# 财富周刊

Fortune

理性投资，财智生活

## 投资眼

# 城投债还能买吗

本报记者 陈果静

发行量骤减、发行成本上升，过去炙手可热的城投债还具有投资价值吗？

前些年，城投债是各大机构眼中的“香馍馍”。由于有地方政府信用背书，城投债被视为是“准地方债”、具有“金边”属性，其发债规模在2012年和2013年迎来爆炸式增长。

分水岭来得很快。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》出台后，不少人认为，此前作为地方融资平台的城投公司面临转型，新发行城投债的政府信用背书将消失。

近期，常德经投退出融资平台事件再一次触动了市场的神经。7月25日，湖南省常德市经济建设投资集团有限公司发布公告称，将退出政府融资平台，不再承担地方政府举债融资职能，自主经营，自负盈亏。该公司表示，集团公司已经建立现代企业制度，实现市场化运营；之前承担的地方债务已纳入政府财政预算，并得到了妥善安排。从2015年起，已有甘肃、四川、广西等地的数家城投公司发布了类似公告。

当前，城投债“金边”属性逐步丧失已成为市场一致预期。据海通证券首席宏观分析师姜超介绍，最近海通证券的一致预期调查结果显示，有72%的受访者认为城投债已不再完全具有“金边”属性，城投债正加速告别“信仰时代”。

这一变化也影响了城投债的价格。中债资信统计数据显示，2017年上半年，新发行城投债以发行规模加权的平均利率为5.73%，较2016年同期上涨超过1个百分点。如果只看高信用等级3A级的发债主体，今年上半年其融资成本飙升，3年期大涨167个基点，5年期上涨超过120个基点，7年期更是跳涨近182个基点。虽然7月份城投债发行成本略有下降，然而与今年以来的涨幅相比，也只是“毛毛雨”。

那么，是不是城投债就不能买了呢？

“城投债依然有一定的配置价值。”中诚信国际分析师认为，2016年到2017年以来，城投债与产业债的利差逐步收窄。今年以来，尽管整体城投债与产业债利差和去年相比，已没有明显的“城投信仰”，但从趋势来看，城投债与产业债利差仍有可能小幅走阔。

但需要注意的是，城投债的区域差异越来越明显。目前，城投债的发行成本已经能够明显反映出地区信用的差异。“平均发行成本最高的地区通常是风险较高的地区。”中诚信国际分析师表示，7月份城投债平均发行成本最高的地区是辽宁、河北和贵州，平均发行成本较低的地区是北京和上海，不同区域的信用差异可以从区域经济和财政情况明显表现出来。

业内人士同时表示，投资城投债仍需要以2015年为关键节点。2015年之前发行的城投债被纳入地方存量债务可能性较大，因此安全边际较高；2015年以后的新发城投债，还需更多地关注公司项目及其内部现金流情况。

“投资城投债需要精挑细选。”兴业证券分析师认为，不宜投资较低信用资质和久期更长的城投债。当前，低资质的城投平台往往投融资需求更迫切。相比之下，高等级的城投平台固定资产投资增速已明显回落，投融资需求偏弱。低资质城投平台是政府债务的重点监管对象，理论上应该被要求更高的溢价。随着监管的强化，未来城投债的分化将更为明显。

短期内，由于其他融资方式提供的资金不足以弥补当前的地方融资缺口，地方融资平台的发债需求依然较强。但长期看，监管政策意在开正门、堵偏门，地方政府融资“去城投化”将是大趋势，城投债的信用风险正在积累。不过，姜超同时表示，在地方政府投融资现状下，地方政府对城投公司仍有项目建设上的依赖，城投转型将是一个循序渐进的过程。

责任编辑 李 会

美 编 夏 一 高 妍

投研报告频遭“打脸”，券商如何更好地为客户提供投研服务成为市场关注的焦点——

# 券商研报：不看“颜值”看“研值”

经济日报·中国经济网记者 温济聪

## 财富视线

▲ 如今券商对客户的投研服务已不再局限于电话短信和上门推介，相关观点还可以通过邮件、微信消息、公众号推送、音频播报、视频直播等形式传播。这些创新的传播形式使得观点的发布更及时、扩散速度更快、接受程度更高

▲ 研究报告需要以科学性和专业性为宗旨，才有存在的价值。研究报告应建立在正确的逻辑起点和逻辑推理之上，用数据作证，报告所提供的投资建议，是基于前述基础上的一个自然结论

作为今年炙手可热的大牛股，方大炭素在7月初至8月上旬的不到40天里股价翻倍，其中一个原因就是某家券商发布了该公司“年化盈利能力将达70亿元”等极其乐观的研报。然而，出人意料的是，方大炭素在其随后回复上交所的问询函中直言：券商研报预测的盈利能力过高，与事实不符。

在A股市场，券商研究所发布的研报遭“打脸”并不鲜见。券商是专门从事有价证券买卖的中介机构，券商研究所作为券商的智库，其服务质量的高低、服务能力的强弱，直接关系到广大投资者的合法权益。随着不少券商发布的研报频遭质疑，券商研究所如何更好为客户提供投研服务成为市场关注的焦点。

### 服务创新花样不断

基于庞大的买方市场，各路券商的投研服务在形式和内容上始终不断推陈出新。据业内人士介绍，近年来券商投研服务的创新体现在两个方面，一是服务形式的多样化，二是观点推送精细化。

除了传统的研究报告外，如今券商对客户的投研服务已不再局限于电话短信和上门推介，相关观点还可以通过邮件、微信消息、公众号推送、音频播报、视频直播等形式传播。这些创新的传播形式使得观点的发布更及时、扩散速度更快、接受程度更高。

“对券商而言，应鼓励多样化的投研服务，包括上市公司反推介、电话会议、小型沙龙等，主打特色并形成品牌。”据兴业证券研究所相关负责人介绍，目前该所的投研服务除了每周固定的“兴业证券茶话沙龙”“互联网咖啡沙龙”“首席之声”“电话会议”等之外，还引入海外团队，加强了对海外客户的投研服务。同时，该所还成立了内部产品组，对研究报告开展二次开发，包括重要研究报告的英文翻译及各类专题报告的摘要汇总。

川财证券研究所所长陈雳认为，从券商的角度看，这些新传播形式使得时效性成为衡量各家券商实力的一个重要标准，分析师必须要随时关注市场热点、及时发布点评；从客户的角度看，这些新的传播形式使得他们接受服务的时间地点都更加灵活，除了工作日8小时，上下班途中的碎片时间也可以用来听观点，错过的电话会议可以听录音，在外地举办的重要论坛可以看直播，时间和空间的局限被打破，所有客户几乎都可以享受到券商服务。

“服务创新的另一方面在于观点推送精细化。如果说产品的多样性是用来吸引客户、增加流量，那么消息的精准推送就是用来增加客户的黏性。有了大数据分析，好的投研服务会根据客户的工作地点、行业偏好、持仓情况等个性信息有针对性地推送活动预告和即时观点，分析师也可以根据客户关心的热点调整自己的推介内容。”陈雳说。

### 哗众取宠不可取

研究报告是承载研究员观点和思想精髓的载体，理应是券商研究中价值最高的部分。只是由于市场追热点、拼服务的风气犹存，人浮于事，这使得研究报告的质量良莠不齐。尤其是少部分分析师过于短视，精力并没有放在扎实做好研究上，以哗众取宠甚至用耸人听闻的报告标题和内容，来博取眼球和“搏出位”。

如何确保研究报告以内容为王，以科学性、专业性取胜，为股民提供具有参考价值的专业性投资指南？方正证券相关负责人认为，任何时候，卖方研究报告都必须以科学性和专业性为宗旨，才有存在的价值。研究报告应建立在正确的逻辑起点和逻辑推理之上，用数据作证，报告所提供的投资建议，是基于前述基础上的一个自然结论。

对分析师而言，其个人的努力和业务水平也是影响研报价值的关键因素之一。陈雳认为，一篇好的研究报告，需要研究员沉下心来做案头、拆报表、理业务，看清公司的基本面和经营特色，行业的发展阶段和竞争格局；需要研究员在公司调研的过程中对公司经营及未来构想有一个详细的了解；需要研究员把收集到的信息分类整理，加入自己的分析和思考，形成一篇有价值的文字。同时，分析师还必须打好基本功，不能急功近利，需要长时间的积累沉淀，从而达到对行业全面的认识和理解。

此外，版权保护机制需要进一步完善。目前，国内对于版权保护的力度相对薄弱。兴业证券认为，机构投资者拥有不局限于券商的渠道获取研究报告，致使研报的内容不能成为分析师和所在券商的核心竞争力。也正是因为版权保护的力度较薄弱，部分分析师也不敢将核心内容放在研究报告中。因此，版权保护机制的确立，有利于为研报的研究价值保驾护航。

### 专业性亟待提升

虽然各大券商在投研领域创新不断，但投研服务并没有看起来那般美好。

目前，“研究+”做得不够是券商投研体系面临的最大短板。平安证券研究所所长甯正宇表示，各大券商研究所主要还是向机构投资者输出服务，其实券商研究的价值不仅体现在二级市场投研领域，券商业务的各个条线——经纪、投行、自营、资管等，都需要研究力量的支持。例如，日本野村证券提供的研究和咨询服务可以涵盖政府重大项目、企业战略等，目前国内券商在这方面还很不够，平安证券一直在“研究+”的道路上努力尝试，目前虽然小有成绩，但还远远不够。

要想做足“研究+”，券商投研的专业性亟待进一步提升。兴业证券研究所有关负责人表示，目前国内券商投研的核心竞争力不仅局限在投研能力上，还体现在服务能力上，由于分析师往往同时扮演着半个销售的角色，这就导致券商投研的深度不够；同时，大部分行业分析师工作负担较重，很难有长期的职业生涯，行业内有10年以上研究经验的分析师较少。

中部地区一家券商研究所负责人也认为，目前投研领域较为浮躁。“市场有需求就有供给，略显浮躁的投资者构成会引导卖方研究的浮躁，真正有价值的基础研究还比较缺乏。”

“个别券商的投研服务对专业性的要求有所降低，存在投其所好的现象。这是由行业的盈利模式和个别券商短视的服务态度所决定的，也造成了当前券商投研服务的‘囚徒困境’。”陈雳认为，当前对于券商投研而言，缺的不是技术手段，而是研究所和分析师能否秉承客观中立，在工作过程中努力发现价值、提升价值、实现价值。

## 点评

▲ “卫星”研报能出笼，说明有的券商研究部门工作不扎实，作风不严谨，内控不完善，有哗众取宠之心，无实事求是之意。更有甚者，是为了配合某些机构拉高出货。研报失准说轻了是丢券商自己的脸，说重了是误导投资者

▲ 券商研报中有水分也有干货，有客观视角也不乏夸张言辞。投资者要小心谨慎，保持冷静、成熟的心态，炼就一双慧眼去沙里掘金，更客观全面地认清投资标的，避免因此跌入投资陷阱被割韭菜

# 炼就一双慧眼看研报

梁 睿

近年来，一些券商研究部门炮制的“卫星”研报没消停过，真可谓“语不雷人死不休”，硬是把严肃的财经圈变成了搞笑的娱乐圈，令人哭笑不得。有的极尽吹捧之能事，如曾有券商研报吹捧天价沉香榨菜进而给涪陵榨菜带来暴利；有的无中生有摆乌龙，研究人员连公司都没去过，就言之凿凿地报告说兴发集团电子化学品业务有待重估；还有的乐观过了头，比如认为生益科技覆铜板供给紧张有望维持两年以上。研报预测目标股价动辄翻番都是少的，涨个10倍甚至几十倍才够。结果这些研报不是被上市公司迅速辟谣证伪，就是被市场啪啪打脸。

“卫星”研报能出笼，说明有的券商研究部门工作不扎实，作风不严谨，内控不完善，有哗众取宠之心，无实事求是之意。更有甚者，则是配合某些机构拉高出货割“韭菜”。研报失准说轻了是丢券商自己的脸，说重了是误导投资者。当然，“卫星”研报因其实在太夸张，除了娱乐大众，实际造成的损害反而较轻，大部分投资者看后也就一笑了之。那些夸张程度不太高的研报，投资者识别起来较难，反而更容易被诱导且造成损失。投资者该如何识别券商研报中的真伪呢？

首先，要回归常识。在当前市场上，能够获取暴利的企业极少，大都具有难以复制的竞争优势。比如英特尔，技术积淀使其在微处理器领域一骑绝尘，具有买方定价能力；比如茅台，特殊的地理位置决定其产能扩张始终受限，从而导致被动供不应求。但如果投资标的是一家普通上市公司，核心竞争力不强，想要保持长久高利润水平基本属于天方夜谭，虽然会因市场供求变化出现短期利润大增，报表变得好看，但随着市场供应增加，其盈利能力也会很快回到原来的水平。

其次，兼听则明。对于同一投资标的，要多找几家券商研报来看，比较其中逻辑是否合理，数据是否准确，措辞是否严谨。如果研报中充斥着“极具业务空间”“强烈看好”“最优质标的”“无与伦比”“绝对领先”“市值将超千亿元”等溢美之词，就要多留几个心眼，很有可能这些研报是带着主观目的故意唱多。由于A股市场做空手段缺乏，获利空间有限，因而券商研报基本看多多看空少，其中难免会有水分。有条件的投资者不妨看看境外对冲机构发布的看空报告，比较一下类似投资标的是否存在同样的问题，从而对投资标的估值有更准确的判断。

更重要的是要看研报发布的时间。一些券商研报为了吸引更多投资者高位接货，往往在目标股价大涨之后利用投资者的乐观情绪，推波助澜，甚至在短期内集体发布多份看多研报“狂轰滥炸”。投资者读这些研报时要小心其发布时间是不是在目标股价上涨了一段时间后，免得被别有用心的人利用。

总之，林林总总的券商研报中有水分也有干货，有客观视角也不乏夸张言辞。投资者要小心谨慎，保持冷静、成熟的心态，炼就一双慧眼去沙里掘金，更客观全面地认清投资标的，避免因此跌入投资陷阱被割韭菜。