

推荐 (维持)

商誉减值浪潮来袭

2019年02月12日

中小盘投资策略探讨系列报告

上证指数 2672

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	34	1.0
总市值 (亿元)	1704	0.4
流通市值 (亿)	1266	0.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.7	-12.1	-14.7
相对表现	-5.2	-9.2	-0.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《中小盘策略&新股梳理周报 (19W5) 一节前市场稳定, 存结构性机会》2019-01-27
- 《规则梳理与纳斯达克市场对比分析—科创板系列专题报告之一》2019-01-24
- 《中小盘策略投资探讨系列报告之六一纾困企业特征分析》2019-01-24

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

杨珏

021-68407543
yangjue@cmschina.com.cn
S1090517070003

14/15年牛市推动资本活跃度, 上市公司积极扩张, 并购重组业务提速。过程中积累了大量商誉资产, 随着业务增速下滑, 商誉减值风险逐渐暴露。2018年年报或成为上市公司“丢包袱”最佳时点, 商誉减值高发期来临。

- 随着监管放松, 并购重组在 2014 年至 2016 年出现了爆发式增长。直到 2016 年底, 《上市公司重大资产重组管理办法》修订, 资本市场并购重组进入强监管时代。2017 年, 一系列新规的出台, 使忽悠式、跟风式跨界并购得到明显遏制。
- 疯狂并购带来此次商誉减值潮隐患。并购重组主要集中于传媒行业, 2013 年至今项目, 传媒行业占比达 12%, 其他高发行业包括机械设备、计算机、电子、化工、生物医药等。由于并购重组数量快速增长, 上市公司在外延收购过程中产生的商誉体量也快速扩大。各时期上市公司平均商誉也由 13 年 Q1 的 7 千万增长到了 18 年 Q3 的 4 亿多, 翻近 6 倍。
- 近年各行业商誉总量占比均出现了变动, TMT、医药为代表的新兴科技行业商誉增长比较迅猛, 而传统行业商誉占比有所下降。截至 2018 年三季度, 传媒、医药生物、计算机行业分列商誉总量前三。商誉总值分别达到 185718 亿、158081 亿及 113343 亿, 占比 13%、11%及 8%。
- 以商誉较高的行业为例, 传媒、计算机行业商誉风险最大。传媒行业公司商誉占 17 年归母净利润比率平均达到 395%, 商誉占净资产比率平均达到 34%, 商誉占市值比率平均达到 25%。传媒行业高商誉问题主要来源于近年“不计成本”的高溢价并购。
- 高商誉行业成为本次计提商誉减值公司的密集爆发区。截至 1 月 31 日, 近 300 家公司由于商誉减值计提缘由发布业绩预告。传媒、机械设备、电气设备、计算机、生物医药、电子等行业公司发布公告计提商誉减值数量较多。上市公司集中计提, 部分企业商誉减值一次性计提超 10 亿元。商誉减值计提对 18 年业绩造成明显冲击, 中小创尤为明显。
- 公司更愿意采取牺牲一年的利润来换取未来几年内的利润相对平稳。在 1 月初, 财政部会计准则委员会针对“商誉及其减值”的问题进行了讨论, 大部分咨询委员同意商誉进行摊销。近几日来, 部分上市公司纷纷选择大幅度计提商誉减值, 用牺牲 2018 年利润的方式换取今后几年的利润稳定。采用商誉摊销后, 上市公司会谨慎考虑超高溢价收购的行为。
- 在诸多上市公司主动在 2018 年年报阶段计提商誉减值的大背景下, 我们预期会有更多拥有较高商誉的企业竞相效仿, 一次性出清虚高的商誉资产, 为未来几年围绕主营业务发展的业绩成长营造良好的基础。
- 风险提示: 部分高商誉占比公司未来存在进一步计提减值的可能。

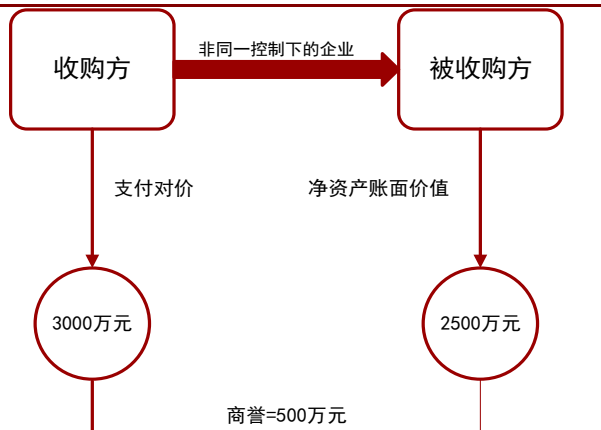
一、疯狂并购带来此次商誉减值潮隐患

商誉通常是指企业在同等条件下，能获得高于正常投资报酬率所形成的价值。这是由于企业所处地理位置的优势、或是由于经营效率高、历史悠久、人员素质高等多种原因，与同行企业比较，可以获得超额利润。

商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力（如社会平均投资回报率）的资本化价值。商誉是企业整体价值的组成部分。在企业合并时，它是购买企业投资成本超过被合并企业净资产公允价值的差额。

依据商誉的取得方式，商誉可分为外购商誉和自创商誉。外购商誉是指由于企业合并采用购买法进行核算而形成的商誉；其他商誉即是自创商誉或称之为非外购商誉。

图 1 外购商誉的形成

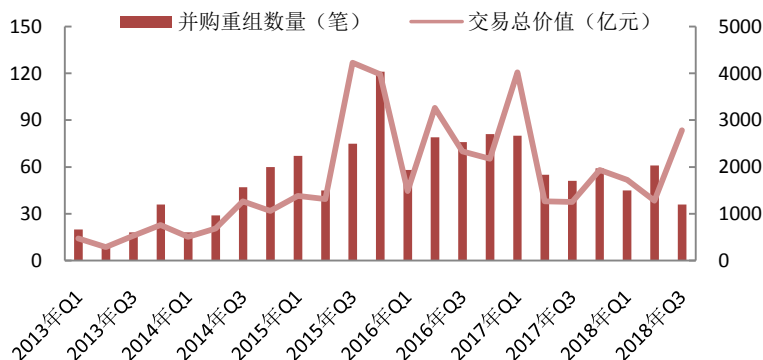


商誉=收购方支付对价的公允-被收购方的可辨认净资产公允

资料来源：互联网资料、招商证券

随着监管放松，并购重组在 2014 年至 2016 年出现了爆发式增长。自 2014 年下半年牛市开启后，上市公司并购迎来了“井喷”行情。直到 2016 年底，《上市公司重大资产重组管理办法》修订，资本市场并购重组进入强监管时代。2017 年，一系列新规的出台，使忽悠式、跟风式跨界并购得到明显遏制。

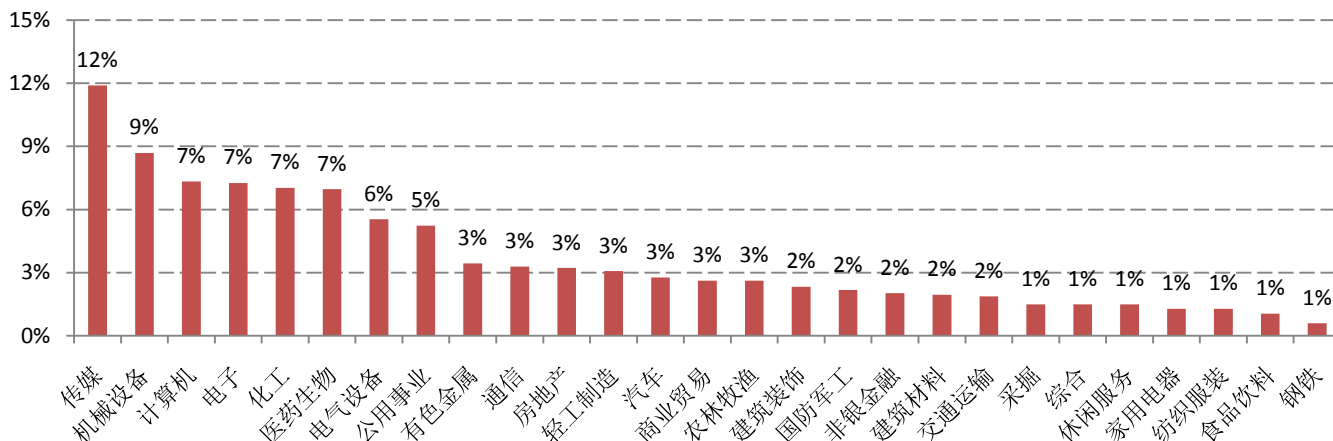
图 2 近年上市公司并购重组情况



资料来源：Wind、招商证券

并购重组主要集中于传媒行业。回顾 2013 年至今所有并购重组项目，传媒行业为并购高发行业，占全部并购事件数比达 12%。其他行业包括机械设备、计算机、电子、化工、生物医药紧随其后。

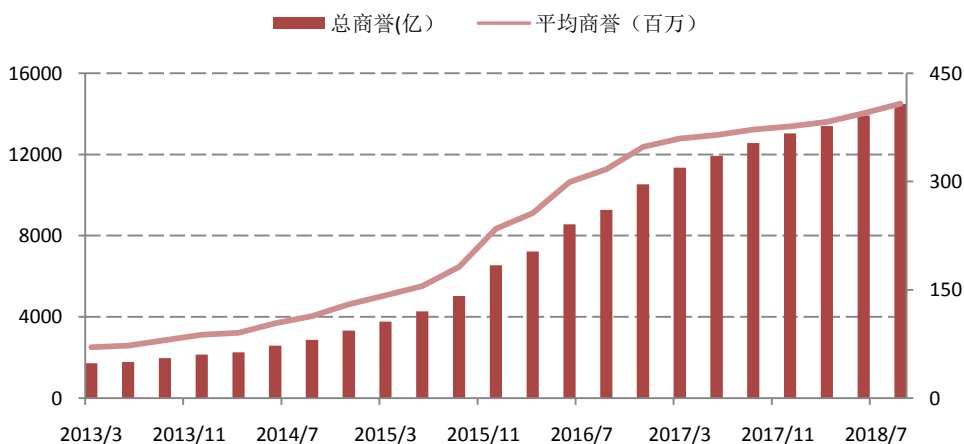
图 3 2013 至今并购重组项目行业分布情况



资料来源：Wind、招商证券

由于并购重组数量快速增长，上市公司在外延收购过程中产生的商誉体量也快速扩大。2013 年年初上市公司整体商誉仅 1724 亿元，截至 2018 年三季报，上市公司整体商誉累计 14486 亿元，相比 5 年前翻了 8 倍多。若考虑期间上市公司数量增加，各时期上市公司平均商誉也由 2013 年一季度的 7 千万增长到了 2018 年第三季度的 4 亿多，翻了近 6 倍。14 年下半年至 16 年底增长尤为迅速。

图 4 近年 A 股上市公司整体商誉情况

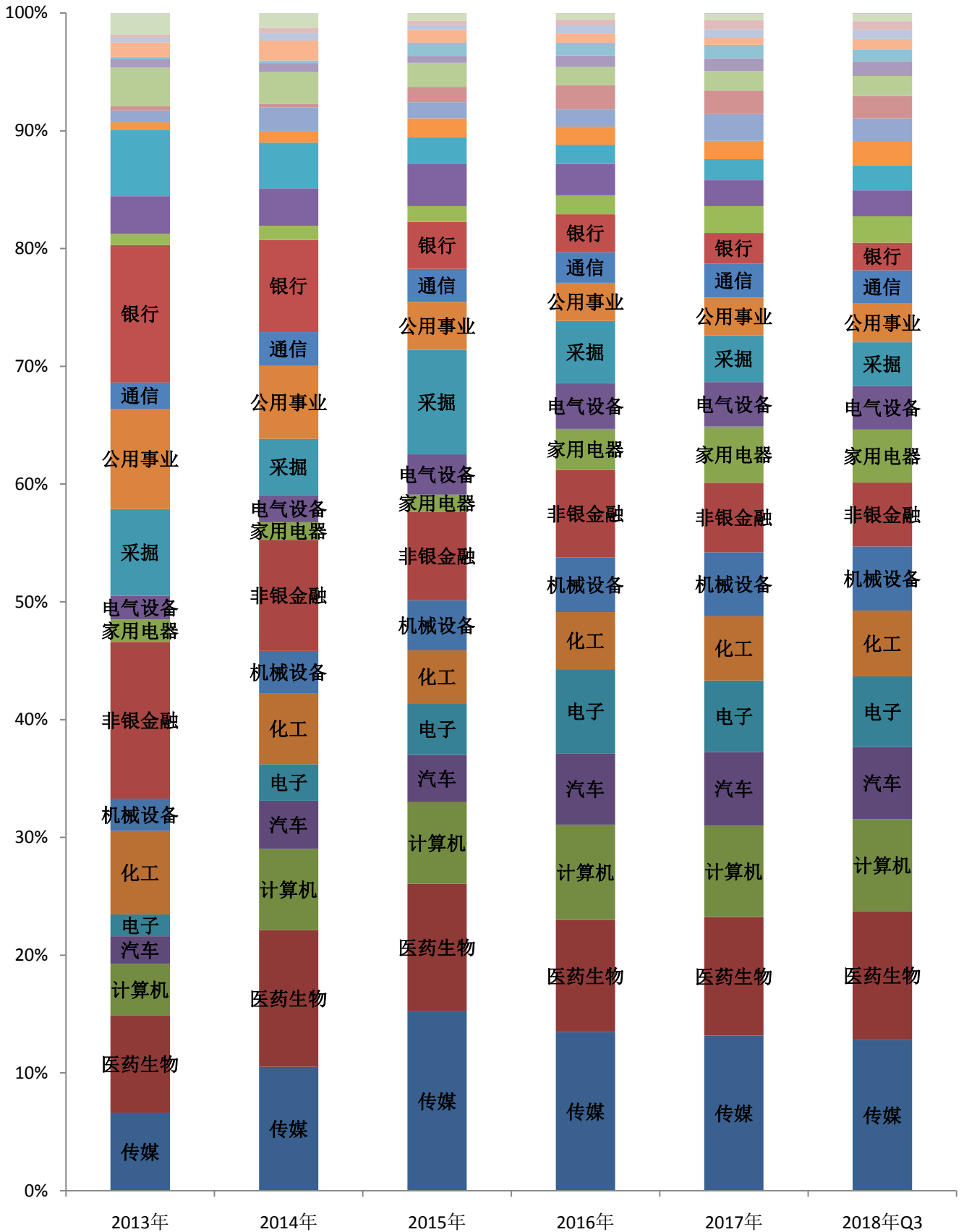


资料来源：Wind、招商证券

二、传媒行业为首的新兴科技创新行业商誉增长迅猛

近年各行业商誉总量占比均出现了变动，TMT、医药为代表的新兴科技行业商誉增长比较迅猛，而传统行业商誉占比有所下降。第一类：行业占比呈现逐年增长趋势，包括：传媒、医药生物、计算机、汽车、电子等；第二类：行业占比呈现历年较为稳定，包括：化工、机械设备、家用电器等；第三类，行业占比呈现逐年下降趋势，包括：非银金融、银行、采掘等行业。其他行业商誉总量占比始终较小。

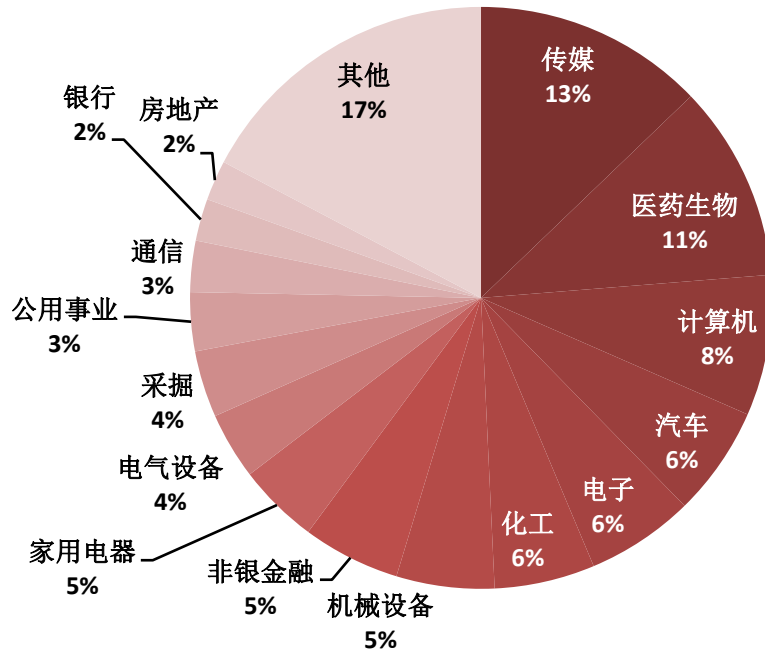
图 5 近年各行业商誉占比变化情况



资料来源: Wind、招商证券

截至 2018 年三季度，传媒、医药生物、计算机行业分列商誉总量前三。传媒行业公司商誉总值达到 185718 亿，占比 13%，达到第四位汽车行业的两倍。医药生物及计算机行业公司商誉总值分别为 158081 亿及 113343 亿，占比 11% 及 8%。

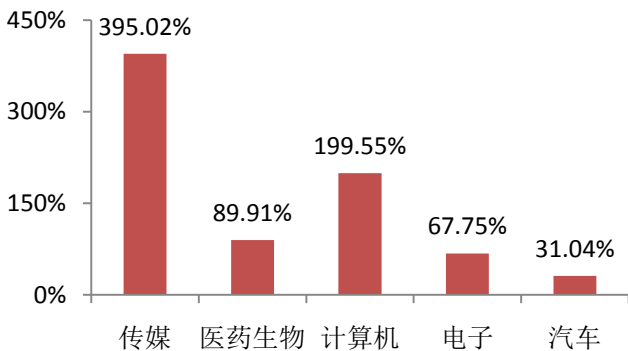
图 6 截至 2018 年三季报各行业商誉总量占比情况



资料来源：Wind、招商证券

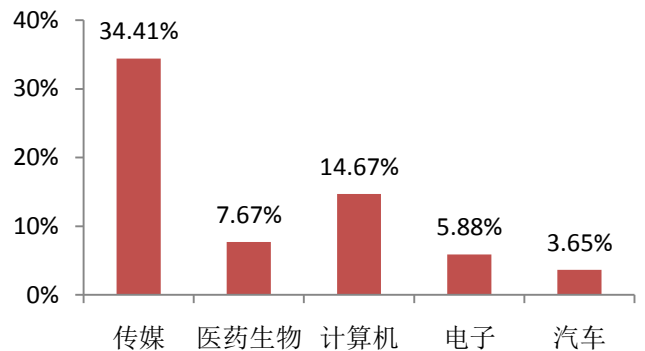
以商誉较高的行业为例，传媒、计算机行业商誉风险最大。从商誉占 17 年归母净利润比率、商誉占净资产比率以及商誉占市值比率三个方面考察，传媒行业商誉风险最高，紧接着的是计算机行业。传媒行业公司商誉占 17 年归母净利润比率平均达到 395%，商誉占净资产比率平均达到 34%，商誉占市值比率平均达到 25%，14/15 年牛市过程中传媒行业公司通过大量外延并购产生大量虚高的商誉体量与风险。

图 7 高商誉行业公司商誉占 17 年归母净利润比率平均



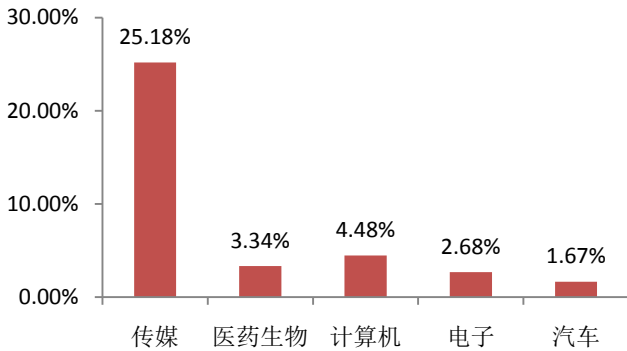
资料来源：Wind、招商证券

图 8 高商誉行业公司商誉占净资产比率平均



资料来源：Wind、招商证券

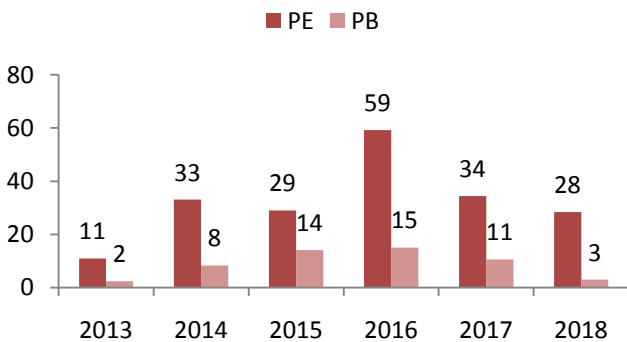
图 9 高商誉行业公司商誉占市值比率平均



资料来源: Wind、招商证券

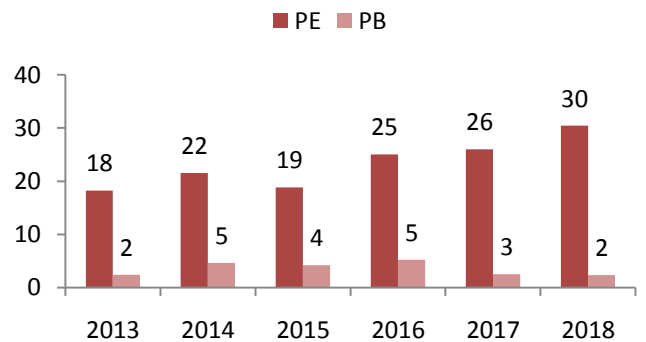
传媒行业高商誉问题主要来源于近年“不计成本”的高溢价并购。以高商誉行业为例，回顾各行业近年并购重组标的 PE 及 PB 情况，不难发现传媒行业历年收购公司均采用高溢价收购方式，2016 年收购标的平均 PE 水平达到 59 倍，平均 PB 水平达到 15 倍。其他行业包括生物医药、计算机、电子收购估值相对合理，平均 PE 在 20-30 倍之间，平均 PB 在 5-10 倍，医药生物行业更为保守，PB 基本在 5 倍以内。

图 10 近年传媒公司并购标的估值平均水平



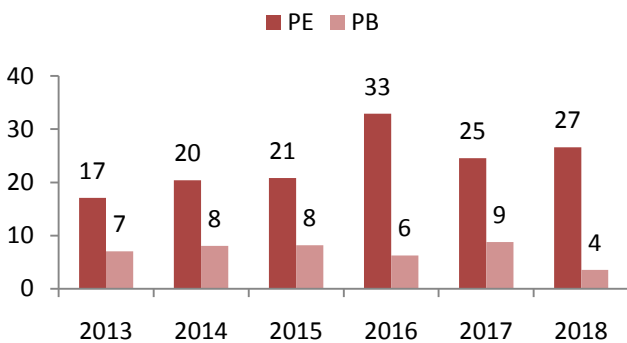
资料来源: Wind、招商证券

图 11 近年医药生物公司并购标的估值平均水平



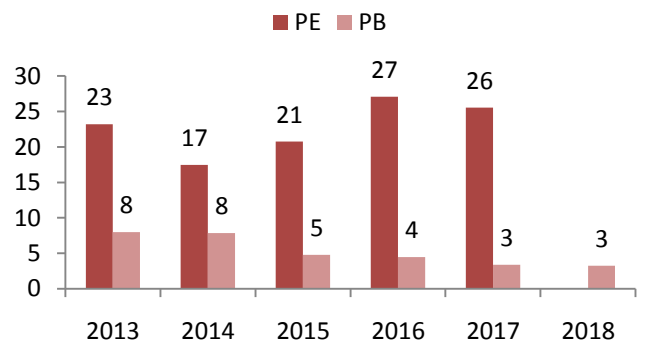
资料来源: Wind、招商证券

图 12 近年计算机公司并购标的估值平均水平



资料来源: Wind、招商证券

图 13 近年电子公司并购标的估值平均水平



资料来源: Wind、招商证券

注: 2018 年电子公司收购标的 PE 估值由于数据较少导致平均数据较大，故上图没有采用。

三、高商誉行业企业密集计提商誉减值

截至1月31日，近300家公司由于商誉减值计提缘由发布业绩预告。

表1：现有公告准备计提商誉减值企业一览

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季报)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季报)	18年预 估净利 润(亿 元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
000010.SZ	美丽生态	2.09	-	24.27	9.64	0.90	-2	2.5	建筑装饰
000038.SZ	深大通	23.09	-	65.87	54.03	-8.40	18	1.2	传媒
000055.SZ	方大集团	0.00	-	58.42	32.82	22.46	3	1.1	建筑装饰
000301.SZ	东方盛虹	6.95	5.99	195.81	127.69	9.00	86	1.5	公用事业
000504.SZ	南华生物	0.58	-	37.70	0.02	-0.44	-102	2138.1	传媒
000533.SZ	万家乐	3.06	-	18.24	15.45	-8.40	48	1.2	家用电器
000555.SZ	神州信息	17.38	1.94	86.42	51.96	0.50	29	1.7	计算机
000571.SZ	新大洲A	3.32	2.75	20.68	21.93	-7.50	97	0.9	采掘
000587.SZ	金洲慈航	36.65	-	49.91	92.54	-5.75	5	0.5	轻工制造
000593.SZ	大通燃气	4.88	2.05	20.05	11.25	-1.76	83	1.8	公用事业
000636.SZ	风华高科	3.17	1.50	91.49	53.04	10.34	37	1.7	电子
000662.SZ	天夏智慧	34.22	-	55.31	56.44	2.64	10	1.0	计算机
000663.SZ	永安林业	9.45	-	16.81	21.09	-11.25	24	0.8	轻工制造
000669.SZ	金鸿控股	5.88	1.97	30.35	42.92	-14.50	13	0.7	公用事业
000687.SZ	华讯方舟	11.83	-	47.20	15.30	0.15	36	3.1	通信
000760.SZ	斯太尔	0.00	0.97	19.37	14.82	-12.90	-11	1.3	汽车
000793.SZ	华闻传媒	37.01	19.53	52.93	97.62	-43.00	19	0.5	传媒
000821.SZ	京山轻机	14.22	-	37.78	29.49	1.50	25	1.3	机械设备
000829.SZ	天音控股	11.64	1.50	48.15	27.27	-2.30	21	1.8	商业贸易
000835.SZ	长城动漫	6.61	2.75	11.70	4.59	4.00	9	2.5	传媒
000863.SZ	三湘印象	12.51	-	54.99	62.23	-3.20	21	0.9	休闲服务
000890.SZ	法尔胜	3.30	2.30	17.05	8.70	-1.25	12	2.0	机械设备
000911.SZ	南宁糖业	1.56	-	16.27	7.54	-13.53	-8	2.2	农林牧渔
000925.SZ	众合科技	7.29	0.85	33.45	23.63	0.27	56	1.4	机械设备
000929.SZ	兰州黄河	0.01	-	11.16	6.99	-0.68	-17	1.7	食品饮料
000933.SZ	神火股份	1.00	4.74	72.41	61.50	2.35	20	1.2	有色金属
000971.SZ	高升控股	24.39	16.50	30.26	37.06	-17.50	19	0.8	通信
000981.SZ	银亿股份	71.89	7.00	105.13	162.25	3.00	7	0.6	房地产
000993.SZ	闽东电力	0.88	-	20.15	21.53	-3.83	89	0.9	公用事业
002003.SZ	伟星股份	1.38	-	52.76	23.55	3.10	14	2.2	纺织服装
002011.SZ	盾安环境	0.89	0.47	43.02	44.21	-21.00	47	1.0	家用电器
002047.SZ	宝鹰股份	1.85	-	95.63	39.74	3.39	26	2.4	建筑装饰
002067.SZ	景兴纸业	0.01	-	36.56	42.26	3.55	6	0.9	轻工制造
002071.SZ	长城影视	13.50	-	19.34	7.65	-3.14	11	2.5	传媒
002073.SZ	软控股份	2.34	2.80	37.55	46.65	-2.80	41	0.8	机械设备
002076.SZ	雪莱特	4.12	-	21.24	12.67	-8.50	38	1.7	电子
002077.SZ	大港股份	5.80	2.50	21.01	37.58	-5.00	62	0.6	电子
002094.SZ	青岛金王	14.56	-	29.71	29.35	1.31	7	1.0	化工
002098.SZ	浔兴股份	7.48	-	28.00	12.61	-3.75	24	2.2	纺织服装
002102.SZ	ST冠福	26.12	3.00	38.45	55.70	-25.50	14	0.7	医药生物
002113.SZ	天润数娱	16.33	-	45.52	27.19	-2.25	845	1.7	传媒
002121.SZ	科陆电子	7.65	-	56.33	48.12	-10.00	12	1.2	电气设备

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季度)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季度)	18年预 估净利 (亿元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
002123.SZ	梦网集团	25.43	0.00	61.53	46.57	1.00	26	1.3	传媒
002130.SZ	沃尔核材	7.65	-	43.28	28.22	0.59	26	1.5	有色金属
002131.SZ	利欧股份	37.40	15.50	78.14	83.39	-14.26	19	0.9	传媒
002137.SZ	麦达数字	5.42	-	31.21	17.87	-3.98	41	1.7	传媒
002160.SZ	常铝股份	9.94	-	23.30	32.33	-4.15	14	0.7	有色金属
002173.SZ	创新医疗	11.12	0.70	32.07	37.05	0.42	23	0.9	医药生物
002175.SZ	东方网络	1.96	-	20.35	9.42	-4.50	-7	2.2	传媒
002176.SZ	江特电机	15.70	13.98	85.32	42.46	-15.70	30	2.0	电气设备
002178.SZ	延华智能	3.05	1.93	22.86	11.45	-2.10	91	2.0	建筑装饰
002186.SZ	全聚德	0.32	-	34.86	15.58	1.02	26	2.2	休闲服务
002188.SZ	*ST巴士	0.00	-	9.99	-4.87	-6.41	-2	-1.6	传媒
002196.SZ	方正电机	10.68	4.20	21.33	25.15	-3.70	16	0.8	电气设备
002210.SZ	飞马国际	4.70	-	39.83	43.07	1.00	13	0.9	交通运输
002224.SZ	三力士	0.28	-	33.79	19.12	1.29	21	1.9	化工
002247.SZ	聚力文化	32.42	22.50	32.50	53.41	-20.35	6	0.6	传媒
002249.SZ	大洋电机	35.39	20.75	77.28	88.35	-22.00	18	0.9	电气设备
002252.SZ	上海莱士	57.05	-	289.52	111.19	-14.04	35	2.6	医药生物
002255.SZ	海陆重工	14.18	9.15	28.38	40.31	-1.71	29	0.7	电气设备
002259.SZ	ST升达	0.54	-	14.90	16.30	-1.70	109	0.9	公用事业
002279.SZ	久其软件	16.79	3.00	45.73	21.22	0.55	15	2.3	计算机
002280.SZ	联络互动	15.39	-	74.68	62.20	0.25	114	1.2	计算机
002292.SZ	奥飞娱乐	30.02	14.80	69.08	56.30	-16.13	77	1.2	传媒
002315.SZ	焦点科技	0.37	0.18	26.63	18.12	0.48	36	1.5	传媒
002323.SZ	*ST百特	1.42	-	9.77	8.33	-3.50	4	1.2	建筑材料
002329.SZ	皇氏集团	10.08	5.50	25.80	27.01	-6.10	45	1.0	食品饮料
002343.SZ	慈文传媒	9.94	8.50	35.43	28.16	-10.25	9	1.3	传媒
002345.SZ	潮宏基	11.67	2.50	35.58	34.95	0.43	13	1.0	轻工制造
002354.SZ	天神娱乐	65.35	49.00	39.71	94.20	-75.50	4	0.4	传媒
002355.SZ	兴民智通	4.20	1.73	41.92	31.41	-2.20	67	1.3	汽车
002359.SZ	北讯集团	24.33	4.38	69.58	66.24	1.33	32	1.1	通信
002374.SZ	丽鹏股份	2.96	2.73	22.55	32.08	-7.50	25	0.7	建筑装饰
002397.SZ	梦洁股份	0.75	-	33.22	20.87	0.21	65	1.6	纺织服装
002426.SZ	胜利精密	19.92	4.90	79.84	90.68	-4.00	17	0.9	机械设备
002427.SZ	*ST尤夫	8.21	4.00	44.12	18.15	-17.80	13	2.4	化工
002437.SZ	誉衡药业	36.26	-	57.37	44.67	1.55	19	1.3	医药生物
002445.SZ	ST中南	23.87	16.00	21.70	42.81	-22.50	7	0.5	传媒
002447.SZ	晨鑫科技	9.06	3.75	34.11	21.43	-6.62	13	1.6	传媒
002452.SZ	长高集团	3.13	1.20	18.69	13.21	-1.20	31	1.4	电气设备
002471.SZ	中超控股	1.06	-	34.49	19.06	1.05	41	1.8	电气设备
002477.SZ	雏鹰农牧	2.58	0.90	44.83	40.42	-31.00	99	1.1	农林牧渔
002479.SZ	富春环保	4.50	2.67	37.55	37.53	2.07	11	1.0	公用事业
002489.SZ	浙江永强	1.46	0.15	56.79	31.16	-0.95	73	1.8	轻工制造
002502.SZ	骅威文化	18.28	12.80	29.06	34.34	-12.35	8	0.8	传媒
002505.SZ	大康农业	11.03	6.42	80.09	53.46	-5.87	337	1.5	农林牧渔
002509.SZ	天广中茂	13.23	-	53.84	52.75	1.52	9	1.0	机械设备
002512.SZ	达华智能	9.07	-	37.90	24.77	-15.00	22	1.5	计算机
002513.SZ	蓝丰生化	8.03	-	16.43	24.99	-7.60	46	0.7	化工
002519.SZ	银河电子	12.57	11.00	35.82	37.44	-11.00	19	1.0	家用电器

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季度)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季度)	18年预 估净利 润(亿 元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
002524.SZ	光正集团	6.44	-	21.44	7.98	-0.50	396	2.7	公用事业
002527.SZ	新时达	14.58	2.55	31.26	30.12	-2.65	23	1.1	电气设备
002535.SZ	林州重机	0.35	-	25.01	29.94	0.32	71	0.8	机械设备
002548.SZ	金新农	6.75	1.04	24.74	16.19	-2.65	37	1.7	农林牧渔
002589.SZ	瑞康医药	44.28	-	95.10	84.87	9.88	9	1.1	医药生物
002609.SZ	捷顺科技	0.42	-	35.20	23.71	1.15	17	1.5	计算机
002611.SZ	东方精工	45.61	36.01	63.25	79.74	7.36	13	0.8	汽车
002617.SZ	露笑科技	6.77	-	36.26	27.10	-5.00	12	1.3	电气设备
002622.SZ	融钰集团	2.75	-	24.36	12.58	0.72	34	1.9	电气设备
002626.SZ	金达威	9.76	1.50	73.48	29.92	6.75	16	2.5	医药生物
002638.SZ	勤上股份	15.84	12.00	32.04	52.36	-13.50	38	0.6	传媒
002642.SZ	荣之联	12.72	-	36.72	41.61	-13.30	-18	0.9	计算机
002646.SZ	青青稞酒	0.00	1.79	47.12	23.69	1.08	-50	2.0	食品饮料
002668.SZ	奥马电器	5.48	-	35.13	37.35	-14.10	9	0.9	家用电器
002670.SZ	国盛金控	31.63	-	168.35	117.66	-4.50	29	1.4	非银金融
002672.SZ	东江环保	12.36	-	86.58	39.77	4.50	18	2.2	公用事业
002681.SZ	奋达科技	34.56	-	71.44	63.79	-7.55	16	1.1	家用电器
002684.SZ	猛狮科技	6.39	5.50	30.13	21.07	-20.50	-22	1.4	汽车
002686.SZ	亿利达	5.99	-	26.84	15.45	0.42	19	1.7	机械设备
002696.SZ	百洋股份	11.50	2.25	29.73	22.50	0.55	26	1.3	农林牧渔
002707.SZ	众信旅游	8.14	0.75	46.48	24.14	0.47	20	2.1	休闲服务
002708.SZ	光洋股份	0.59	-	29.59	15.23	-0.94	245	1.9	汽车
002711.SZ	欧浦智网	3.98	-	32.00	18.99	-2.93	15	1.7	交通运输
002829.SZ	星网宇达	2.92	-	25.09	8.61	0.22	40	2.9	国防军工
002910.SZ	庄园牧场	0.00	-	19.16	11.51	0.64	30	1.6	食品饮料
300003.SZ	乐普医疗	22.14	1.23	362.39	67.89	12.59	40	5.3	医药生物
300004.SZ	南风股份	6.22	-	15.82	29.54	-10.88	53	0.5	机械设备
300005.SZ	探路者	0.86	-	28.61	25.34	-1.83	-34	1.1	纺织服装
300007.SZ	汉威科技	3.72	0.55	26.23	14.73	0.61	24	1.8	机械设备
300008.SZ	天海防务	4.67	13.10	21.79	13.06	-17.65	13	1.7	国防军工
300010.SZ	立思辰	41.56	10.40	61.91	54.58	-12.53	31	1.1	计算机
300011.SZ	鼎汉技术	10.20	6.00	30.78	25.09	0.33	42	1.2	电气设备
300013.SZ	新宁物流	4.48	-	33.65	13.93	0.40	23	2.4	交通运输
300018.SZ	中元股份	5.15	4.50	21.99	14.59	-4.46	22	1.5	电气设备
300027.SZ	华谊兄弟	30.60	-	120.18	100.19	-9.85	15	1.2	传媒
300030.SZ	阳普医疗	1.47	0.77	14.30	9.63	-1.27	128	1.5	医药生物
300032.SZ	金龙机电	0.12	5.83	20.64	24.93	-22.83	-5	0.8	电子
300040.SZ	九洲电气	1.31	-	17.39	19.18	0.50	17	0.9	电气设备
300048.SZ	合康新能	4.56	-	25.51	24.99	-2.38	38	1.0	电气设备
300050.SZ	世纪鼎利	12.08	0.26	26.81	28.33	0.39	24	0.9	通信
300051.SZ	三五互联	6.55	4.37	18.84	9.98	0.02	28	1.9	传媒
300052.SZ	中青宝	0.35	-	22.37	7.77	0.43	44	2.9	传媒
300055.SZ	万邦达	3.94	2.00	57.19	59.68	-0.78	19	1.0	公用事业
300056.SZ	三维丝	6.56	3.00	17.69	13.61	-4.28	42	1.3	公用事业
300061.SZ	康旗股份	23.40	0.90	46.23	33.82	3.28	15	1.4	传媒
300063.SZ	天龙集团	10.46	9.77	20.92	19.95	-7.70	-7	1.0	传媒
300065.SZ	海兰信	3.02	0.00	45.19	12.11	1.06	44	3.7	计算机
300068.SZ	南都电源	3.88	-	121.97	63.69	2.86	32	1.9	电气设备

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季度)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季度)	18年预 估净利 润(亿 元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
300071.SZ	华谊嘉信	8.46	5.00	20.22	9.28	-7.73	-7	2.2	传媒
300075.SZ	数字政通	4.65	0.60	40.61	21.48	1.27	24	1.9	计算机
300077.SZ	国民技术	10.82	-	39.76	27.86	0.23	-8	1.4	电子
300099.SZ	精准信息	5.69	0.20	27.84	16.90	1.02	27	1.6	机械设备
300100.SZ	双林股份	10.50	2.30	38.98	30.34	0.75	21	1.3	汽车
300113.SZ	顺网科技	10.99	1.00	84.70	31.60	4.35	17	2.7	传媒
300115.SZ	长盈精密	3.93	1.50	68.79	45.34	0.91	12	1.5	电子
300116.SZ	坚瑞沃能	2.20	1.00	31.38	12.22	-52.25	-1	2.6	电气设备
300125.SZ	易世达	0.01	-	23.45	7.71	0.37	64	3.1	公用事业
300128.SZ	锦富技术	6.67	3.90	30.64	20.06	-7.20	52	1.5	电子
300129.SZ	泰胜风能	0.23	-	27.54	22.22	0.19	18	1.2	电气设备
300131.SZ	英唐智控	9.56	-	46.85	17.20	1.50	33	2.7	电子
300145.SZ	中金环境	29.69	-	57.32	50.15	5.91	10	1.1	机械设备
300148.SZ	天舟文化	28.43	13.00	30.67	43.38	-10.80	23	0.7	传媒
300150.SZ	世纪瑞尔	7.33	0.80	24.46	19.94	0.92	52	1.2	计算机
300152.SZ	科融环境	0.42	0.20	12.40	11.31	-4.13	33	1.1	公用事业
300158.SZ	振东制药	25.00	1.66	37.19	55.88	-1.33	12	0.7	医药生物
300160.SZ	秀强股份	4.75	2.90	19.03	12.66	-1.55	17	1.5	家用电器
300162.SZ	雷曼股份	2.08	-	15.48	10.84	-0.35	76	1.4	电子
300163.SZ	先锋新材	0.00	-	15.97	5.38	-2.36	-57	3.0	化工
300165.SZ	天瑞仪器	5.26	0.35	18.10	16.16	0.41	17	1.1	机械设备
300168.SZ	万达信息	10.05	0.10	112.25	35.26	2.69	34	3.2	计算机
300169.SZ	天晟新材	2.95	-	14.47	11.87	0.16	-39	1.2	化工
300173.SZ	智慧松德	7.29	6.00	24.39	16.96	-8.33	36	1.4	机械设备
300180.SZ	华峰超纤	17.33	-	125.28	51.11	3.49	50	2.5	化工
300181.SZ	佐力药业	1.52	-	28.67	13.68	-5.50	64	2.1	医药生物
300182.SZ	捷成股份	55.47	9.00	102.48	104.99	1.50	10	1.0	计算机
300187.SZ	永清环保	1.51	-	30.16	16.26	-1.67	21	1.9	公用事业
300194.SZ	福安药业	13.15	6.10	34.62	42.85	-3.61	12	0.8	医药生物
300199.SZ	翰宇药业	8.72	-	75.48	40.17	14.33	23	1.9	医药生物
300210.SZ	森远股份	0.45	0.45	18.64	13.13	-0.91	34	1.4	机械设备
300219.SZ	鸿利智汇	10.73	2.00	46.33	29.59	2.30	13	1.6	电子
300221.SZ	银禧科技	4.90	-	25.33	21.68	-5.50	12	1.2	化工
300224.SZ	正海磁材	1.67	1.48	47.00	27.90	-0.81	46	1.7	有色金属
300229.SZ	拓尔思	6.44	0.60	38.72	18.26	0.78	24	2.1	计算机
300233.SZ	金城医药	11.53	1.30	57.40	40.00	3.01	20	1.4	医药生物
300234.SZ	开尔新材	0.15	-	16.27	9.93	-0.73	-267	1.6	建筑材料
300236.SZ	上海新阳	0.74	0.60	44.43	12.78	0.07	61	3.5	化工
300238.SZ	冠昊生物	5.69	0.02	23.31	11.25	0.46	41	2.1	医药生物
300241.SZ	瑞丰光电	1.35	0.50	22.71	13.17	1.02	17	1.7	电子
300242.SZ	佳云科技	14.94	12.00	21.57	23.15	-12.53	11	0.9	传媒
300244.SZ	迪安诊断	19.43	0.65	89.04	25.58	3.76	25	3.5	医药生物
300247.SZ	融捷健康	10.16	-	24.28	24.65	-4.86	36	1.0	家用电器
300250.SZ	初灵信息	8.23	-	24.85	16.01	3.03	32	1.6	计算机
300251.SZ	光线传媒	2.41	-	239.97	97.28	13.80	29	2.5	传媒
300254.SZ	仟源医药	2.06	-	12.89	8.14	0.10	59	1.6	医药生物
300256.SZ	星星科技	15.06	6.50	26.98	34.35	-8.48	41	0.8	电子
300266.SZ	兴源环境	13.54	9.00	46.46	38.65	-9.78	13	1.2	公用事业

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季度)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季度)	18年预 估净利 (亿元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
300269.SZ	联建光电	38.43	27.00	27.27	50.96	-28.05	26	0.5	传媒
300279.SZ	和晶科技	5.65	1.10	17.96	16.24	-6.98	23	1.1	电子
300287.SZ	飞利信	23.98	15.50	49.80	59.70	-19.03	12	0.8	计算机
300289.SZ	利德曼	1.47	0.05	26.32	13.49	0.48	36	2.0	医药生物
300291.SZ	华录百纳	19.66	3.50	37.37	60.30	-33.32	34	0.6	传媒
300292.SZ	吴通控股	17.74	11.91	43.73	27.81	-11.78	19	1.6	通信
300297.SZ	蓝盾股份	13.03	0.55	57.81	42.73	4.14	14	1.4	计算机
300300.SZ	汉鼎宇佑	1.02	0.18	68.80	23.58	1.58	81	2.9	计算机
300303.SZ	聚飞光电	0.33	-	32.08	18.90	1.65	54	1.7	电子
300306.SZ	远方信息	6.17	6.00	19.26	19.04	-4.81	15	1.0	机械设备
300310.SZ	宜通世纪	11.46	15.66	39.02	29.54	-19.77	17	1.3	通信
300311.SZ	任子行	8.49	-	38.01	13.32	1.50	25	2.9	计算机
300315.SZ	掌趣科技	53.92	36.60	83.28	90.66	-31.68	32	0.9	传媒
300317.SZ	珈伟新能	14.07	13.00	39.47	49.00	-19.53	13	0.8	电气设备
300319.SZ	麦捷科技	3.46	-	44.91	19.78	1.33	-13	2.3	电子
300320.SZ	海达股份	2.03	0.09	28.08	14.61	1.61	20	1.9	化工
300331.SZ	苏大维格	4.65	-	23.98	14.40	0.89	30	1.7	电子
300336.SZ	新文化	9.73	-	37.33	31.95	0.62	15	1.2	传媒
300343.SZ	联创互联	32.70	19.80	34.28	44.25	-17.75	9	0.8	传媒
300347.SZ	泰格医药	10.52	0.21	217.58	27.71	4.75	72	7.9	医药生物
300350.SZ	华鹏飞	10.01	6.00	24.55	16.37	-5.53	42	1.5	交通运输
300351.SZ	永贵电器	7.54	4.90	28.88	29.11	-3.90	16	1.0	机械设备
300355.SZ	蒙草生态	3.78	-	60.16	37.88	2.32	7	1.6	建筑装饰
300359.SZ	全通教育	13.93	6.50	32.47	20.15	-6.23	49	1.6	传媒
300360.SZ	炬华科技	1.19	0.60	29.00	21.49	1.42	18	1.3	电气设备
300362.SZ	天翔环境	3.52	-	15.78	15.79	0.02	24	1.0	机械设备
300364.SZ	中文在线	12.88	16.75	31.34	37.28	-16.75	40	0.8	传媒
300366.SZ	创意信息	12.48	-	32.69	28.69	-3.93	19	1.1	计算机
300370.SZ	安控科技	7.80	-	22.62	13.62	-4.95	21	1.7	机械设备
300379.SZ	东方通	5.22	0.00	40.61	14.29	1.23	-13	2.8	计算机
300381.SZ	溢多利	4.85	0.45	31.97	19.97	1.19	40	1.6	医药生物
300405.SZ	科隆股份	1.14	1.17	10.49	9.54	-0.95	46	1.1	化工
300410.SZ	正业科技	10.77	2.50	36.79	21.54	0.33	19	1.7	机械设备
300411.SZ	金盾股份	18.28	-	33.78	34.55	1.07	47	1.0	机械设备
300415.SZ	伊之密	0.11	-	24.45	11.14	1.70	9	2.2	机械设备
300419.SZ	浩丰科技	7.28	-	16.51	15.02	-6.50	28	1.1	计算机
300432.SZ	富临精工	15.51	15.51	24.92	37.28	-22.86	7	0.7	汽车
300441.SZ	鲍斯股份	6.77	0.60	44.18	15.69	1.35	29	2.8	机械设备
300442.SZ	普丽盛	1.07	-	11.45	9.60	-2.18	131	1.2	机械设备
300444.SZ	双杰电气	3.44	-	39.43	14.44	1.88	38	2.7	电气设备
300447.SZ	全信股份	5.21	5.00	25.18	16.08	-2.38	21	1.6	电气设备
300458.SZ	全志科技	0.24	0.23	60.48	21.57	1.19	349	2.8	电子
300461.SZ	田中精机	3.30	-	20.66	4.71	-0.95	97	4.4	机械设备
300466.SZ	赛摩电气	6.15	6.15	27.08	14.21	-1.93	106	1.9	电气设备
300477.SZ	合纵科技	4.23	0.21	49.54	19.72	0.58	38	2.5	电气设备
300488.SZ	恒锋工具	1.12	0.40	22.87	9.43	0.79	24	2.4	机械设备
300510.SZ	金冠股份	22.29	-	44.47	41.76	2.04	35	1.1	电气设备
300513.SZ	恒实科技	11.92	-	33.95	22.20	1.21	92	1.5	计算机

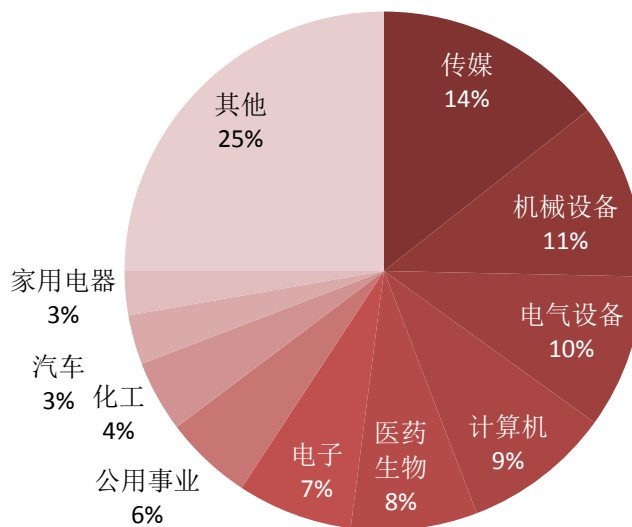
代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季度)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季度)	18年预 估净利 润(亿 元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
300528.SZ	幸福蓝海	5.07	-	29.06	19.93	-5.48	26	1.5	传媒
300537.SZ	广信材料	5.34	-	16.66	12.48	0.46	27	1.3	化工
300619.SZ	金银河	0.00	-	16.78	4.50	0.46	36	3.7	机械设备
300748.SZ	金力永磁	0.00	-	90.21	10.77	1.47	61	8.1	有色金属
600052.SH	浙江广厦	1.83	-	24.50	24.24	1.05	13	1.0	房地产
600079.SH	人福医药	66.55	30.00	126.30	138.78	-24.50	6	1.1	医药生物
600100.SH	同方股份	12.13	2.00	254.30	200.05	-14.35	245	1.3	计算机
600128.SH	弘业股份	0.16	-	15.32	13.22	-0.75	125	1.2	综合
600146.SH	商赢环球	14.99	14.35	23.03	30.79	-17.53	11	0.7	纺织服装
600151.SH	航天机电	4.36	-	56.22	55.11	0.30	-18	1.0	电气设备
600152.SH	维科技术	1.57	0.34	25.57	14.83	0.52	154	1.7	电子
600175.SH	美都能源	20.61	-	69.03	109.20	-6.50	119	0.6	综合
600200.SH	江苏吴中	3.80	0.90	40.79	28.79	0.57	31	1.4	综合
600241.SH	时代万恒	1.56	-	15.63	14.04	-1.65	80	1.1	商业贸易
600243.SH	青海华鼎	0.04	-	16.54	16.62	-1.80	79	1.0	机械设备
600251.SH	冠农股份	0.99	-	36.89	20.60	0.95	43	1.8	农林牧渔
600358.SH	国旅联合	1.21	0.37	17.22	5.23	-0.80	53	3.3	休闲服务
600369.SH	西南证券	2.79	-	217.34	190.18	2.51	32	1.1	非银金融
600499.SH	科达洁能	11.90	2.34	61.83	56.82	-6.00	13	1.1	机械设备
600525.SH	长园集团	54.45	9.75	56.43	85.13	-8.52	5	0.7	电气设备
600526.SH	菲达环保	1.19	0.40	19.10	23.56	-3.80	-11	0.8	机械设备
600539.SH	*ST 狮头	0.33	-	13.98	4.29	0.08	-28	3.3	轻工制造
600568.SH	中珠医疗	12.28	-	38.26	59.75	-13.50	23	0.6	房地产
600571.SH	信雅达	0.74	0.61	28.67	11.81	0.25	-14	2.4	计算机
600576.SH	祥源文化	9.30	-	24.22	19.49	0.19	26	1.2	传媒
600584.SH	长电科技	26.43	4.00	142.50	133.66	-8.25	42	1.1	电子
600594.SH	益佰制药	22.99	9.90	36.98	44.35	-8.25	10	0.8	医药生物
600614.SH	鹏起科技	23.43	16.60	70.64	50.94	-2.50	18	1.4	有色金属
600645.SH	中源协和	12.33	2.25	70.07	30.10	0.63	-380	2.3	医药生物
600652.SH	游久游戏	7.76	7.76	27.06	17.27	-8.83	-6	1.6	传媒
600654.SH	ST 中安	16.83	8.85	22.32	21.29	-17.13	-3	1.0	计算机
600657.SH	信达地产	1.09	-	119.78	186.35	21.50	12	0.6	房地产
600666.SH	奥瑞德	13.97	7.50	28.84	26.30	-8.04	52	1.1	电子
600701.SH	*ST 工新	6.26	6.26	21.83	39.12	-33.84	12	0.6	计算机
600715.SH	文投控股	37.29	-	73.08	70.74	0.13	17	1.0	传媒
600726.SH	华电能源	2.21	-	40.91	17.88	-9.00	-4	2.3	公用事业
600734.SH	实达集团	15.00	1.90	38.97	30.01	-1.60	21	1.3	通信
600738.SH	兰州民百	0.00	-	55.99	30.06	15.84	4	1.9	商业贸易
600751.SH	海航科技	154.16	-	69.87	134.24	1.23	9	0.5	电子
600787.SH	中储股份	1.77	0.30	111.09	106.33	8.84	8	1.0	交通运输
600805.SH	悦达投资	0.00	0.02	39.65	62.19	0.80	-14	0.6	综合
600869.SH	智慧能源	19.26	1.35	113.19	49.76	2.95	222	2.3	电气设备
600880.SH	博瑞传播	10.91	8.00	35.64	36.54	-7.55	102	1.0	传媒
600894.SH	广日股份	0.54	0.36	45.66	69.20	-2.59	11	0.7	机械设备
600898.SH	国美通讯	6.18	-	17.27	3.55	-3.00	139	4.9	商业贸易
600981.SH	汇鸿集团	0.09	0.08	84.09	61.39	4.42	11	1.4	商业贸易
601127.SH	小康股份	2.34	-	153.30	50.14	-6.20	21	3.2	汽车
601258.SH	庞大集团	11.20	-	84.10	133.35	-62.50	40	0.6	汽车

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季报)	减值量 (亿元)	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	净资产(亿 元) (2018年 三季报)	18年预 估净利 润(亿 元)	PE(倍) (最新年 报的最新 交易日)	PB(倍) (最新报 告期的最 新交易日)	申万一级 行业
601558.SH	ST 锐电	5.13	-	69.96	13.03	1.81	61	5.4	电气设备
601619.SH	嘉泽新能	0.00	-	96.65	26.25	2.69	36	3.7	公用事业
603008.SH	喜临门	8.31	-	31.98	28.52	-4.15	11	1.1	轻工制造
603111.SH	康尼机电	22.71	21.36	38.24	43.20	-29.50	14	0.9	机械设备
603168.SH	莎普爱思	1.78	1.78	20.16	16.86	-1.20	14	1.2	医药生物
603188.SH	亚邦股份	2.35	0.97	40.32	31.17	3.15	8	1.3	化工
603366.SH	日出东方	5.00	2.03	28.00	35.01	-2.68	51	0.8	家用电器
603555.SH	贵人鸟	5.74	0.85	31.43	21.91	-7.30	20	1.4	纺织服装
603703.SH	盛洋科技	0.48	0.48	20.70	5.21	0.73	85	4.0	通信
603778.SH	乾景园林	0.07	-	20.15	10.29	0.16	22	2.0	建筑装饰

资料来源: Wind、招商证券

高商誉行业成为本次计提商誉减值公司的密集爆发区。从已公告计提商誉减值的企业行业分布来看, 占比最高的依次为传媒、机械设备、电气设备、计算机、生物医药、电子等行业, 其中传媒以 42 家公司, 占总数 14% 排第一。不难发现, 这些行业也是商誉总量及占比较高的行业。

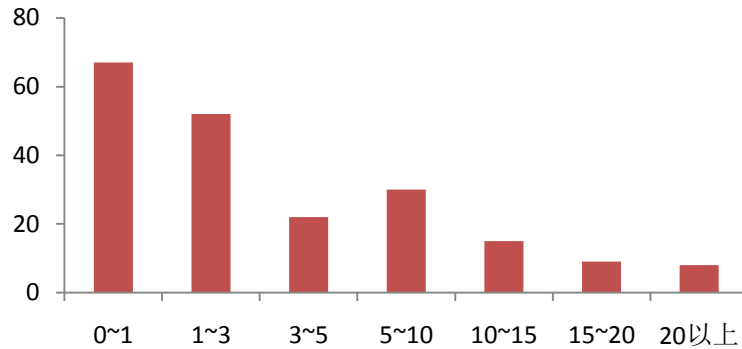
图 14 当前已公告计提商誉减值公司的行业分布情况



资料来源: Wind、招商证券

上市公司集中计提商誉减值, 单个企业计提体量十分庞大。从商誉减值计提比率来看, 平均达到 45.55%, 大部分公司将大部分商誉一次性计提, 尽量减少商誉减值对未来业绩造成压力及影响。已公告企业中, 有超过 30 家商誉减值计提多于 10 亿。

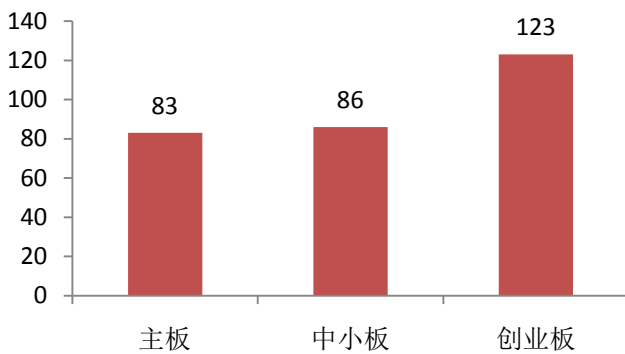
图 15 已公告企业计提商誉数量分布 (计提单位: 亿)



资料来源: Wind、招商证券

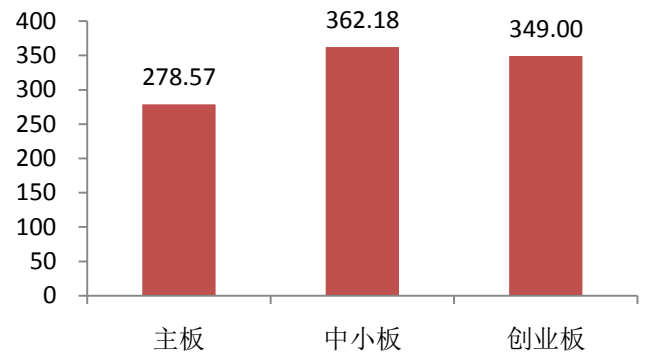
商誉减值对于业绩影响巨大, 多家公司 18 年净利润亏损几十亿。综合各公司情况, 商誉减值计提对业绩影响平均达到 75.76%, 公司 2018 年平均净利润水平为-0.95 亿元, 超过半数企业亏损。包括天神娱乐、坚瑞沃能、华闻传媒等企业计提商誉后, 18 年预计亏损均超过 40 亿。商誉计提公司主要出现于中小创。

图 16 当前公告计提商誉公司板块分类情况



资料来源: Wind、招商证券

图 17 当前公告计提商誉公司各板块总和



资料来源: Wind、招商证券

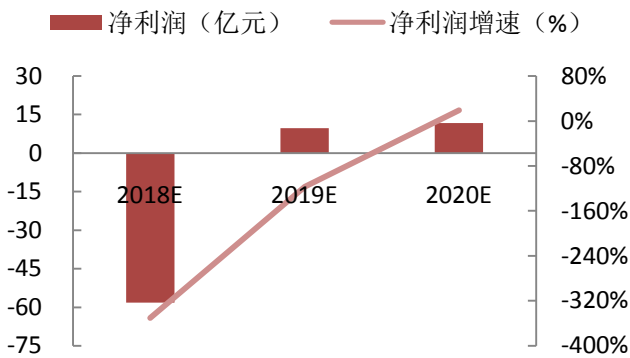
对公告公司商誉减值计提理由的整理, 均以以下格式为主: 受制于宏观经济形势的影响, 收购资产业务发展不顺利, 营业收入与利润额有一定幅度的下降, 收购资产 2018 年度实现的净利润未达到盈利预测值。基于谨慎性原则, 故对收购资产时所形成的商誉计提了减值。

四、部分高商誉个股仍有减值计提预期

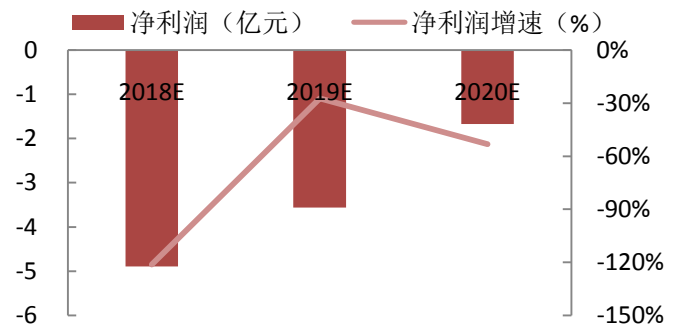
在 1 月初, 财政部会计准则委员会针对“商誉及其减值”的问题进行了讨论, 大部分咨询委员同意商誉进行摊销。在现行会计准则的规定下, 商誉每年必须进行减值测试, 如果发现减值迹象, 要按规定提取减值准备。而商誉摊销则是将商誉在几年内摊销完毕, 相比于商誉减值, 能更好地实现将商誉账面价值减记至零的目标。商誉摊销能更准确地反映商誉的消耗过程, 有利于投资者的理解。

下面以人福医药 (600079.SH) 举例一次性计提商誉和多年分摊商誉两种情况未来几年的净利润表现:

图 18 一次性计提商誉公司净利润额(亿元)和增速(%) 图 19 五年分摊商誉公司净利润额(亿元)和增速(%)



资料来源: Wind、招商证券



资料来源: Wind、招商证券

公司更愿意采取牺牲一年的利润来换取未来几年内的利润相对平稳。可以很明显的看出,如果在 2018 年的年报中一次性计提商誉 66.56 亿元,那么 2018 年的净利润将大幅度下降,净利润增速为 350.79%;由此可以换来 2019E 的净利润由亏转盈利以及 2020E 的净利润持续增长。若采用了三年的商誉分摊,从 2018 年到 2020 年公司即使净利润增速有上升,但依然无法改变三年净利润持续为负的结果,最终可能面临退市。

采用商誉摊销后,上市公司会谨慎考虑超高溢价收购的行为。如采用商誉摊销,由于一些公司的商誉规模过大,那么其近年来累计的商誉减值将会被分摊到未来若干年中,可能导致接下来连续几年内利润无法抵消商誉摊销的后果,对公司的投资价值产生极大的不利影响。另一方面,也会使得上市公司的并购行为更加谨慎。商誉是伴随公司并购过程中产生的,动辄成百上千倍的溢价收购会产生极大的商誉,这将会对未来商誉摊销产生一定的压力。

近几日来,部分上市公司纷纷选择大幅度计提商誉减值,用牺牲 2018 年利润的方式换取今后几年的利润稳定。在 2015 年掀起了并购潮,通常带有承诺的并购会约定三年业绩;因此,三年约期后的 2018 年的年报面临商誉大考。由于许多公司之前的并购为高溢价并购,因此累计的商誉问题非常严重,在未来可能采取商誉摊销的情况下,多家上市公司大幅计提商誉减值,公司公告 2018 年业绩巨额预亏。

在诸多上市公司主动在 2018 年年报阶段计提商誉减值的大背景下,我们预期会有更多拥有较高商誉的企业竞相效仿,一次性出清虚高的商誉资产,为未来几年围绕主营业务发展的业绩成长营造良好的基础。

以下列举部分商誉占比较高的上市企业情况作为风险回避参考:

表 2: 部分高商誉占比个股一览

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季报)	净资产(亿元) (2018年 三季报)	商誉/ 净资产	申万一级 行业	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	PE(倍) (最新年报 的最新交易 日)	PB(倍) (最新报告 期的最新交 易日)
000504.SZ	南华生物	0.58	0.02	32.66	传媒	38	-102	2138
000526.SZ	紫光学大	15.27	1.37	11.12	传媒	17	71	13
000803.SZ	金宇车城	3.16	0.70	4.53	房地产	14	81	20
002072.SZ	凯瑞德	1.74	0.44	3.96	计算机	9	-24	20
002180.SZ	纳思达	129.01	45.59	2.83	电子	245	26	5
603818.SH	曲美家居	36.70	16.51	2.22	轻工制造	33	13	2
000697.SZ	炼石航空	25.16	12.76	1.97	有色金属	68	117	5

代码	名称	商誉(亿元) (2018年 三季报)	净资产(亿元) (2018年 三季报)	商誉/ 净资产	申万一级 行业	市值(亿元) (最新收盘 日总市值2)	PE(倍) (最新年报 的最新交易 日)	PB(倍) (最新报告 期的最新交 易日)
600898.SH	国美通讯	6.18	3.55	1.74	商业贸易	17	139	5
002464.SZ	众应互联	21.29	14.93	1.43	传媒	22	12	1
600136.SH	当代明诚	37.69	27.13	1.39	传媒	34	26	1
000606.SZ	顺利办	42.69	30.82	1.39	计算机	41	63	1
600751.SH	海航科技	154.16	134.24	1.15	电子	70	9	1
603518.SH	维格娜丝	25.26	22.79	1.11	纺织服装	25	13	1
002647.SZ	仁东控股	9.99	9.46	1.06	非银金融	75	-35	8
603598.SH	引力传媒	5.90	5.64	1.05	传媒	20	30	4
600242.SH	中昌数据	21.43	20.79	1.03	传媒	47	40	2
002316.SZ	亚联发展	8.60	8.41	1.02	通信	26	-107	3
300299.SZ	富春股份	12.28	12.26	1.00	传媒	36	-21	3
300143.SZ	星普医科	19.19	20.31	0.94	医药生物	41	33	2
300459.SZ	金科文化	63.77	68.02	0.94	传媒	138	35	2
300071.SZ	华谊嘉信	8.46	9.28	0.91	传媒	20	-7	2
600754.SH	锦江股份	115.21	126.56	0.91	休闲服务	205	23	2
000150.SZ	宜华健康	21.49	24.39	0.88	医药生物	86	49	4
300344.SZ	太空智造	4.72	5.36	0.88	建筑材料	21	-63	4
300192.SZ	科斯伍德	5.96	6.92	0.86	化工	19	327	3
002382.SZ	蓝帆医疗	63.45	74.46	0.85	医药生物	132	66	2
000889.SZ	中嘉博创	29.66	35.19	0.84	通信	64	28	2
300465.SZ	高伟达	9.19	11.02	0.83	计算机	25	70	2
300478.SZ	杭州高新	4.69	5.64	0.83	化工	16	37	3
300280.SZ	紫天科技	9.89	11.96	0.83	机械设备	47	1041	4

资料来源: Wind、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名，2017 年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

杨珏，上海交通大学数学系硕士，于 2015 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。