（资产组合经理使用的是买方分析师的投资推荐，买方群体使用的是卖方分析师的投资推荐）分享你的分析结果，那么可能就有些地方不对劲

了。我并不是建议你把自己的行业独家联系人的名单都贴到互联网上去，而是说一定要提供深入、透彻的报告让大家知道你已经在这个问题上做了充分的研究。如果你不愿意这么做的话，那就说明你的调查研究可能还不够充分。不管怎样，如果没有支持性信息的话，至少你的交流沟通就会变得困难。

客观全面

你最差劲的股票投资推荐都是在你意识不到自己还有尚未知晓的信息时作出的。就算你无法全面了解某一特定风险的方方面面，只要你意识得到的确还存在你不知道的东西，你就可以重点关注这部分内容，并且做一些后续研究工作。在你的股票投资推荐和市场观点相差甚远的时候，使用你的投资推荐的人都很想知道你有没有忽略那些不符合自己观点的关键因素或者催化驱动因素。要达到这个目的，最佳方法之一就是给你的股票投资推荐建立基准情况、乐观情况和悲观情况的情景分析。这并不一定非要很复杂，但是你需要弄明白为什么在你推荐买入的那一天会有一些人卖出同一只股票。如果你不知道这些原因，那么你可能就没有真正地考虑到和这个投资推荐相关的各个方面。道格拉斯·科恩（Douglas Cohen）先生在摩根士丹利有着16年的工作资历，曾任卖方分析师和投资组合经理。对于高度自信的股票投资推荐，他认为“当证券分析师对一个研究结果100%自信的时候，他很可能并没有意识到全部的风险”。

第二十四章

找到最理想的交流渠道

总体交流过程的第二步，就是找到最理想的交流渠道来传达你的信息，这一点可能看起来像是人尽皆知的常识。但是，如果你需要的交流受众范围很广的话，那么挑选一个省时高效的方法来帮你建立自己的最佳人际联系渠道就显得尤为重要。图 24-1 阐释了交流股票想法中现存的挑战：尽量使用最少的时间并和你的同事以及客户保持最紧密的联系。关键就是在于找到一个合适的平衡，尤其是随着你需要影响的人（投资组合经理和客户）越来越多的时候，这个平衡就更为重要了。如果一名卖方分析师希望能赢得 150 家公司的赞赏，投票选你为优秀分析师，或者一名买方分析师试图给 10 位投资组合经理留下深刻的印象，那么他们就都需要按照图 24-1 中的指引来行事。通常来说，在与某个人发展关系的早期阶段，你需要投入更多的个人时间，努力建立起他对你的信任，之后才能转而使用其他替代的途径进行交流。

留意一下为什么有时研究报告和讲演报告在每条要传达的信息上花的时间很多，但在和信息接受者的个人联系上花的时间却相对很少。通常来说，除非你有可能影响目标受众的大部分人，不然你是不会想对任何一方投入太多时间的。当然也有例外，比如新手证券分析师第一次做的相关研究报告（他花了很多时间，但可能没有几个客户或者同事阅读其中的信息）。但是总的来说，应该保守地创建研究报告，尤其是那些篇幅较长的研究报告更应该谨慎一些。

交流的形式多种多样，但是专业人士大多都偏好一对一的谈话，其首要原因就是这样可以方便他们提问。回忆一下上一次你的电脑出毛病的时候，

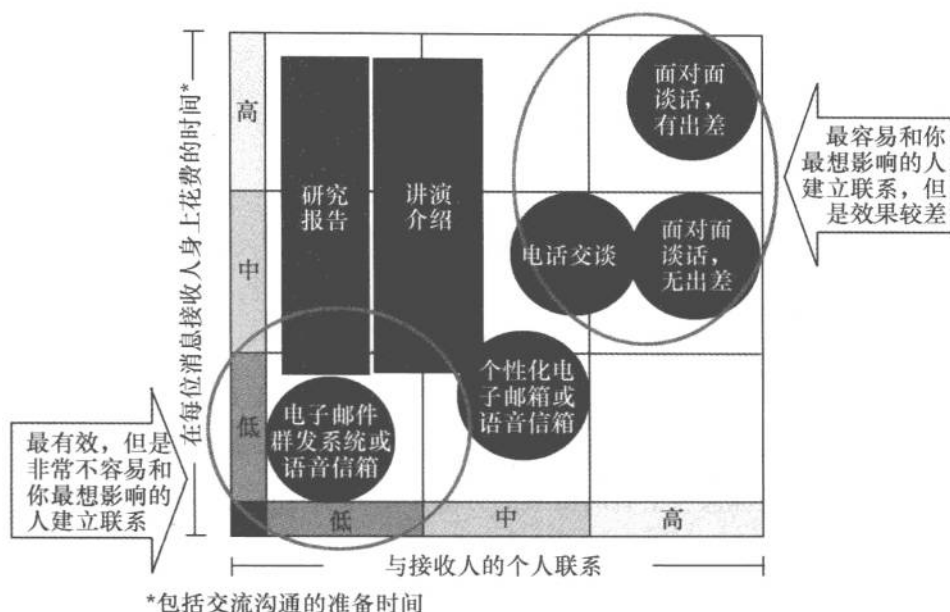


图 24-1 介绍股票观点时的交流渠道选择

你是愿意去参考电脑公司网站的常见问题页面还是给可以帮你的人打电话咨询？从这个问题我们可以看出，你应该保证自己能被你的重要客户随时联系到。在大多数情况下，这并不是说你能给这个人提供多少信息，而是说你随时都处于为他答疑解惑的状态。你可以把这个想象成志愿者消防队，他们随时都处在待命状态，但是却很少真正出勤。我并不是建议你要坐在办公桌前被动地等待你的投资组合经理或者客户给你打电话，而是想让你明白，你不需要一天到晚都和他们见面才能为自己的工作增加价值。我之前工作过的那家卖方公司就曾经针对买方客户进行过一项调查，他们发现客户都极度认可和卖方分析师接触的重要性，但是他们也表示自己并不希望卖方分析师总是不停地打来电话。

表 24-1 强调了每种交流渠道的优劣之处。有些渠道看起来是很直接的，但是你要了解自己所作出的战略性决定是建立在你选择的沟通渠道之上的。例如，如果你是一名大公司的买方分析师，每天总是会给投资经理留语音信息，告诉他们你对股票的想法。你这么做可以让自己很舒服，你会觉得自己

效率很高。但其实你并不知道他们是不是理解了你的想法，或者他们是不是有兴趣。我在第二十六章里把重点全部放在了每种交流渠道的具体使用方法上。

表 24-1 交流股票观点各种渠道的利弊

交流渠道	常见用途	利	弊
面对 面交谈	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师向买方分析师传递信息 ● 买方分析师向投资组合经理传递信息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可以回答问题 ● 可以观察肢体语言 ● 可以核实对方是否明白 ● 可以制定个性化的讨论流程和内容以满足对话双方的需要 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无法大规模进行（太费时间） ● 可能需要出差，尤其是在和不是你们公司的人讨论的时候
电话 交谈	<ul style="list-style-type: none"> ● 证券分析师从行业信息源处收集信息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可以回答问题 ● 不用出差 ● 可以核实对方是否明白 ● 可以制定个性化的讨论流程和内容以满足对话双方的需要 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无法观察肢体语言 ● 无法大规模进行（太费时间）
留语 音信息	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师给买方分析师群发语音留言 ● 买方分析师给投资组合经理留语音留言 	<ul style="list-style-type: none"> ● 快速 ● 群发语音留言可以进行大规模留言 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无法核实对方是否明白 ● 无法回答问题
讲演 介绍， 五分钟 或更短 时间的 交流	<ul style="list-style-type: none"> ● 证券分析师在公司日常路演活动上演示，同时也有其他分析师演示 	<ul style="list-style-type: none"> ● 快速 ● 通常可以大规模进行（作为大型会议的一部分进行讲演介绍） ● 影响听众 	如果会议时间有限： <ul style="list-style-type: none"> ● 无法提供支持性细节信息 ● 无法核实对方是否明白 ● 可能无法回答问题

(续)

交流渠道	常见用途	利	弊
深入讲演介绍	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师向买方分析师或投资组合经理做讲演介绍 ● 买方分析师向投资组合经理或投资委员会做讲演介绍 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可以提供细节信息 ● 可以核实听众是否明白 ● 可以观察肢体语言 ● 可以回答问题 ● 通常可以大规模进行（向众多听众讲演） ● 影响听众 	<ul style="list-style-type: none"> ● 听众的相关专业知识水平可能差别较大 ● 准备工作非常耗时
发送电子邮件或手机短信	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师向买方分析师传递信息 ● 买方分析师向投资组合经理传递信息 ● 证券分析师从行业信息源处收集信息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 快速 ● 对于无个性化定制要求的听众可以大规模进行，对于有个性化定制要求的听众可以做到准确服务 ● 可以让受众提出后续问题 	<ul style="list-style-type: none"> ● 如果得不到回复的话就无法核实听众是否明白 ● 很难通过语调传达自信度等信息 ● 信息接收人可能会同时收到上百封邮件或短信，所以你的信息有可能会被忽略
写报告	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师发布报告以供买方分析师参考使用 ● 买方分析师向投资组合经理或投资委员会传递信息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 通常来说是最详细的一种交流渠道 ● 可以大规模进行（可有诸多读者） ● 可以供他人保存以备日后参考引用 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无法核实听众是否明白 ● 无法回答阅读报告过程中可能出现的问题 ● 写报告和读报告都非常耗时 ● 可能由于接收人手头有大量其他报告而被忽略
创建PPT幻灯片	<ul style="list-style-type: none"> ● 卖方分析师向买方分析师或买方分析师向投资组合经理传递信息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可以通过具有用户友好性的方式传递信息 ● 可以大规模进行（可有诸多读者） ● 可以供他人保存以备日后参考引用 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无法核实受众是否明白 ● 无法回答阅读幻灯片过程中可能出现的问题 ● 无法像报告一样具体 ● 如果不配解释，要点和图表可能不易理解

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第二十五章

表达股票投资推荐的七个关键要素

作为表达股票投资推荐全过程的一部分，获得（符合 ENTE™ 标准的）高质量内容和选择最优沟通渠道这两个问题我们都已经讨论过了。现在我们到了第三个阶段：信息的表达。你可以想象自己正在制作一台百老汇的歌舞剧。你已经写好了一个非常棒的脚本，也挑选好了完美的演员阵容，现在剩下的就仅仅是把这个歌舞剧搬到舞台上。

本章把重点放在了 CASCADE™ 信息表达框架的七个要素上，旨在帮助证券分析师表达各种类型的信息。之后在第二十六章中会讨论到一些信息表达常用渠道的特别注意事项。

消息中传递出来的信息应该尽量具有以下要素，这样才能影响我们的股票投资推荐或交易决定：

- 结论导向（从结论出发）（Conclusion-oriented）
- 引人入胜（能吸引他人的注意力）（Appealing）
- 以股票为中心（内容是关于股票的）（Stock-oriented）
- 简洁（尽可能简短，但仍包含支持性信息）（Concise）
- 觉察（承认其他的观点并避免攻击他人）（Aware）
- 数据充分（有具体数据支持）（Data-driven）
- 通俗易懂（能让大多数实践者理解）（Easy-to-understand）

我们在第二十四章中谈论过 ENTER 框架，其设计目的是为了确保证券分析师研究的内容有价值，而 CASCADE 框架的设计目的则是为了确保他们

的消息有价值。请不要混淆这两个概念，它们的意思截然不同。当证券分析师拙于表达他们的股票投资推荐时，大多数情况下是因为这两个领域中的某一方面存在缺陷。表 25-1 逐一为大家强调了 CASCADE 框架的七个要素。

表 25-1 最佳实践指南（知识）：使用 CASCADE™ 框架来确保消息有价值

因素	行动	例子
结论导向 从结论出发	要根据结论来交流股票的观点。虽然你可能会觉得在没有数据支撑的情况下就直接给出结论会让你自己像没穿衣服一样尴尬，但是你的确非常有必要通过这些消息吸引客户的注意	<p>从类似以下的结论出发：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 我们推荐您买入或卖出这只股票是因为…… ● 这次事件带来了积极或消极影响（如果可能的话，尽量量化对 EPS 或现金流的影响），主要原因是…… ● 我们觉得 × × 股票的走势会更加向好或是更加低迷，这是因为…… ● 我们认为这只股票将会或者将不会对此有任何反应，是因为……（加入你的独家观点，那种在媒体或公司管理层发布的信息中找不到的观点。）
引人入胜 有吸引点	要用一种能让大家都加入到谈话之中的方式交流。聊聊逸闻趣事是一种非常有效的交流方式，如果时间和空间允许的话，不妨试试看	我们正在和 × × 股票的最大客户交谈，他提到上个月一直在考虑 × × 最大的两个竞争对手。他们为了能完成今年年底的销售配额，现在可以提供 10% ~ 15% 的折扣
以股票为中心 谈论股票	确保你的交流能帮助投资组合经理了解到和以前相比，你对某只股票态度的变化。（他们是应该买入还是卖出呢？）除非是和你当时的股票讨论有直接关系，不然最好尽量避免谈论一家公司或一个行业的问题	<p>不要说：</p> <p>我们最近参加了一个行业展销会，看到了很多有意思的产品，但是对我们跟进的公司都没有太大的影响</p>

(续)

因素	行动	例子
<p>简洁</p> <p>在不丢失支持性信息的前提下, 尽可能做到简明扼要</p>	<p>提供可以理解你的观点所需的最少信息和支持性数据。很多证券分析师通常都会犯的一个错误就是向客户仔细解释他们研究的每个细节, 就算不会影响到股票价格的事情也会详细说明。每个概念(无论是在口头表达中的还是书面报告中的)都应该有独立的观点来支持。如果没有的话, 就要问问自己看它是不是可以略去不提</p>	<p>参见之后“通俗易懂”部分</p>
<p>觉察</p> <p>承认其他的观点并避免攻击他人</p>	<p>要表现出你并没有忽略那些和你意见相反的人(通过强调你没有选择情景的驱动观点)。如果你当前的看法和过去的角度有很大的偏离, 那么就要承认你的观点发生了改变。同时, 要意识到公司管理层的需要, 但是不要对他们进行人身攻击, 而是要强调出他们策略所导致的财务结果或者股票价格</p>	<p>我们把××股票的评级下调到了降低配置, 是因为市场对这家公司客户定价的预期太过于乐观了。我们消极定价的观点被那些持反对意见的人以大量订单为理由驳回, 但是我们的工作显示在现有订单中有重复下单的情况出现。在我们看来, 较为乐观的情况是价格上涨超过2%, 而市场观点则维持在4%~5%之间</p>
<p>数据充分</p> <p>有具体数据支持</p>	<p>在早些时候, 为了能做到透彻、易检查、具有揭示性, 我们准备好的数据就可以用到谈话交流之中。不要用成百上千条信息把你的听众压得喘不过气来, 但是也要确保在你的关键点中加入各类事实以支持你的观点</p>	<p>我们的观点是根据我们的对大型行业客户的季度调查得出的, 其中新合同平均提价1.5%, 这是在过去四年中最低的涨幅, 这个数据的重要性不可小视, 因为今年有超过50%的××股票的客户的合同都需要续期</p>

(续)

因素	行动	例子
通俗易懂 能让大多数 实践者理解	要清楚地表示出你的内容已经达到了 ENTER 框架的要求（卓越不凡、新颖独特、透彻深入、有理有据、客观全面），而且消息也满足了 CASCADE 框架的要求。在起草大多数的讲演文稿和报告的时候，最好能先列出提纲，以确保得到清晰、明确的终稿	我们降低了对 × × 股票的第一季度的盈利预期（从 0.62 美元降至 0.50 美元），这是由于我们在和业内人士关于施工延期的讨论中预期产量将至少出现六个月的滞后现象。如果这种趋势持续下去，我们的悲观情景预测该股票将会在此基础上再下降 15 个百分点。从当前水平看来，我们建议停止持有这只股票

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

结论导向

确保你公开的言论——不管是书面的还是口头的——都包含一个结论，而且最好是一个和股票有关的不同寻常的结论。你与其说“我们昨天和很多 × × 公司的客户开了一个很好的会议……”还不如说成“我们仍然推荐购买 × × 公司的股票，因为我们昨天在与 × × 公司的客户开会时这个观点得到了进一步的证实”。这样说明显更具有说服力。想达到这样的交流效果确实需要做很多准备工作，但是所有的付出都绝对值得，因为大多数消化吸收你提供的信息的人（买方的投资组合经理和卖方的客户）都希望你能把自己的新观点和股票结论联系起来。所以，你在作出结论的时候应该把重点放在说明你对整体情况的深入了解，而不能脱离了股票或公司仅仅讨论某一个因素。

引人入胜

为什么即使交通事故发生在马路的另一边时，摩托车手也都会放慢速度？你一定也想在你的交流过程中制造出类似的小把戏来提高大家的注意力，这就需要找出一个吸引点来抓住大家的眼球。以下是一些可供选用的方法：

- 把你的消息定位在直接回答市场上已有的问题之上。如果每个人都在担心边际收益下行趋势的压力，而你所做的工作和边际收益又紧密相关，那么即使你本来的结论最终会把这个讨论引向事件的另一个因素，你也要确保从这个角度和大家进行沟通。
- 讲一个小故事，跟大家聊一聊你得到这个独特投资主题的惊喜瞬间。（“我昨晚坐在办公桌前，已经在模型上花去很多时间了，突然想到如果这些价格趋势持续下去的话，这只股票就会上涨 25 个百分点。”）
- 也许在现实生活中发生的某一件趣事可以很好地支持你的观点，那么不妨也讲一讲这些逸闻趣事。（“我们和本行业的政府工作人员一起吃午饭的时候，聊天中感觉他们非常担心目前日益升级的垄断态势。”）
- 在你作讲演或者参加讨论的时候要表现出热情，因为大多数人都会把精力充沛的状态和令人信服的结果画上等号。
- 不要让听众觉得很无聊。你的消息的消费者（投资组合经理、客户等）都是非常聪颖的，这也就给你带来了许多挑战，因为他们的兴趣很快就会转移，也会很容易感到无聊。如果你不希望你的信息对他们来说是左耳朵进右耳朵出的话，那就要保证你提供信息的速度足够快，让他们需要集中精力才能跟得上你的思路。虽然这可能会引起更多的问题，但是至少可以把每个人都调动起来。

以股票为中心

说到股票，并不仅仅是在讨论公司和行业。投资人到底是应该买入还是卖出呢？如果你的消息的大部分内容都与股票的意义无关，那么你可能就已经偏离轨道了。让人惊奇的是，很多卖方报告都是在讲有关公司的内容，而不是在讨论股票的内容（除了在第一页上做一个评级的标记之外）。因为不用加入最重要的未来股价预测，所以写一些关于公司或者行业的基本信息报告的确要比写股票价格的报告容易许多。要谨记，一定要采取具体行动把你的工作和股票联系起来。

简洁

“如果我的时间更充裕，我就能给您写一封更短的信。”很多成功的知

名作家都赞同这句话，它很好地解释了简明地传递一个想法的挑战性。如果你没有专门花一定的时间来准备你的消息，那么它将不会以最简洁的形式表达出来。戴维·埃德尔曼（David Adelman）先生是摩根士丹利有着 20 年卖方经验的证券分析师及公司北美股票选择委员会的联合主席，在他给公司新入职的证券分析师讲话时也总是在不停地强调这一点，“要简洁明了——把最重要的点以容易理解的方式全部提炼出来。”

如果你读到这里，脑子里想的是“我不是个啰唆的人”，那么你可能就和绝大多数证券分析师一样，都自以为在这一点上比一般人做得好。除非你发现自己通常都能在指定时间之内完成讲演演示，而且你写的报告也比同事们的简短，不然的话，你还是有很大的空间可以提高自己的。

如果你花了 20 个小时研究一个投资观点，那么花在准备沟通上的时间就不要超过 15 分钟。沟通的预计时间是根据你们公司的要求决定的，通常小型买方公司可能不太希望过于正式的沟通方式，而大型卖方公司则会要求你花更多的时间准备文书材料让管理层审阅。在情况允许的时候，至少提前一天做好准备，这样你就有一晚上的时间休息。当第二天早上起来再看一遍的时候，你可能会突然有了新的想法，能把材料修改得更简洁。

为了做到简洁明了，可以试着把你的关键信息提炼出来，压缩到以下两个时间间隙中：

- 15 秒的电梯间隙：试想一下，如果你意外地在电梯里遇见了一位投资组合经理，他问你“你对于××股票有什么想法吗？”这时你仅有 15 秒的时间向他提供你的新观点，你会怎样表达自己的想法呢？
- 60 秒（或者更短）的电话间隙：你接到了投资组合经理、客户、销售人员等人打来的电话询问你的工作，他们问道，“你对于××股票有什么想法吗？”（这时你的时间就只剩下 45 秒了。因为电话是这个人打给你的，他绝对不想和你喋喋不休地一直讲下去，除非你可以在 60 秒或者更短的时间让他对你的观点产生兴趣并给出积极的反应。）

在考虑书面材料的时候，要时刻谨记每位投资组合经理每天都会收到 200 ~ 600 封电子邮件。因此，如果你不能在电子邮件的前几行或者报告的前两段就简明地阐述你想表达的消息，那么他很可能就不会接着往下阅读你提供的材料了。开始的时候，你可以试着假设自己是在发一条 twitter^①，看看在 140 个字数限制之内如何才能最好地传达你的信息。

为了避免啰唆，你可以问问自己，“如果我的职业生涯成败就在此一举了，那么我究竟能以多快的速度来传达这个消息？”如果你的答案是 5 ~ 6 分钟，但是在会议上你可以有 15 分钟的讲演时间，那么就花上五六分钟作讲演，然后用剩下的时间向个人或者小组提问，“关于这个问题，你们还有其他的什么方面想要讨论的吗？”如果没有其他要求了，那么这次讨论可以就此结束；大家会为你的简洁明了报以热烈的掌声。如果大家对于你的话题真的非常有兴趣，他们会向你进一步提问，让你有机会深入阐述你的讨论。对于书面上的交流：如果你在三段之内就可以传达你的信息，而不是三页，那么就一切从简。除非你的研究结果缺乏相应的事实来支持你的观点，不然从来都不会有人因为你过于简洁来责备你。在这种情况下，形式上的再多改变也无法让你得到一条高质量的信息。

使用图片是另一个提高简洁性的方法。一张图片有时可以替代成百上千的文字。一位资深的卖方分析师告诉他的团队，“要简洁——阐述观点的时候尽量使用图表，不要用文字。”

有时候你可能需要提供背景信息，但是一定要尽可能的简洁。如果你想表达的信息是苹果公司将会从其竞争者手中夺取市场份额，你就没必要提供整个 IT 行业的发展历史背景。可能有些时候在讨论或者报告中会涉及较长的背景介绍，但是这仅仅是在客户要求的情况下才能出现。人们对一位证券分析师的评价标准是他们的股票投资推荐的好坏，而不是他们到底能提供多少背景信息。

不要出现口误。每个想法（不管是说出来的话还是写出来的报告）都应该是在为支持你的观点而服务，而且要通过事实来支持。以下是几个例子：

①twitter（推特），一种类似微博的网络社交工具。——译者注

- 失败例子：我们喜欢 IBM，因为它具有高端的产品和优秀的管理层。（听起来像是公司的发布会；增加的价值在哪里？）
- 成功例子：我们喜欢 IBM 在削减成本上所做的努力，上个月他们宣布裁员 8 000 人的消息就能很好地证明这一点。

避免重复。不要在你们交流开始的阶段就讨论公司的定价问题，然后在后面再一次地提到同样的问题。（可以写一个提纲来帮助你避免重复。）

虽然数字对于支持观点来说是至关重要的，但是如果可以用图表的方式展现出来的话，就不要在文字里面夹杂太多的数字。

- 失败例子：我们把 × × 公司 2012 年、2013 年的 EPS 估计分别提升了 0.05 美元和 0.25 美元，这样就分别达到了 5.25 美元和 6.25 美元，分别对应市场一致预期的 4.75 美元和 5.75 美元，这使得我们的价格目标从 72 美元上涨到 75 美元。
- 成功例子：如下表所示，我们提高了关于 EPS 的估计，在接下来的两年之内，与市场一致预期相比，我们高出了 9~11 个百分点。我们新的价格目标为 75 美元，比星期二的收盘价高出了 10 个百分点。

	先前	最新	市场一致预期	差别
2012E 每股收益	\$ 5.20	\$ 5.25	\$ 4.75	11%
2013E 每股收益	\$ 6.00	\$ 6.25	\$ 5.75	9%
价格目标	\$ 72.00	\$ 75.00		

觉察

要能觉察到有关某只股票的其他观点，也要意识到你的消息受众。要想在进行研究的时候了解其他的观点，就一定要去问问市场参与者，“你喜欢这只股票什么？不喜欢这只股票什么？”有一个事实是我们不能忽略的：从本质上来说，你的买入推荐其实就等于是在说市场参与者卖出股票的做法是错误的。每一个有价值但却有别于市场观点的股票观点都会遭到一些人的反对意见。一些最出色的研究报告就是在总结了所有反对观点之后，通过深入

独到的见解对其逐一反驳。如果在出现反对意见的时候你就能立刻给予回应，这就说明你已经把你的推荐进行了全方位的透彻研究，而并不是仅仅停留在那些对你有利的角度。如果那些愤世嫉俗的人发现你连反对意见都思考过了，那你的胜算就更高了。消息中这类内容大部分来自良好的情景分析。

关于觉察的另一个要素就是要了解你们公司之外的消息受众，这一点更适用于卖方分析师。就像投资组合经理会把对持仓股票的批评看做对自己的批评一样，公司经理也会把对公司的批评意见视为对自己的批评。所以，如果你将要在一个公开场合对一只股票给出较为负面（或者不是很正面）的评价，那么他们公司对你的态度转变就是意料之中的事情了。（即使买方分析师没有发布类似的报告，但是只要一家公司发现某只基金卖出了他们公司的股票，态度的转变也是很常见的。）所以，你要尽量让自己的观点对事不对人，这会帮你减少很多类似的摩擦。出色的证券分析师可以在传达自己的信息的时候做到不与整个市场中其他的人士对立；我们都知道对立的状态是无法带来任何好处的。客户不会付更多的钱，公司管理层也不会和对立的证券分析师有更多的接触。

但是，请不要误以为证券分析师就不应该持有批评意见，他们只是需要在传达信息的方式上更加巧妙。金融界是个很小的圈子，因此，我们没有必要现在就拆掉今后还可能会用到的桥。与其说“这家公司的 CEO 是个无赖，应该炒他鱿鱼”，还不如把关注的重点放在事实之上，说“毛利率连续三年的下滑这一现实可能就说明了公司有必要调整其发展战略以及管理层的用人”。

有些人会认为，做一名不断进步的卖方分析师和一名具有轰动效应的卖方分析师之间有着很明显的界限。仅在北美就有超过 2 000 名卖方分析师，他们需要通过独特的方法来构建自己的信息渠道，从而让别人听到，但他们不可以使用具有误导性或者破坏性的方式进行交流。如果卖方分析师需要交流某些可能会越过此界限的消息，那么就应该寻求一名可信赖的同事或者合规官员的帮助，保证不会说出一些让自己后悔的话。

数据充分

要鉴别一个研究是不是成功，最快的方法之一就是看看它的结论是否仅

仅是建立在观点意见的基础之上。出色的证券分析师往往会在这方面做足功课，来保证他们所提出的有违市场观点的看法有足够的理由能站住脚。要确保在不泄露独家信息来源的前提下把这份努力展现出来。这并不是说你所有的基本数据都要来自于独家信息源，但是如果它们随手可得而且容易分析，你就要问问自己“那么为什么它们还没有反映到股票价格里呢？”同时，不要让你的信息受众去其他地方寻找重要信息；如果这条信息真的至关重要，就自己去找，然后把它放在你的工作报告中，并且注明来源。要注意使用诸如“根据我们的预测来看”或者“我们相信”这样的短语把你的观点和其他人的观点以及事实明确地作出区分。把支持性数据放在电子邮件的附件中，或者放在一个 PPT 演示文稿和一份报告的结尾部分以供他人参考。

通俗易懂

在各种交流技巧中，这是最不容易快速掌握的一个，因为不存在一种非常客观的检查清单让你来一一核对，确保自己的工作易于理解。（即使是最模糊的沟通，其结果可能都不会和发起人最初的意图完全一样。）下面几个小窍门能保证你的工作报告通俗易懂：

- 对于重要的交流，即使只是你跟投资组合经理的一分钟简短汇报，也要在开始之前先列好提纲（或者先打好腹稿）。随着你在这个话题上的研究不断深入，根据 ENTER 框架中的要素和 CASCADE 框架中的传达消息要素建立一个提纲。在你充分了解这个提纲之前不要做任何交流。（Microsoft Word 软件有一个很棒的提纲功能，仅需要“视图”——“大纲”模式里建立一个新文档，之后就可以用作一份报告或者一个 PPT 讲演的大纲。）
- 在确定最终消息之前，至少要跟一位可信赖的同事咨询，让他审阅你的提纲并且给予反馈。要知道，修改一份报告或 PPT 要比修改一个提纲多花 10 倍以上的时间和精力。在口头交流的时候，不管是即时通话还是语音留言，如果你刚开始就说错了话，那么之后就再也无法改口了。

入行

你有没有注意到，警察和军人在交流的时候一般都不使用日常用语？只需听他们简短说几句话你就能知道他们是某个特殊行业的人士。一个行业的术语是非常强大的；如果掌握了行业术语，你就能获准加入到其他一些也使用这个术语的群体中去。如果你想进入金融圈子，你就需要确保自己懂得金融术语。了解你们这个行业的行话也是非常重要的，但这需要花点时间来学习。如果你总是反复听到或看到某个词语，那么就一定要把它记下来。

要想在这一章之内就涵盖所有的行业术语是不现实的，但在表 25-2 中我总结出了一些最佳实践方法，帮助大家和其他证券分析师或投资组合经理进行交流。

表 25-2 最佳实践指南（知识）：业内行家常用的短语词组

建议	例子	原因
写报告的时候不要使用被动语态，而要使用主动语态，而且要做到尽可能的详细	被动语态：“期望的状况可能无法在这一季度实现” 主动语态：“我们并不指望这家公司在本季度能实现我们 EPS 0.40 美元的预期”	这能强化你的消息，并且表现出你已经做了很多工作
不要假装得出某种根本不可能达到的精确度	“我们期望 × × 股票在 2013 年的利润率能达到 8.37%，盈利为 7.03 美元”	这会让人觉得你过于依赖财务模型的结果，而没有从整体的角度进行考虑
避免使用媒体常用来制造轰动效应的措辞	“这只股票将由于一个革命性的新品发布而大幅飙升。”或 “这一次管理层前所未有的转变将使这只股票的价值疯长”	这会让你的读者看出你的经验不足，他们也会因此面对你的判断和工作质量产生怀疑
如果你要引用公司管理层的观点，一定要先给出自己的观点	“我们期待这家公司的利润率在明年达到 10%，而公司管理层给出的预期为 9.5%”	通过比较自己和公司管理层的观点，能给人以思想深刻、具有领导力的印象

(续)

建议	例子	原因
<p>在引用你自己的观点时，尽量使用能表明自己已经完成研究的措辞，而不是某种表示主观臆断的措辞：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 最佳：“我们预测……” ● 较好：“我们期望……”或“我们相信……” ● 较差：“我们觉得……” 	<p>“我们预测这家公司明年的盈利会增长10%”</p>	<p>在非正式的交流中，“觉得”一词的使用频率要高于其他词语。你可能会说“我觉得我需要一杯啤酒”，但是你绝会说“我预测我需要一杯啤酒。”</p>
<p>除非你的结论和公司的风格完全不符，不然还是最好选用“我们”、“我们的”，而不要只说“我”、“我的”</p>	<p>“我们认为这只股票的估值过高，因为我们的研究显示明年EPS增长10%的市场预期太高了”</p>	<p>这听起来会显得你更谦虚。你很可能无法独立得出某个结论。至少你也是从他人的培训中学会工作技巧的</p>
<p>在提到公司和管理层的时候，用“它”代替，而不是“他们”</p>	<p>“公司管理层在季度会议上公开了它的新发展规划”</p>	<p>这是行业标准</p>

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

第二十六章

有关最重要的交付渠道的特别注意事项

在第二十五章对交流信息理论讨论的基础之上，本章提供了股票投资推荐中最常见的特别注意事项，分别为：

- 面谈、讲演和打电话
- PPT 讲演
- 市场推广的文字资料
- 语音留言
- 电子邮件和短信
- 研究报告

通过面谈、讲演和打电话来传达研究观点

很多围绕着股票的交流都是和向他人施加影响有关的。具体来说，提出针对某只股票的观点的证券分析师希望受众能根据他的意见采取行动，之后再对他的观点予以回馈。诸如面谈、讲演和打电话等最直接的交流方式都要比间接的交流方式效果更明显，比如通过电子邮件、语音留言和报告等方式对他人施加影响的效果就会稍微差一些。信任的建立对于施加影响的过程来说至关重要，除此之外，你亲自出现也给了对方向你直接提问的机会。要记住，这个双向交流的过程实现的前提必须是这名证券分析师是一个很好的积极聆听者。在和他人见面或者给一小组人作讲演的时候，尤其是在和那些你不常见面的人打交道的时候，证券分析师应该确认参与者的以下信息：

- 了解他们在交流互动中想要得到什么（最好是事先就知道，但是在交流刚刚开始的时候才知道也是可以接受的）。
- 定期问问他们是不是有什么问题。
- 如果只有一两个参与者，问一问他们的背景或者现在的状况（比如，你的工作职责是什么？你的业绩怎么样？你们公司处在什么状态？）

在发展关系的过程中要随时记录对方的反应，可以在心里记住就行，也可以在数据库中正式做记录。如果他们表现出对××公司边际收益损失的担忧，就要确保下一次在和他们讨论到这只股票的时候提到这一点。其实这并不仅仅局限于专业领域；如果他们告诉你他马上就要当爸爸了，那么你一定要在下一次和他们谈话中再关心一下孩子的状况。这会给你发展关系带来极大帮助。

如果你要参加一个非常重要的交流互动活动，但却不太了解你的听众，那么你就需要提前做好充分的准备。你可以收集一些关于他们的资料和信息，这样一来，你就可以更多地站在他们的角度上来考虑问题了。在卖方分析师拜访客户或者给客户打电话之前，应该先和客户方的销售人员沟通一下，了解客户所关心的问题和他们的工作方式。这么做可以帮助证券分析师更好地了解客户的需要。

如果你从客户的角度出发来逐步达到自己的目的，那么你就更容易对他们施加影响。例如，在会议刚开始的时候，你可以问一问投资组合经理对于当前经济有什么看法，然后根据他的回答再开始讨论，慢慢发掘出一些将有不俗业绩的股票。（我这并不是在暗示你改变自己的观点去迎合投资组合经理。）

向他人做讲演介绍的时候有一些注意事项，如表 26-1 所示。

表 26-1 最佳实践指南（知识）：向他人做讲演介绍的特别提示

表现出自信	<p>先把讲话提纲打好腹稿或在纸上写出来（如果使用 PPT，就可以充分利用“备注”部分。）</p> <p>如果你对话题不熟悉的话，可以提前彩排</p> <p>如果是非常重要的一次讲演介绍，可以给你的彩排录音或录影，然后重听找出不足</p>
讲话的语速和音量恰当	<p>一般情况下，讲话的最快速度也要能保证在座的大多数人都能听懂你的演讲内容。你可以放慢速度进行重点强调，也可以加快速度来表现出你的激情（Johnson & Eaton, 2002: 59）</p> <p>如果听众人数较多，要保证坐在后排的人也能听到你的声音。在使用麦克风的时候，要确保时刻把它放在嘴边，时刻处在打开的状态</p> <p>适当放低声音可以表现出你的信心（Johnson & Eaton, 2002: 59）</p>
正确使用肢体语言	<p>如果亲自出席演讲现场，要保证可以正确使用肢体语言。（研究显示，多达 65% - 93% 的信息都是可以通过非口头的语言所表达的 [Dent & Brent, 2006: 40]。）这么做的目的就是表现出自己对现场的控制（要做到放松、自信）</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 保持活力充沛 ● 加强眼神交流 ● 保持良好姿态 ● 不交叉双手或跷二郎腿 ● 适度微笑 ● 听众超过五名时，站起来做讲演

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

通过 PPT 讲演来传达研究观点

对于证券分析师来说，PPT 有两个主要用途：

- 介绍一个（或多个）股票投资推荐
- 通过市场营销材料提供观点（通常来说这一点仅针对卖方）

这两个用途的目的各不相同。前者是关于股票的集中讨论，强调了当前买入或者卖出的依据；而后者旨在帮助卖方分析师准备好可能在会议上被客户问到的所有问题（包括在卖方分析师的营销路演中多达 30 场一对一的会

议中可能会被提出的所有问题)。从另一个角度来看,单一股票的观点是一个“主动型”的讲演,因为讲演者是要把他/她的想法传递给听众。与此相对,市场营销材料倾向于一个“被动型”的概念,因为客户可以要求卖方分析师来进一步讲讲某个问题的细节。这一点非常重要,因为从每一页幻灯片上的信息量来说,主动型讲演的信息量应少于被动型讲演的信息量。

我发现,证券分析师(尤其是卖方分析师)的PPT演示文稿经常会出现相同的问题。他们的幻灯片上信息过多、缺乏观点、内容老套。我们的信条不应该是“谁的PPT里幻灯片最多就能成功”,而应该是“谁能简明扼要地传达最多的有数据支持的信息谁就能成功”。

绝命PPT(death by PowerPoint)这个说法在当今社会很是流行,甚至在维基百科网站中都能找到这一词条的解释。^①表26-2中讲的就是设计PPT演示文稿的最佳实践指南,其中有我从他人的宝贵经验中归纳出来的建议,也有我自己经验的总结。

表 26-2 最佳实践指南(技巧):设计PPT演示文稿的实用小贴士

- 在开始制作第一张PPT幻灯片之前,首先要列出一个提纲,尽可能多地涵盖ENTER框架(参见表23-1)和CASCADE框架(参见表25-1)中的元素。
- 在全文——包括所有的图表中——使用统一的标题、脚注和字体。如果你是第一次制作PPT,最好先问一问你们公司或者你们部门有没有固定的PPT格式模板。
- 如果一页或多页幻灯片中的数据需要每天更新,那么就把它和市场数据表格进行链接,设置自动更新,这样就不需要每天都自己手动修改了。这可以为你节省大量的时间,但是在每次做讲演介绍之前,证券分析师都要重新检查一遍所有幻灯片,保证其中的数据已被完全更新,并且没有和文本说明相冲突的地方。
- 确保幻灯片使用的字体字号适宜房间里的每一位听众阅读(或在网上浏览)。
- 每张幻灯片上的文字说明不要超过五行。
- 在文字说明中穿插相关图表,但是要避免使用动画。(如果对于解释你的观点来说是不可或缺的话,可以考虑加入一段视频。但是要充分意识到,你把PPT弄得越复杂,你在技术上出错的可能性也就越高。)

^①埃里克西·凯特勒夫(Alexei Kapterev)先生设计了一个很好的PPT来讲这个问题,可以在网上输入他的名字和“绝命PPT”来进行搜索。

(续)

- 要尽量避免使用与你要传达的消息关联不大的图片（如剪切画或者存档照片等）。
- 如果你们公司里的其他人觉得你的幻灯片有价值，你就应该把你的 PPT 保存到公司内联网上和大家分享。
- 在做讲演介绍的时候，要时刻谨记人脑的阅读速度普遍来说是高于正常的讲话速度的。所以在你只念了一半幻灯片的时候，大家其实已经看完了，于是很多听众就会开始走神儿。要避免这种状况的发生，就要做到：
 - 不要错误地认为需要把幻灯片上的内容逐字读出，而是要用它强化并支持你的观点。
 - 不要把你的幻灯片当做懒汉演讲笔记。笔记应该单独列出来；PPT 有作备注的功能，制作人可以在每页幻灯片下面的备注部分写一些内容供自己参考，而这些内容是不会被听众看到的。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

仅卖方：市场营销材料的最佳实践指南

在一对一的客户拜访中，如果没有市场营销材料在手的话，卖方分析师经常感到自己就好像没穿衣服一样，因为这些材料对他们传达信息来说实在是太重要了。客户都会愿意在一份高质量的市场营销材料上面圈圈点点做出标记，甚至还会撕下某页以便日后参考之用。（在我的会议中，客户越是把我的市场营销材料弄得不成原样我就觉得这份材料做的越好。）设计卖方市场营销材料的最佳实践指南详见表 26-3。

表 26-3 最佳实践指南（技术）：制作市场推广材料的实用小贴士

- 如果数据会频繁变化，就建立一个链接把文档和原始数据表关联起来，以避免手动更新。在给客户打印需要派发的材料之前，先检查一下这些链接是否能对数据成功更新——你绝对不希望会在开会的时候突然发现自己设置的链接没起到任何作用。
- 加入一个可比公司列表，包括你所关注领域内的所有股票，具体内容详见表 20-3。
- 为每个部分都添加一页概况介绍，列出你最喜欢的和最不喜欢的股票。
- 把每家公司的状况都集中在一页幻灯片上（简介或 SWOT 分析）：
 - 把关注点放在关键因素以及你与市场观点的差异所在上。（你可能在某些股票上和市場持有相同观点。）

(续)

- 给出你的乐观、悲观和基准方案情景分析，最好能通过图表的方式列出，表格的形式也是可以接受的。
- 重点标出各个驱动催化因素和风险。
- 如果估值对于理解乐观、悲观和基准方案情景分析非常重要的话，就再添加一个更完全的图表解释（例如，解释为什么估值差异将马上会消失，或者为什么你的估值要优于市场观点）。
- 能给出支持性数据当然很好，但是要谨记：
 - 你应该在情况允许的条件下把较大型的图表分解成几个部分，这样能更易于阅读。（如果只能使用一个图表，那么就把最重要的数字和注释圈出来。）
 - 避免在一张幻灯片上使用两个或两个以上的图表。
- 大约在出差进行市场推广的 24 ~ 48 小时之前，你要把所有的 PPT 全部检查一遍，以确保所有的数据都做了即时更新。
- 每个季度至少要有有一次（最好是在季报公布后一周，在你所有的模型数据都完成更新了之后）检查整个市场推广材料，然后问问自己，“这个册子能回答大部分我从客户那里收集来的问题吗？”
- 永远在你出差的时候将一本全新的市场推广材料带在身边，因为你不可能知道会在什么时候什么地方遇到一个客户，或许他会很有兴趣跟你讨论你所跟进的股票。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

设计一份出色的市场营销材料看起来可能是一件轻而易举的事情，但是下面是我从买方分析师那里得到的几条反馈，他们都抱怨卖方的材料中经常会出现以下这些问题：

- 太多技术性的说明，充满了数据，却没有观点。
- 证券分析师的观点缺乏数据支持。
- 使用的材料或者得出的结论老套过时。

通过语音留言来传达研究观点

作为一名证券分析师，你很有可能在希望和他人分享或者索取信息的时候用到语音留言。不要觉得资深证券分析师的情况会不一样，其实即使是最

优秀的证券分析师，每天打出的电话几乎有 75% 都是被转入语音信箱里的。因此，掌握语音留言的艺术就变得非常重要。表 26-4 中的内容是有关语音留言的最佳实践指南：

表 26-4 最佳实践指南（技巧）：留语音留言的实用小贴士

确保在你的语音留言中包括以下内容：

- 介绍自己。（你可能觉得对方认识你，但是如果一个人每天要听三十多条语音留言的话，他/她可能无法听到你的声音之后就能立刻想起你的名字。）
- 你打电话的目的。
- 如有的话，你希望接电话的人做哪些事情。
- 什么时候回你电话最合适。
- 联系你的最佳电话号码（要说得足够慢，让对方有时间能记下来）。

其他的注意事项：

- 尽量把语音留言压缩在 30 秒之内。如果你的准备很充分，而且内容也很有价值（例如，“我在会议上了解到五个重点”），可以增加至 60 秒。但是再长的话，对方可能就不会听下去了。
- 如果你的信息太复杂，无法在 60 秒钟解释清楚，就留言告诉对方之后你会发一封详细的电子邮件过去。
- 用座机打电话。如果只能用手机的话，最好找一个信号又强又安静的地方。
- 尽量不要提到“今天”或“昨天”这些字眼儿，而是要说具体的日期——对方很可能没法在一两天之内听到你的留言。

如果要在留言中谈及股票观点：

- 尽量多地涵盖 ENTER 框架和 CASCADE 框架中的元素。
- 介绍你和市场观点的差异之处，尤其是在以下三个方面的差异：财务预测、估值或市场敏感度（FaVeS 框架）。
- 一开始就要说明公司的名称，然后在整个过程中不断提到公司代码。（如果你只是在刚开始提到一次，而对方又刚好没听到的话，那么他/她就会完全不知道你剩下的信息对应的是哪家公司。）
- 如果有详细介绍的相关电子邮件，一定要告诉对方电子邮件的标题。
- 鼓励对方回你电话。如果他/她有任何问题的话，你可以进一步作出解释。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

你可能会觉得想在 60 秒之内把自己所有的想法都说出来是个不可能完成的任务，但是如果你准备充分的话，你的语音留言就能把主要信息传达出去。想要在一条语音留言中全面详述所有可能出现的情景和风险是不现实的。因此，要尽量通过语音留言鼓励收听者去阅读一封包含更多信息的电子邮件或者一份书面报告。

如果你要给很多人留同一条语音信息，在一天之内无论你使用的是语音留言群发系统（BVM），还是给投资经理和客户打多次电话，都一定要先写好一个底稿。如果你所在的卖方公司不允许你在当天上午正式发布报告之前使用语音留言群发系统和客户沟通，那么你就有必要在前一晚上打好底稿，第二天再来打这个重要的电话。在你和销售人员以及客户当天交流的过程中，也要时刻注意随时调整这份底稿。（如果你总是能发现一些问题重复出现，那就要保证及时地更新你的底稿来回答这些问题。）如果你在白天能一直坚持的话，到了晚上你的底稿就应该能直接用于语音留言群发系统了。

以下是一个底稿的范例，其中包含了我们上述讨论到的所有关键元素：

您好，我是金牛咨询公司的蒂姆·史密斯，想跟您谈谈有关畅优集团 × × 公司股票的一些观点。我们在周二上午将其从平均配置的水平提升到了超额配置的状态。我们的一年价格目标是 50 美元，这比周一晚上的收盘价高出了 18 个百分点。我们对明年盈利的估计是每股 4 美元，而市场一致预期是 3.5 美元。我们作出这样的提升是基于三个理由：

- 第一，我们对于其客户中的 75 人进行了相关调查，证实了我方的观点。他们确实在以比市场预期更快的速度更新 × × 公司的新产品线。
- 第二，基于近期我方对华盛顿方面业内专家的采访，我们相信 × × 公司将从今年晚些时候可能通过的新法案中获益。
- 第三，从历史发展上来看，× × 公司每次新增一个更加现代的工厂时，其边际收益率都会上升 50 个基点。其今年晚些时候会再开一处，但是市场观点仍预测明年的边际收益率将会走软。

其他人都在担心竞争对手会占去 × × 公司的一部分市场份额，但是我们最近的调查显示这对 × × 公司产生的影响其实是微不足道的。即使是在我们

的悲观情景中，我们都可以看到股票可以保持从平稳到5%的增长状态。在星期二早上发布的报告中将会有更多的详细信息，题目为“预期毛利率提升，提高××公司的评级”。如果您对此有任何疑问，请拨打212-555-1212向我咨询。

通过电子邮件和短信来传达研究观点

我们通常在家人和朋友之间会用电子邮件和短信来交流，这可能也就是为什么有那么多的人都觉得在工作环境中这些交流形式是非正式的。但是不幸的是，对于任何一家已经挂牌上市的公司来说，在现实中都有可能被监管机构或者执法机构要求提供包括电子邮件和短信在内的书面交流材料，之后以他们认为合适的任何方式使用。你可以假设自己写的每一条信息都要被公司以外的人审阅，这样就可以避免这些问题了。在你需要交流一些敏感信息的时候，如果没有上下文这些内容就有可能被误解，那么不如你登门拜访或者亲自打个电话解释一下。同时，对于任何可能会被他人认为不合适的内容，你也不可以随意转发，这一点也是毋庸置疑的。我提到这个问题就是因为我认识两个资深证券分析师都是由于这个问题而丢掉了工作。表26-5提供了通过电子邮件和短信传达研究观点的最佳实践指南。

表 26-5 最佳实践指南（技巧）：发电子邮件和手机短信的实用小贴士

- 电子邮件毕竟是书面形式的交流，无法通过语气传达信息，所以就没有必要把邮件写得多么妙趣横生或者轻松诙谐了。加入一些笑脸的标志可能会有一定的帮助，但是如果对方的心情不在状态的话，他/她可能还是无法理解你的用意。（而且在跨文化的交流中，有时候一个玩笑是无法引起共鸣的。）
- 不要在自己心情不好的时候发电子邮件。可以先打打草稿，保存起来，但是在你好好睡了一觉之前千万不要按发送键。
- 不要出现人身攻击。如果你需要发表批评意见，一定要做到对事不对人，并且要能提出一个解决方案，以显示你的建设性作用。
- 尽量把你的电子邮件控制在半页之内。如果再长的话，这个话题可能就需要你打个电话或者召开会议进行详细说明了。（如果你要花20分钟起草一份冗长的电子邮件，而且对方还要再花20分钟来解读你的电子邮件然后给你回复，那你还不如给他打个电话，聊上10分钟就可以为你们双方都省出不少时间了。）

(续)

- 在开始写电子邮件之前：
 - 先把和讨论话题有关的文件添加到附件中。
 - 把收件人姓名添加到“收件人”一栏中，然后在发送前再次确认。（我认识一位经理，他以为自己是把电子邮件发送给另一位经理了，而内容是他们打算辞退一名证券分析师，结果却错误地把电子邮件发给了那位证券分析师了。）
- 在写好草稿之后就立刻写上邮件标题，而且要确保这个标题具有足够的概括性，能吸引收件人点击查看。
- 如果你已经转移到了另一个话题，就不要在之前的电子邮件回复中讨论。
 - 这样的话邮件的标题就不存在任何意义了。
 - 你可能会把其中的一封转发或抄送给另一位与该话题有关的人士，但是你却同时无意中把有关另一个话题的一大堆讨论也发给了他。
- 如果你要把电子邮件发送给很多互不相识的人，可以使用电子邮件的密送方式。这样就充分尊重了每个收件人的隐私，保证他们的电子邮件地址不被泄露。
- 如果你需要哪个人做出一些事情（如在某一日期前回复你），就用下划线标出来。（很多证券分析师和投资组合经理每天都会收到 200 ~ 600 封电子邮件，所以他们可能只会花 5 秒的时间浏览你的电子邮件。）
- 如果你想让对方更容易联系到你，就要确保你的签名文件中包括你的各种联系方式。
- 和公司的 IT 部门核实你的电子邮件都被做了备份，而且保存在了含有你的桌面搜索功能的地方。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

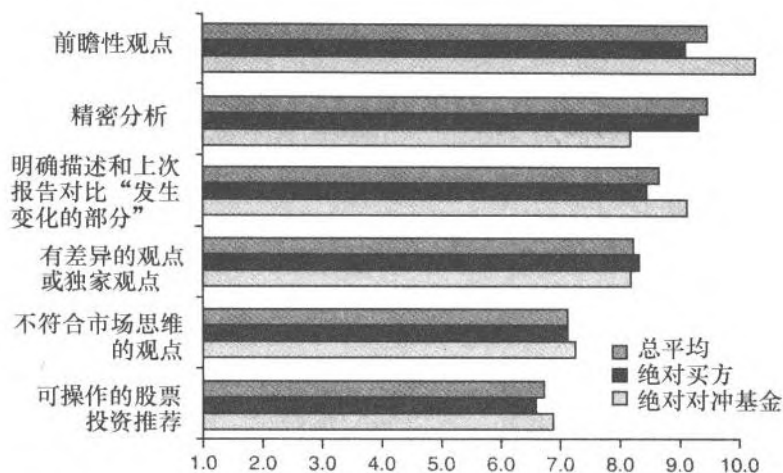
通过研究报告来传达研究观点

总的来说，卖方分析师写报告的频率要比买方分析师高很多，而且他们的报告也总是很长，但是也有例外情况存在。在通常情况下，卖方分析师的任务就是尽自己最大的努力向最广泛的受众作出股票投资推荐，而买方分析师仅仅会把关键的结论告知他们最直接接触的同事和投资组合经理。虽然买卖双方的这两种报告目的截然不同，但无论受众是谁，他们之间还是有很多最佳实践方法可以相互借鉴的。首先，我会把重点放在买卖双方分析师撰写研究报告的最佳实践方法之上，这些方法在很大程度上都是以我们之前讨论过的 CASCADE 框架为基础的，之后再专门针对卖方报告提出几点建议。

读者想得到的是什么

在我做研究管理工作期间，我发起了一项旨在找出卖方研究报告中最受投资组合经理看重的内容的调查研究。（这次调查中包括了纽约、伦敦、东京和新加坡等地超过 40 位投资组合经理的访谈。）虽然我们的讨论大部分是有关卖方研究的话题，但其中有一些也同样适用于买方。他们的看法总结如下：

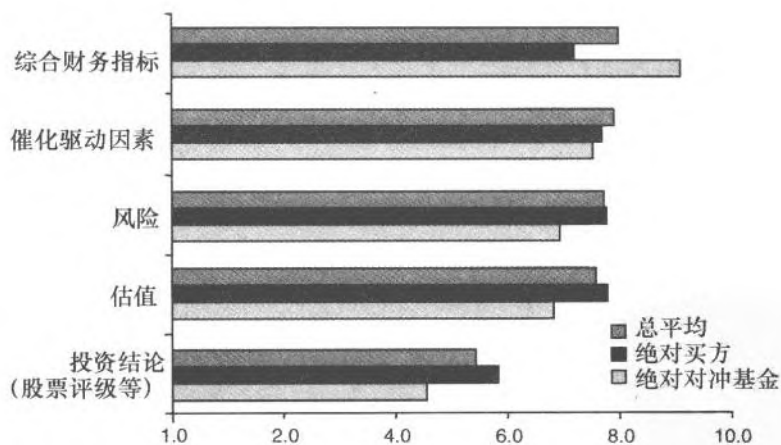
- 大多数发给买方客户的附有报告的电子邮件都在阅读之前被删掉。在剩下的极少数能引起客户兴趣的报告之中，他们通常也只会有一份报告上花费 5 分钟的时间，如果是一份有关某个重要议题的深度分析报告，他们最多会花上 45 分钟的时间（但是这种情况并不常见）。
- 总的来说，卖方分析师给出了过多的：
 - 没有观点或者影响不大的简短报告，尤其是盈利公布之后。
 - 太长的报告或者结构欠佳的报告。
- 卖方分析师没有给出足够的：
 - 可以对多家公司进行比较或者阐释竞争优势的主题行业报告。
 - 估值乘数的解释。
 - 估值乘数的历史角度。
- 当问到在最理想的情况下，一份报告最长可以有多少页的时候，他们通常的回答是：
 - 没有深入分析的报告：2~3 页
 - 深入分析报告：13 页
- 谈到一份正常水准的卖方报告的质量问题时，投资组合经理表示总是在“前瞻性观点”中能发现的价值最多，而在“可买入推荐”中发现价值最少。（这就意味着他们想要了解的是思维过程而不是最终结果。）（参见图 26-1。）
- 在标准的卖方研究报告中最常见的各个要素当中，他们在财务预测中能发现的价值最多，而在股票评级中能发现的价值最少（参见图 26-2。）



按照重要性从低到高的顺序从1到10排列。

来源：摩根士丹利

图 26-1 报告质量的价值



按照重要性从低到高的顺序从1到10排列。

来源：摩根士丹利

图 26-2 报告元素的价值

全面解析一份出色的研究报告

先提一下，我们之前讨论到的各种投资交流形式的关键点也同样适用于研究报告。在写报告的整个过程早期，CASCADE 框架下所有元素之中最重要的就是“易懂”。如果一份报告的结构欠佳，它所阐述的内容也是无法清楚表达的。请按照以下的方法构建一份报告，以确保其结构清晰，能方便他人阅读，保证交流顺畅：

- 先列提纲，再写报告。报告中要包括 ENTER 框架里的内容元素以及 CASCADE 框架中的信息交付元素。
- 除非你对提纲完全满意，不然不要开始着手撰写报告。如果可能的话，至少请一位可以信赖的同事检查你的提纲，并听听他的反馈意见。修改一份糟糕的讲演报告终稿要比修改一份欠佳的提纲困难十倍。

表 26-6 中使用了 CASCADE 框架强调了研究报告中所独有的关键元素。要谨记我们之前的讨论，不要把它当做一个核查清单，在你已经写好报告之后再逐一核对，而是要在列提纲和打草稿的时候就把它当做指导原则。

表 26-6 最佳实践指南（知识）：撰写研究报告的注意要点

在列初始提纲的时候可以把这个表当做一个核查清单。（在报告写好之后再回过头来添加这些元素会是一件非常头疼的事情。）

CADCADE 框架元素	报告的注意要点
结论导向 （从结论出发）	<ul style="list-style-type: none"> ● 标题要含有你的结论 ● 第一页应该明确指出对于某只股票的当前价格是否应该买入或卖出
引人入胜 （能吸引他人的注意力）	<ul style="list-style-type: none"> ● 把标题和要点用具有说服力的语言写出来，不要通过制造轰动效应或者大肆渲染来吸引读者的注意力
以股票为中心 （内容是关于股票的）	<ul style="list-style-type: none"> ● 在前两个要点中至少要提到一只股票 ● 如果要单独讨论一家公司，就要尽量把公司的名字或代码放在报告的标题中

(续)

CADCADE 框架元素	报告的注意要点
简洁 (尽可能简短, 但仍包含支持性信息)	<ul style="list-style-type: none"> ● 采用列要点的方式, 保证报告简洁明了 ● 使用图表来叙述时间; 如果做得好, 一个图表可以替代三四段文字 ● 在前两页展示出关键点; 大多数投资组合经理和客户都不会读到第三页, 除非他们发现这份报告对一个很重要的话题作出了深入的分析。所有第三页以后的内容都应该是附件形式的材料, 是用来支持你的新观点的
觉察 (承认其他的观点并避免攻击他人)	<ul style="list-style-type: none"> ● 要表明你已经了解过了自己观点之外的其他看法, 添加一个列明乐观、悲观和基准情景假设和价格目标的图表 ● 使用对他人具有人身攻击性质的评论无异于慢性自杀; 要不惜一切代价避免出现这种情况, 尤其是对于卖方分析师来说, 消息散布的范围极广
数据充分 (有具体数据支持)	<ul style="list-style-type: none"> ● 尽量给每段或每个要点都配有至少一个支持性事实 (如果它不包含任何数字或事实, 就要问问自己 “那它有什么用处?”) ● 添加一个至少有两年预测的财务模型 ● 如果对于投资主题有重大意义, 可以加入一个关于历史估值的讨论和图表 ● 标明所有对投资主题有重要意义的数据或事实的引用出处 (独家信息源可以按匿名列出。)
通俗易懂 (能让大多数业内人士理解)	<p>为了能清楚地表达, 第一页应该包括以下信息:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 你的前瞻性观点和市场观点的差异在哪里 ● 未来可以让市场同意你的观点的催化驱动因素 ● 启发这份报告思路的新观点 ● 支持价格目标的数字 (估值或你财务模型中的关键元素) ● 风险 ● 自信度 ● 清晰明确的图表 (不要使用大型数据表格; 仅需要为关键信息添加注释或解释性文字段落。)

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

仅需卖方注意的问题

在之前提到的那个买方调查中，投资经理表示，如果工作出色并且在投资组合经理需要的时候就能到位的话，那么卖方分析师仅需要在每个季度发布1.4次报告就可以保住他们“前三”的地位了。通常来说，卖方分析师在一周之内发布的报告要比投资组合经理期望他们在一个季度中发布的还要多。如果一名证券分析师要发布一份全面的分析报告来解释某个重大的评级改变的原因或者来支撑当前某只股票的投资推荐，相信没人会打击他的积极性，但是这种报告却并不常见。相反，他们发布的大部分报告都鲜有读者。通常来说，在探讨不受欢迎的报告都受哪些因素的影响的时候，都要研究一下维持性研究。

在我的职业生涯中，我总是听到客户和研究管理层不断地告诉卖方分析师“不要再做维持性研究了”。我曾是我们公司里最高产的人，写了很多短期报告和战术性趋势报告。这是“维持性”吗？由于我不知道怎么来定义维持性，我就把这个问题也放在了我对投资组合经理的访问之中。以下是他们关于维持性研究的一些看法：

- 如果出现以下情况的话，就是一份不理想的维持性研究：
 - 没什么新意也没什么改变。
 - 没有关于某只股票的针对性观点。
- 如果出现以下情况的话，就是一份可以接受的或者还凑合的维持性研究：
 - 结合周期性数据点重新审视一个良好的长期股票投资推荐。
 - 是一份非常简洁的盈利总结报告（两到三个重点），把重点放在结果是如何提供关于未来的新观点的。
 - 突出诸如公司会议或公司参观等由一家公司资助的活动中关键的外卖点。

并不是你写的每一条消息都将是大约升幅为25%的乐观股票投资推荐，但是一定要避免写那些琐碎的小事。（如果它不具备 ENTER 框架中的大部

分元素的话，它可能就不是有用的维持性工作。)

创立期刊（如周刊、月刊或者季刊等）有助于建立起一个卖方分析师的渠道，并推动其发展壮大。但是一定要仔细权衡为之投入的时间，要保证与自己得到的利益相符合。期刊也有自己的发展势头；一旦开始了，就很难停止。这可能是件好事，但也可能是件坏事。所以在开始创立期刊之前，一定要问问自己以下问题：

- 是不是有不止一个竞争对手已经在出版类似的期刊了呢？如果有，问问你的客户是不是在阅读它们。如果没有，问问他们想在期刊中看到什么样的内容。如果有，那么他们对于你的竞争对手的期刊中最喜欢的和最不喜欢的内容分别是什么？除非有很多客户都有着强烈的需求，不然就不要轻易出版期刊了。
- 你要怎样才能保证在你的每一期刊物上都能有一个具有前瞻性的重大投资观点供大家讨论呢？如果这个期刊（如周刊或者月刊发表行业数据）没有产生新的可以用来改变股票的观点或者提升股票信心度的催化驱动因素的话，那么就很难有读者会觉得它的分析有深度。
- 如果你要出版一份期刊，有没有位于其他地区的同事和你关注类似领域（如航空公司和飞机制造商）或同一领域呢？他们可以与你合作一起出版这份刊物吗？

第六部分 作出符合职业道德的决定

证券分析师若是迫于压力要提高投资组合的业绩，或者希望自己的业绩能优于其他同事，也许就会在受到引诱时做出一些不符合职业道德的事情。但是这种缺乏职业道德的做法也往往会赔上证券分析师的工作、客户关系或者专业信用度，甚至会招致法律诉讼。这一部分的最佳实践指南提供了一些方法来帮助证券分析师恰当地解决职业道德上的两难局面问题。

第二十七章

发现并解决职业道德问题

首先是要发现职业道德上的两难问题

要想作出恰当的道德决定，首先需要找出潜在的两难问题。你或许觉得我这么说有些啰唆，但是当一名证券分析师深陷在自己的研究中时，这就会变得很困难。道德上的两难问题会出现在证券分析师工作的方方面面，但是通常来说也不外乎以下两类情形：

- 证券分析师贪图个人利益或职业效益导致其行为有失妥当。
- 有利益冲突的两方或多方需要依靠证券分析师提供客观的投资建议的时候。

为了帮助证券分析师发现这些道德方面潜在的挑战，我在此特别提出一些因证券分析师贪图个人利益或职业效益而常犯的错误：

- 证券分析师会设法收集或索要一些他们明知或怀疑是尚未公开的重大信息，而不是依据马赛克理论去拼凑推导出重要的结论。
- 忽略投资建议中具有以下特点的风险或相关事实：
 - 已获悉，但是故意降低其重要性，以便让该投资看起来更加具有吸引力。
 - 尽管在投资早期已经了解到其大体的风险，但是由于对相关问题的研究不到位，导致其无法对风险进行全面评估。
- 仅仅依靠公司管理层提供的建议进行投资风险评估。

- 主动或被动地曲解所做的研究行为
- 没有明确地区分观点或事实，这可能使得他人把这个观点理解成一个事实。
- 仅仅是为了让之前定好的价格目标看起来合理就对财务预测或者估值乘数进行修改。
- 掩盖某些可能会使他人作出受损的投资决定的错误。
- 剽窃他人的工作成果。
- 曲解过去的业绩或者资格。
- 仅针对卖方：在关于股票或者推荐的重大信息公之于众或大范围地发布给所有公司的客户之前，提前和某客户分享这些信息。

和上述的错误行为不同，即使一名证券分析师本身毫无恶意，也还是无法完全避免某些利益冲突。对于证券分析师来说，这些利益冲突最有可能影响到他们提供投资建议的客观性。为了帮助证券分析师找出这些道德方面的潜在挑战，我已经总结了一些最常见的利益冲突的类型。（请注意，很多都不是像上述的那样是和道德相关的行为，而是利益冲突。）其中大部分都是和卖方相关的，这是由卖方分析师工作任务的本质特点所决定的，通常来说他们的服务对象并不止一个委托人：

- 仅仅是为了帮助某位客户或者投资组合经理的持仓，受其之托或在其影响下变更了一个股票投资推荐。
- 股票交易员或客户要求证券分析师对某只股票提供客观分析报告的时候，这位证券分析师碰巧持有相关的不可披露的消息（如一个即将公布的评级调整或尚未发布的独家信息）。
- 无论通过直接或间接渠道，如果证券分析师已经收到相关信息显示，若他不对某公司作出积极评级的话，则可能会失去一笔投资银行的业务。在这种情况下他作出的股票投资推荐可能就会有失偏颇。
- 由于公司已经给证券分析师提供了和公司管理层接触的特殊渠道、更多的信息或者赠送了诸如一场体育赛事的门票等某些特殊礼物，使得证券分析师在主观偏好的影响之下写出一些对公司股票有利的文章。

一些业内人士认为，揭露一个利益冲突就已经能完全解决这个问题了；但是这忽略了一个对于解决利益冲突来说很重要的因素。无论受影响的各方是否愿意，证券分析师都有义务保持自身的客观性和独立性。证券分析师不应该想当然地认为他们可以完全公正地评价自己保持客观性的能力。各个领域内的专业人士，包括证券分析师在内，都非常容易对自己面临利益冲突时承受道德压力的能力过分乐观。就好像大多数人都相信自己的智商高于平均水平一样（这在统计学上是不可能实现的），很多专业人士也认为他们自己抵挡这些诱惑的能力过人，完全可以自主工作，不受这些利益冲突的影响。这也就很好地解释了为什么你不但要考虑自己可以在多大程度上不受利益冲突的影响，还要考虑是否他人会认可你的做法。这些问题的重要性都不容小视。

正确行为的指导原则

当一名证券分析师已经发现可能存在着道德上的两难局面（或者是问题正在浮现）的时候，就有必要采取正确的行动。每种情况都会有自己的具体问题，但是无论如何，证券分析师的行为方式都应该满足以下几个标准：

- 合法
- 与证券分析师所属公司的规章制度相一致
- 透明
- 保护他人的合法利益
- 审慎
- 与特许金融分析师协会的职业道德指导原则相一致

合法

我们并不指望证券分析师像律师一样精通法律，但是至少应该了解一些和自己的工作相关的法律法规。你可以寻求你的经理或公司合规部门的帮助，逐渐熟悉和自己工作范畴有关的法律法规，而且在遇到道德方面的问题时也可以向他们咨询，避免引发可能的法律后果。

与证券分析师所属公司的规章制度相一致

很多公司都有自己内部的道德准则要求员工遵守。这些要求证券分析师必须遵守的公司内部道德标准在法律诉讼的过程中是可信度极高的证据。在新到一家公司的时候，要问一问有没有公司制度的相关培训。如果有，就一定要去参加，这样你在日后的工作中就不会突然发现什么让自己意外的地方了；如果没有，最好要求和公司的合规经理见面，问问他公司里其他证券分析师最常出现的问题有哪些，让自己提前意识到可能犯错误的地方。

透明

如果你无法轻松自在地给别人解释你正在酝酿某个特定的做法，那么你就可能是在盘算着什么不道德的事情了。道德的行为通常解释起来都很容易，而且第三方也很快能接受。当你要给第三方描述某一特定行为的时候，你就想象自己是在和一个非证券分析从业人士谈话，他并不像你一样对这个话题有那么深入的了解。专业人士很容易就会觉得“我们就是这样做的”。这样的思维方式会扭曲他们看待现实问题的观点，但是非业内人士就从来不会被这样的主观看法诱导。在你考虑怎么解释自己的行为的时候总是要时刻想着这个门外汉。如果你的行为是透明的，你的解释就会简明清晰；但是如果你自己也不确定，就可以用我们等下提到的测试来检验。

保护他人的合法利益

在每次财务交易之中都至少有两方参与，而且每一方都有自己的合法利益。（为了便于讨论，这里说的合法利益指的是合法的、合理的、透明的利益。）在采取任何可能不太道德的行动之前，要彻底找出那些合法利益可能会受到损害的一方（或者多方），这一点是非常重要的。要确保自己脑海里有一份名单，列出了所有可能被你方不道德行为所侵害的个人和组织。这样一来，你就可以选择做一些可以保护他们的利益的事情，而不是去损害他们的利益。

在存在利益冲突的时候如果你还是决定要继续向前，就必须揭示这个

利益冲突。揭示的方法可能会很简单，你只用告诉客户你有不能透露的信息，这就能让你不用提供一个不客观的回复。当然也可能会需要你采取进一步行动，比如告知你们公司的合规部门这个冲突的存在。如果继续运作下去而不揭示利益冲突，就等于把自己先圈进了一个圈套之中，最终结果很可能会令你的某位关键委托客户大失所望，甚至还有可能招致一些调查。

审慎

股票投资推荐并不总能做到百分之百准确，所以即使是最优秀的证券分析师也可能作出不甚理想的股票投资推荐，这是完全可以接受的。这些不甚理想的股票投资推荐应该是由一些不可预见性因素导致的，或者也有可能虽然证券分析师已经做了很到位的调查研究，但得到的却是一个与预计截然不同的结果，从而得出了错误的结论；而这些不是由于差劲的或者不彻底的研究调查所造成的。在作出股票投资推荐的时候，在乐观态度和现实主义情绪之间找到一个合适的平衡点是非常重要的，这是为了完全揭示和投资相关的风险并且避免怂恿他人做出风险过高的投资，以期获得不现实的高比例回报。在考虑某一特定行为是否审慎时，这一点通常都能帮助你得到一个长期的愿景。通常大家都在希望快速获得短期经济利益的心理驱动下，或者是截止日期非常紧的时候才会犯下道德上的错误。仔细回想一下在过去的工作中都在哪些情况下你是由于时间紧迫而险些作出不道德的决定，然后选择一个从长期对自己和其他参与各方来说都恰当合理的行事方式。

与特许金融分析师协会的职业道德指导原则相一致

与《证券分析师和企业关系的最佳治理实践指南》类似，特许金融分析师协会颁布的道德准则和职业行为标准明确规定了特许金融分析师协会中各成员和候选人的道德责任。这些准则给我们清楚地解释了证券分析师在工作中应该采取怎样的行事方式。毫无疑问，它们都强调了需要以诚实、独立和客观的态度来推动道德实践。即使你不是一名特许金融分析师，你的行为准则也应该和特许金融分析师协会的指导原则保持一致。

对你的决定进行测试

如果你的行为可能存在一些不道德因素，那么你可能出于良心的谴责来反思这个尚未作出的决定。在这种情况下，不如花一点时间来对这个想法进行测试，再决定是否可以进一步实施。以下是一些测试方法可供选择：

电视测试

在你采取行动之前，设想一下如果第二天你所有的行为细节都会被电视台报道并且在全球播映，你会作何感想。这个测试尤其可以帮助你想象出那些非业内人士会如何评价你的行为。对于媒体的报道你会感到骄傲还是尴尬呢？和你亲近的人——家人、朋友、同事——又会有怎样的反应？你的行为被公开之后会有什么结果？如果你觉得媒体对你的行为可能的报道会让自己不太自在的话，那么还是选择其他的行事方式吧。

纪律委员会测试

在你采取行动之前，设想一下自己被部门高管或者特许金融分析师协会的纪律审查委员会召见，要求对这个决定作出合理解释。这个测试可以帮助你设想出你的同事会对你的行为作出怎样的评价。你已经准备好解释你的行为了吗？你可以明确地指出你们公司规章制度中的某一条款或者特许金融分析师协会的某一条行为准则来支持你的行为吗？你的同事们会理解并且认同你的所作所为吗？如果你觉得把你的行动完全展示给同事们会让自己不太舒服的话，那么还是重新考虑另一个更道德的选择吧。

十年测试

在你采取行动之前，设想一下如果他人可以很好地理解你的这个行为，那么它将在十年之内对你产生什么样的影响。这个测试可以帮助你打消会影响你的道德判断力的短期想法。由于你的所作所为，你会失去什么吗？工作、客户、升职，还是职业声誉？如果你在道德上走了捷径，那么就要考虑它能带来的利益是否从现在开始可以一直保持十年。

楷模测试

你可能看到汽车的保险杠贴纸或者 T 恤衫上面印着“上帝会怎么做”

的问题。这个测试可以帮助你剔除道德上两难问题中的人性化因素，虽然这完全可以基于你的信仰，但也没有必要非与信仰有关。你肯定会非常钦佩某位为人正直的人，他/她或许是一位宗教领袖、一个历史人物、一位职业导师、一个家庭成员，或许是其他任何你尊敬的人。想一想如果这个人处在你的位置，他/她是不是也会和你作出同样的选择。如果你无法想象这个人按照你目前的思维做事的话，那么还是再找其他的解决办法吧。

根据你的选择行动

一旦你选择的做法通过了测试，并且认为这是一个合乎道德规范的做法，就要抵制住各种诱惑即可开始行动。你等待的时间越长，就越有可能在其他压力的影响下去做一些不符合道德规范的事情。在理想的状态下，你可以做一些事情彻底阻断自己的不道德行为。例如，在你有可能会做出某些事情来掩盖自己已经犯下的错误时，一定要把这件事告诉一个尊敬的同事，这样一来，你就不可能再有机会抵赖了。立刻行动、没有退路的做法通常是把道德的选择变成现实的最佳途径。

在出现利益冲突的情况下：当你认为这个利益冲突将会毫无疑问地影响你的投资建议时，就要给自己找一个比较巧妙的退出策略了。对于诸如会影响到你的客户、交易员或者老板等更加复杂的情况，你的处理方式就需要更圆滑一些。根据我的经验来看，如果你把自己对当时情况的评价告诉他们，他们大多都会理解你，试着认同你发现这个利益冲突的原因，然后选择避开这种情况的做法。他们可能很失望自己无法影响你改变立场，但是他们也会因此明白在将来最好不要再次让你置身于类似的情况之中。从短期看来，采取一个有道德的行为可能会对你的工资、晋升或者和这些委托人的关系有负面影响，但是长期来说这将是你在职业道路上良好的信誉保证，让自己不会因为不道德的决定而偏离正确的发展轨道。

卖方分析师需要特别注意的几点

在投资银行交易中卖方分析师经常会遇到各种各样的利益冲突。他们的公司希望了解与某家公司有关的观点，从而来决定是否应该参与这笔交易；

但是如果证券分析师持有的观点较为消极，就有可能让投资银行部门损失上百万美元的业务。要记住，投资银行部门的客户是公司，而在通常意义上来说卖方分析师的客户是这些公司的潜在投资人；这里就存在着一个重大的利益冲突，应该引起高度重视。和投资银行打交道的时候，尤其是在 IPO 过程中，卖方分析师需要注意以下几点：

- 在需要进行交流的时候，使用合适的法律渠道（通常是通过保荐人）。在进行一个被授权的谈话的时候，通过合适的法律渠道之后用电子邮件进行跟进，作出进一步的澄清解释。
- 在整个过程中，尽早和公司管理层以及行业信息源提出全部有关信息和尽职调查环节的要求。（我发现，如果证券分析师可以尽早提出有关这些信息的要求或者对某个议题的反对意见的话，调查研究和投资银行之间超过 75% 的问题都是可以缓解的。）
- 尽早建立财务预测和估值，避免最后时刻出现意外情况。
- 如果无法得到完成公司价值评估所需要的数据，那么就要迅速向公司高层反映。如果再三要求还是没有得到及时回复的话，就应通过合适的渠道以书面形式通知投资银行，告诉他们由于信息不足很可能会导致研究观点发生延迟。
- 不要和银行家争论估值问题。以对待一位重要的买方客户的心态作出一个详细彻底的估值，提供乐观、基准和悲观三种情景下的分析。这应该和你出版的首次覆盖报告保持内容一致。最终为此次交易设置价格的会是市场，而不是证券分析师。
- 不要让银行家做任何将会影响到股票估值的工作，比如作出会计修改或者选择可比的公司。
- 如果你觉得某个交易不甚理想，就要勇于说不。（作为一名卖方分析师，名声是你最重要的资产。）
- 除非市场或这个公司发生了重大变化，否则不要在给销售团队的内部讲演和有关股票的报告中改变盈利预测或估值。

表 27-1 最佳实践指南（技巧）：遵守道德规范，作出明智的决定

1. 要想作出恰当的道德决定，必须要在道德问题开始显现的最初阶段找出问题的所在。通常是出现在以下两类情形之中：

● 证券分析师贪图个人利益或职业效益导致其行为有失妥当。

- 贪图个人利益或职业效益。
- 忽略风险或相关事实。
- 仅仅依靠公司管理层提供的建议进行风险评估。
- 曲解研究行为
- 没有明确地区分观点和事实，这可能使得他人把这个理解成一个事实。
- 仅仅是为了让之前定好的价格目标看起来合理就对财务预测或者估值乘数进行修改。
- 掩盖某些可能会使得他人作出受损投资决定的错误。
- 剽窃他人的工作成果。
- 歪曲过去的业绩或者资格。
- 在某些关于股票或者推荐的重大信息公之于众或大范围地发布给所有公司的客户之前，提前和某客户分享这些信息。

● 有利益冲突的两方或多方需要依靠证券分析师提供客观的投资建议，比如以下的情景：

- 仅仅是为了帮助某位客户或者投资组合经理的持仓，受其之托或在其影响下变更了一个股票投资推荐。
- 股票交易员或客户要求证券分析师对某只股票提供客观分析报告的时候，这位证券分析师碰巧持有不能披露的相关消息（如一个即将公布的评级调整或尚未发布的独家信息）。
- 无论通过直接或间接的渠道，如果证券分析师已经收到的相关信息显示，若他不对某公司作出积极的评级的话，则可能会丢失一笔投资银行的业务。在这种情况下他作出的股票购买推荐可能就会有失偏颇。
- 公司已经给证券分析师提供了和公司管理层接触的特殊渠道、额外的信息或者赠送了诸如一场体育赛事的门票等某些特殊礼物，使得证券分析师在主观偏好的影响之下写出一些对公司股票有利的文章。

2. 确保自己的行为方式满足以下标准：

- 合法
- 与证券分析师所属公司的规章制度相一致
- 透明

(续)

- 保护他人的合法利益
 - 审慎
 - 与特许金融分析师协会的职业指导原则相一致
3. 如果你的行为可能存在一些不道德的因素，让你非常纠结，那么你可以选择以下几种方法进行测试：
- 电视测试
 - 纪律委员会测试
 - 十年测试
 - 楷模测试
4. 一旦你决定要采取某种合乎道德规范的做法，就要抵制住各种诱惑即可开始行动，避免再次受到其他影响而动摇立场。
5. 当你认为某个利益冲突将会毫无疑问地影响你的投资建议的时候，就应该把它向所有的参与方公布；如果该利益冲突使你无法提供客观的观点时，就要给自己找一个比较巧妙的退出策略。

版权归 McGraw-Hill 出版社和 AnalystSolutions 公司所有。

作者简介

詹姆斯 J. 瓦伦丁 (James J. Valentine), 特许金融分析师, AnalystSolutions 网站的创始人。该网站为证券分析师提供了大量的最佳实践方法、培训和职业发展服务。他曾任职于华尔街最大的证券公司, 离任之前曾担任摩根士丹利北美研究所副主任兼公司全球研究部培训主管。他同时也是一位享誉全美的证券分析师, 曾连续十年被华尔街主流测评机构选为其行业内最杰出的三大分析师之一。在 2006 年《福布斯》杂志发起的评选中, 他在 2 000 名同行中脱颖而出, 被评为全美年度三大卖方分析师。《华尔街日报》、《汤森路透》、《机构投资者》和《Greenwich Associate》等诸多杂志都对他在股票选择、盈利预测以及客户服务方面的成就给予高度评价。他于美国爱荷华大学取得金融硕士学位, 并获得特许金融分析师认证。他现在与妻子和三个孩子居住在纽约市郊区康涅狄格附近。若有意获取作者联系方式, 请访问 jamesvalentine.com 网站。

参考文献

- Asquith, Paul, Michael B. Mikhail, and Andrea S. Au, "Information Content of Equity Analyst Reports," *Journal of Financial Economics*, 2005: 75, 245-282.
- Bailard, Thomas, David Biehl, and Ronald Kaiser, *Personal Money Management*, Sixth Edition, New York: Macmillan Publishing Company, 1992.
- Benartzi, Shlomo, Daniel Kahneman, and Richard H. Thaler, "Optimism and Overconfidence in Asset Allocation Decisions," Morningstar.com, http://www.behaviouralfinance.net/optimism/Morningstar_com%20Optimism%20and%20Overconfidence%20in%20Asset%Allocation%20Decisions.htm, April 23, 1999.
- Clement, Michael, "Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?," *Journal of Accounting and Economics*, 1999: 27, 285-303.
- Cohen, Daniel A., and Paul Zarowin, "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 2010: 50, 2-19.
- Damodaran, Aswath, *Damodaran on Valuation*, Second Edition, Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.
- Demirakos, Efthimios G., Norman C. Strong, and Martin Walker, "What Valuation Models Do Analysts Use?," *Accounting Horizons*, 2004: 18(4), 221.
- Dent, Fiona Elsa, and Mike Brent, *Influencing*, Hampshire, UK: Houndmills, 2006.

Dreman, David, *Contrarian Investment Strategies: The Next Generation*, New York: Simon & Schuster, 1998.

eFinancial Careers, "Firms Use Intelligence Officers, Skills to Pierce Deception," Review of *Broker, Trader, Lawyer, Spy: The Secret World of Corporate Espionage*, by Eamon Javers, March 1, 2010, http://news.efinancialcareers.com/newsandviews_item/newsItemId-24045.

Frick, Bob. "Don't Trust the Crowd", Kiplinger, <http://www.kiplinger.com/magazine/archives/dont-trust-the-crowd-.html>, September 30, 2010A.

Frick, Bob. "How Poker Can Make You a Better Investor," Kiplinger, http://www.kiplinger.com/features/archives/how-poker-can-make-you-a-better-investor.html?kipad_id=X, January 7, 2010B.

Gleason, Cristi A., W. Bruce Johnson, and Haidan Li, "Valuation Model Use and the Price Target Performance of Sell-Side Equity Analysts," paper, Tippie College of Business, University of Iowa, October 30, 2009, <http://ssrn.com/abstract=930720>.

Goman, Carol K., *The Nonverbal Advantage: Secrets and Science of Body Language at Work*, San Francisco: Berrett-Koehler, 2008.

Gordon, Nathan J. and William L. Fleisher, *Effective Interviewing and Interrogation Techniques*, Amsterdam: Elsevier Academic Press, 2006.

Graham, Benjamin, *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*, New York: Harper & Row, 1985.

Gross, Bill, CNBC, October 28, 2009.

Harrington, Cynthia, "Mind Games," *CFA Magazine*, January/February 2010.

Imam, Shahed, Richard Barker, and Colin Clubb, "The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts," *European Accounting Review*, 2008: 17(3), 503-535.

Integrity Research Associates, *Custom Survey Research*. New York: Integrity Research Associates, 2009.

- Johnson, Roy and John Eaton, *Influencing People*; New York: DK Publishing, 2002.
- Loh, Roger, and G. Mujtaba Mian, "Do Accurate Earnings Forecasts Facilitate Superior Investment Recommendations?," *Journal of Financial Economics*, 2006: 80, 455-483.
- Mauboussin, Michael J., *More Than You Know*, Updated and Expanded Edition, New York: Columbia University Press, 2008.
- Mangot, Mickael, *50 Psychological Experiments for Investors*, Singapore: John Wiley & Sons, 2009.
- Mills, Terence C., *Time Series Techniques for Economists*, Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- Myring, Mark, and William Wrege, "Analysts' Earnings Forecast Accuracy and Activity: A Time-Series Analysis," *Journal of Business & Economics Research*, 2009: 7, 88-95.
- Nance, Jef, *Conquering Deception*, Kansas City, MO: Irvin-Benham, 2000.
- Navarro, Joe, and Marvin Karlins, *What Every Body Is Saying: An Ex-FBI Agent's Guide to Speed-Reading People*, New York: HarperCollins, 2008.
- Nicolosi, G, L Peng, and N Zhu, "Do Individual Investors Learn from Their Trade Experience?," *Journal of Financial Markets*, 2009: 12(2), 317-336.
- Occupational Information Network (U.S. Department of Labor), Detailed Report for Financial Analysts, O*Net Online, <http://online.onetcenter.org/link/details/13-2051.00>, October 5, 2009.
- Pease, Barbara, and Allan Pease, *The Definitive Book of Body Language*, New York: Bantam Books, 2006.
- Ramnath, Sundaresh, Steve Rock, and Philip Shane, "A Review of Research Related to Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations," paper, University of Miami, Department of

Accounting; University of Colorado at Boulder, Department of Accounting; and University of Colorado at Boulder, Leeds School of Business, June 30, 2008, <http://ssrn.com/abstract=848248>.

Robinson, Joe, "E-mail Is Making You Stupid," *Entrepreneur*, March 2010.

Schoenhardt, Michael, *Behavioral Finance and Market Anomalies: An Academic Review*, Saarbrücken, Germany: VDM Verlag, 2008.

Statman, Meir, "The Mistakes We Make—And Why We Make Them," *Wall Street Journal*, August 24, 2009, R1.

Stine, Robert E. and Dean Foster, *Statistics for Business: Decision Making and Analysis*. Boston: Addison Wesley, 2010.

Trammell, Susan, "Are Analysts Just Human, After All? How the Pitfalls of Investor Psychology Can Catch Analysts Off Guard," *CFA Magazine*, September/October 2003.

Vovici, 7 Habits of Highly Successful Surveys, <http://www.vovici.com/forms/signup-wp-7habits-web.aspx?lst=surveySoftware>, September 30, 2010.

Zweig, Jason, *Your Money & Your Brain—How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich*, New York: Simon & Schuster, 2007.

顶级证券分析师的实用指导手册

《证券分析师的最佳实践指南》汇集了詹姆斯 J.瓦伦丁在数十年分析师职业生涯中的成功实践经验，为从业者提供了有效而全面的指导。我会把它作为**案头书**常备左右。

——拜伦·韦恩 (BYRON R. WIEN)，黑石咨询服务公司 (BLACKSTONE ADVISORY SERVICES)

副总裁、合伙人

当前这个快节奏、高压力的市场环境，不允许证券分析师们有丝毫闪失。因此，詹姆斯 J.瓦伦丁的这本《证券分析师的最佳实践指南》应该作为刚入行的和已经有一定从业经验的分析师们的**必读书**，尤其是对于那些尚未在业内找到导师的人们而言，詹姆斯 J.瓦伦丁就是最好的导师。

——杰米·鲁宾 (JAMI RUBIN)，高盛集团 (GOLDMAN SACHS) 全球投资研究部董事总经理

詹姆斯的书是通往证券研究世界的一扇美妙窗口。很少有作品能涵盖分析师的**完整工作流程**，并将理论与实践结合得如此完美。这本《证券分析师的最佳实践指南》做到了。

——胡·路易斯·佩雷斯 (JUAN-LUIS PEREZ)，摩根士丹利全球研究总监

詹姆斯的书绝不简单地重复基本金融常识，这本书涵盖了证券分析师们应该如何管理他们的时间、资源、数据、客户等非学术主题信息，以实现更好地选股。对**新手分析师**和**所有分析师**而言，如果想获得更大成功，这都是一本必读书。

——卡尔·施威瑟 (CARL SCHWESER) 博士，SCHWESER 公司（一家从事 CFA 教育的美国公司）创始人

关于如何成为**顶尖分析师**这个主题，《证券分析师的最佳实践指南》是目前为止我所看到的**最好、最全面**的作品。这本书出自华尔街**最好的**证券分析师之手，我为之惊叹！每一个证券公司都应要求他们的分析师读这本书。

——伊莱·萨尔茨曼 (ELI SALZMANN)，投资组合经理

上架建议 金融

ISBN 978-7-111-37027-7

地址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
 电话服务 网络服务
 社服务中心：(010) 88361066 门户网站：http://www.cmpbook.com
 销售一部：(010) 68326294 教材网：http://www.cmpedu.com
 销售二部：(010) 88379649
 读者购书热线：(010) 88379203 封面无防伪标均为盗版

McGraw-Hill
全球智慧中文化

定价：78.00元

ISBN 978-7-111-37027-7



9 787111 370277 >