

深度报告

科技股、中小创、TMT与成长股

2018年11月13日

——A股投资启示录（四）

相关报告：

《A股投资三段论：兼论市场底部信号与市场风格——A股投资启示录（三）》

《盈利韧性：剩者为王与赢家通吃——A股投资启示录（二）》

《布局科技三年上行周期——A股投资启示录（一）》

《重估A股稀缺科技龙头：三个方法论——A股涅槃论（伍）》

《A股涅槃论（壹）_壳价值覆灭前夜，兼论中小创大底何时到来》

张夏

86-755-82900253
zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

近期风格转换成为市场关注的焦点，但是投资者对于科技股、中小创、TMT和成长股似乎混为一谈。实际上，这四个是截然不同的概念，并不能等同起来，而且使用不同的表述推荐，其内涵、逻辑和驱动因素完全不一样。近期的股票市场风格最准确表述的“中小创”，原因在于当下的市场环境，驱动因素是流动性的改善和并购政策的放松，风格变化的根本原因在于股票的壳价值重新升温。

- **成长股**。当我们说成长股时，实际上我们在说一种投资理念，寻找业绩持续增长的目标应该是股票投资者始终关心的核心话题。但是每个行业都有成长股，也不是只有中小市值公司才有成长性，也不是科技股才有成长性，因此成长股是一个非常宽泛的概念。我们经常会把成长和价值对立起来看，但是实际上，多数情况下，我们所谓的价值投资，也是在寻找阶段性的内生业绩增长较快或者业绩改善的公司。完全基于分红的投资本质是“类固收”的投资。所以，“我看好成长”这句话没有任何真实内涵。
- **成长股不等于TMT，所有行业都有成长股**。TMT整体而言收入增速较大，TMT中计算机增速相对稳定且最高，最符合成长股的定义，而电子、通讯、传媒净利润波动巨大，投资中更需要的运用“周期”的理念。从业绩增长情况来看，过去十年，业绩稳定增长的个股更多在食品饮料/家电/休闲服务/计算机等。
- **成长股不等于中小创也不等于高估值**。平均来看，A股的估值水平与业绩增长没有明显的单调关系，高估值≠高增长。平均来看，过去十年，A股市值越大的公司成长性反而较好，与市值越小成长性越好的直观感受相悖。
- **科技股**。当我们在说科技股时，我们通常在说研发属性和新技术新产品，如果推荐“科技”，多数情况下在政策层面有鼓励研发、创新的措施，或者有新的产品、新技术开始推广应用。科技股驱动因素根本因素是创新驱动政策、新产品新技术。从选股层面来说，具备一定研发支出规模、研发团队和技术实力的公司才能称得上科技型公司。
- 科技股不等于成长股，科技只是驱动成长的因素之一；科技股与中小创更是差距巨大，只有小部分中小市值公司具备较强科技实力，而大市值公司相反投入科研的实力更大。科技股主要集中在TMT行业，但是其他机械、军工、材料等行业也符合科技股概念的公司。
- **中小创**。当我们说中小创时，我们在说投资风格，中小风格占优，往往出现在经济基本面向下，流动性宽松，这种环境适合中小风格的公司表现。其中，并购是中小风格占优的关键驱动因素之一。因此，风格驱动的因素是流动性和并购政策等相关。中小创不等同于TMT，从平均市值角度来看，军工、商贸、有色、化工、建材、电气设备、机械设备、纺织服装等市值与TMT相仿。
- **TMT**。我们说TMT时，我们通常在说行业属性，则我们是从行业比较的角度，认为这些行业景气度有所提升，基本面改善，因此选择。这是行业投资视角。驱动因素是行业基本面的改善。
- 风险提示：海外经济波动、政策扶持力度不及预期

正文目录

一、 前言	3
二、 成长股——一种投资理念	5
三、 中小创——一种投资风格	8
1、 中小创的含义	8
2、 中小创风格的条件	10
四、 科技股——一种选股思路	17
1、 什么是科技股	17
2、 科技股的基本要素	19
3、 科技股增长评估的重要指标——研发支出盈余（E&R）	20
图 1: 对于科技股、成长股、TMT 和中小创等概念的思维示意图	3
图 2: 过去十年平均净利润增速和平均增利润增速波动率	5
图 3: 过去十年平均 ROE 和行业平均年化回报（十年长期视角）	6
图 4: 大盘指数和小盘指数历史走势	8
图 5: 创业板指和上证 50 历史走势	8
图 6: 过去十年，市值分布于平均净利润增速之间的关系	8
图 7: 过去十年，估值分布于平均净利润增速之间的关系	9
图 8: 不同行业的平均市值	10
图 9: 股市周期三阶段	11
图 10: 夏氏投资领先指标和企业盈利增速	11
图 11: 十年期国债利率与大小盘风格收益差的关系	12
图 12: 壳价值（上市地位带来的价值）	13
图 13: 技术进步路径	17
图 14: 美国上市公司研发支出占收入比高于 5% 的公司	18
图 15: 科技股的领域	18
表 1: 过去十年不同行业净利润增速和估值情况	7
表 2: 利率水平和市场指数表现	12
表 3: 近期关于并购重组的政策	14
表 4: 美国典型的科技股公司	18
表 5: 中国典型的科技股公司	19

一、前言

“听说你看好 TMT？”

“不，我看好中小创”

“哦，我也看好科技股”

“不，我看好中小创”

“嗯，我认可你，我也觉得成长股机会更大一些”

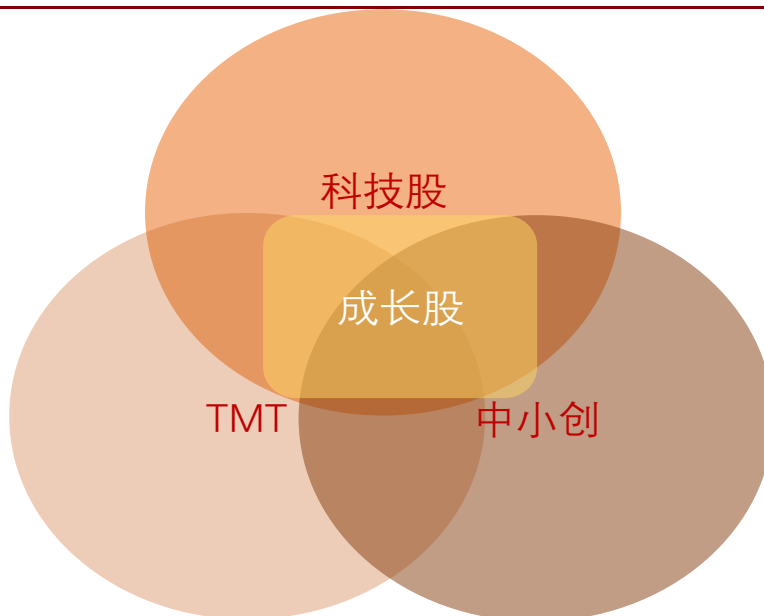
“嗯，嗯？不，我看好中小创”

（本文纯属虚构，如有雷同纯属巧合）

近期，关于风格的转换又开始被广泛讨论。在面临经济下行、白马股业绩普遍低于预期的背景下，“价值投资”似乎在经历了两年的热闹之后又重归于平静。在经历了长达三年半的大跌后，中小市值公司看起来似乎没那么贵了。而经济下行、流动性改善，又让投资者对此前被遗忘和抛弃的中小盘股票开始重新投了一眼。在这个档口，我们忍不住想问一句：您关注的到底是什么？科技股？中小创？TMT？还是成长股？

对于很多投资者来说，以上四个概念似乎等同的。但实际上，这四个概念不仅不同，而且决定了我们的投资思路 and 方向。本文抛砖引玉，简单谈一下我们对这几个概念的理解。

图 1：对于科技股、成长股、TMT 和中小创等概念的思维示意图



资料来源：Wind，招商证券

● TMT

总的来说，当我们说 TMT 时，我们通常在说行业属性，则我们是从行业比较的角度，如果策略分析师推荐 TMT，则认为这些行业景气度有所提升，基本面改善。这是行业投资视角。驱动因素是行业基本面的改善。

● 科技股

当我们在说科技股时，我们通常在说研发属性和新技术新产品，如果策略分析师推荐“科技”，多数情况下是政策层面有鼓励研发、创新的措施，或者有新的产品、新的技术开始推广应用。科技股驱动因素根本因素是研发，新产品新技术是关键。具备一定研发支出规模、研发团队和技术实力的公司才能称得上科技型公司。

科技股不等于成长股，科技是只是驱动成长的因素之一；科技股与中小创更是差距巨大，只有小部分中小市值公司具备较强科技实力，而大市值公司相反投入科研的实力更大。科技股主要集中在 TMT 行业，但是别的行业，例如机械、军工、材料等行业也有科技股，TMT 行业中也并非所有公司都有科技实力。

● 中小创（或中小盘风格）

当我们说中小创时，我们在说投资风格，中小风格占优，往往出现在经济基本面向下，流动性宽松，这种环境适合中小风格的公司表现。其中，并购是中小风格占优的关键驱动因素之一。因此，风格驱动的因素是流动性和并购政策等相关。

中小创不等同于 TMT，从平均市值角度来看，军工、商贸、有色、化工、建材、电气设备、机械设备、纺织服装等市值与 TMT 相仿。

● 成长股

当我们说成长股时，实际上我们在说一种投资理念，寻找业绩持续增长的标的应该是股票投资者始终关心的话题。但是每个行业都有成长股，也不是只有中小市值公司才有成长性，也不是科技股才有成长性，因此成长股是一个非常宽泛的概念。

我们经常会把成长和价值对立起来看，但是实际上，多数情况下，我们所谓的价值投资，也是在寻找阶段性的内生业绩增长较快的公司。完全基于分红的价值投资本质是类固收的投资。在经典的成长价值划分中，把高估值看成成长股，而低估值看成价值股。这种分法与实际不符。平均来看，A 股的估值水平与业绩增长没有明显的单调关系，高估值 ≠ 高增长。

成长股不等于 TMT，所有行业都有成长股。TMT 整体而言收入增速较大，其中计算机行业增速相对稳定且最高，最符合成长股的定义，而电子、通讯、传媒净利润波动巨大，投资中的类似“周期”的概念。从业绩增长的情况来看，过去十年，业绩稳定增长的个股更多在食品/家电/休闲服务/地产/计算机等行业。从回报的角度来看，过去十年，食品饮料、家电、医药、汽车、电子、计算整体回报更高，挑选成长股的胜率更高。展望未来，成长性较好的股票更多的可能在，医药、食品饮料、电子、计算机等行业出现。其余行业周期波动巨大，更需要以周期股的思路去考虑问题。

成长股不等于中小创。平均来看，过去十年，A 股市值越大的公司成长性反而较好，与市值越小成长性越好的直观感受相悖。

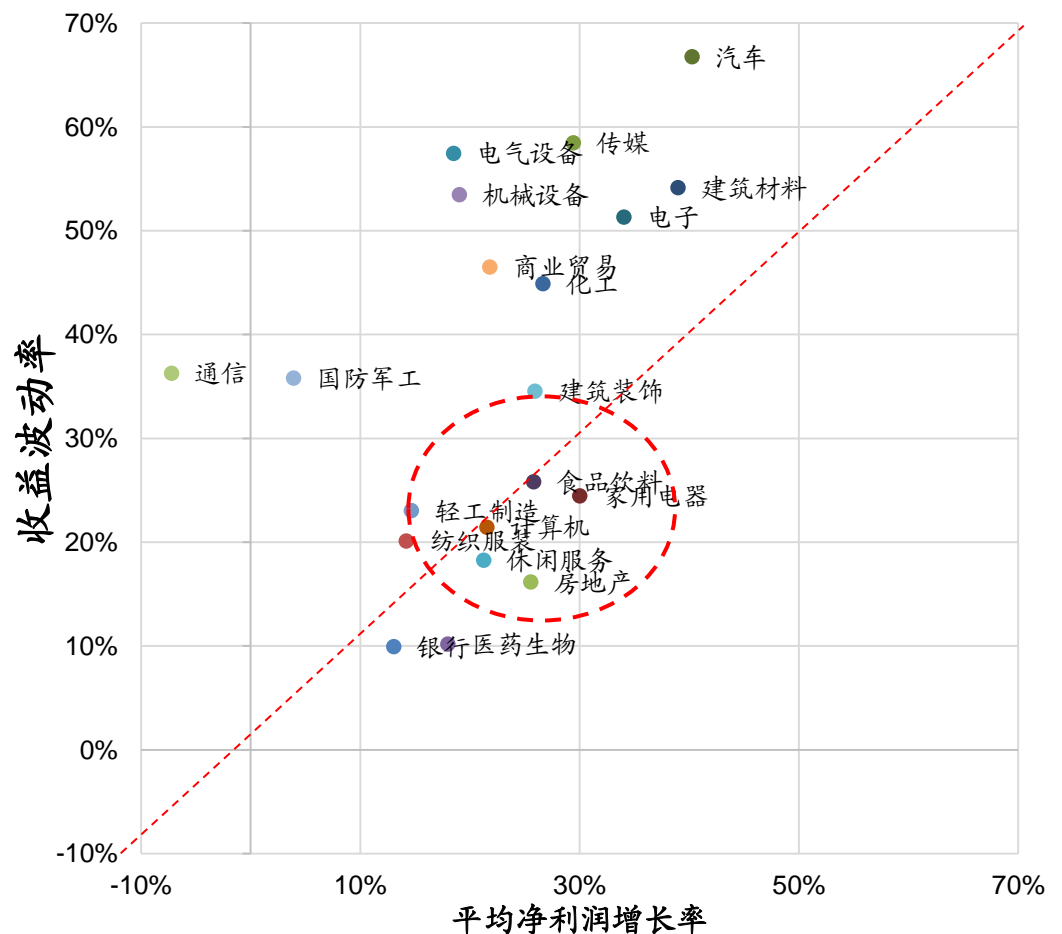
二、成长股——一种投资理念

当我们说“成长股”时，我们通常是指希望寻找那些营收快速成长，股价也能跟随业绩不断增长的公司。但是在这个问题上，市场是最模糊的。在实际描述时，我们把成长股和 TMT 不自觉地等同起来。成长股是一个最宽泛的概念，每个行业中都有成长股，也不是只有中小市值公司才有成长能力，因此，成长股和 TMT/科技/中小创是差别最大的概念。

实际中，我们用过去十年净利润增长率的平均增长率作为成长性的指标，而净利润的波动率作为周期性的代表。单纯从波动率的角度看，TMT 中传媒和电子的业绩波动性远高于计算机。甚至比化工都要高，因此，传媒和电子周期性更强。而食品/家电/休闲服务/地产/计算机等行业收益率较高，收益波动相对较小，这些行业的风险收益配比较为类似，更加符合我们通常意义的“成长风格”。

所以，成长股 ≠ TMT，而投资电子/传媒等行业的投资，更多的是判断对趋势做一波，与周期股的本质并没有太大的差别。好在电子的增长性好好远与煤炭钢铁有色，因此，拿着长期持有电子传媒，平均来看还是获得了不错的年化回报，但是，煤炭钢铁有色周期性行业这种真的需要把握住趋势。

图 2：过去十年平均净利润增速和平均增利润增速波动率

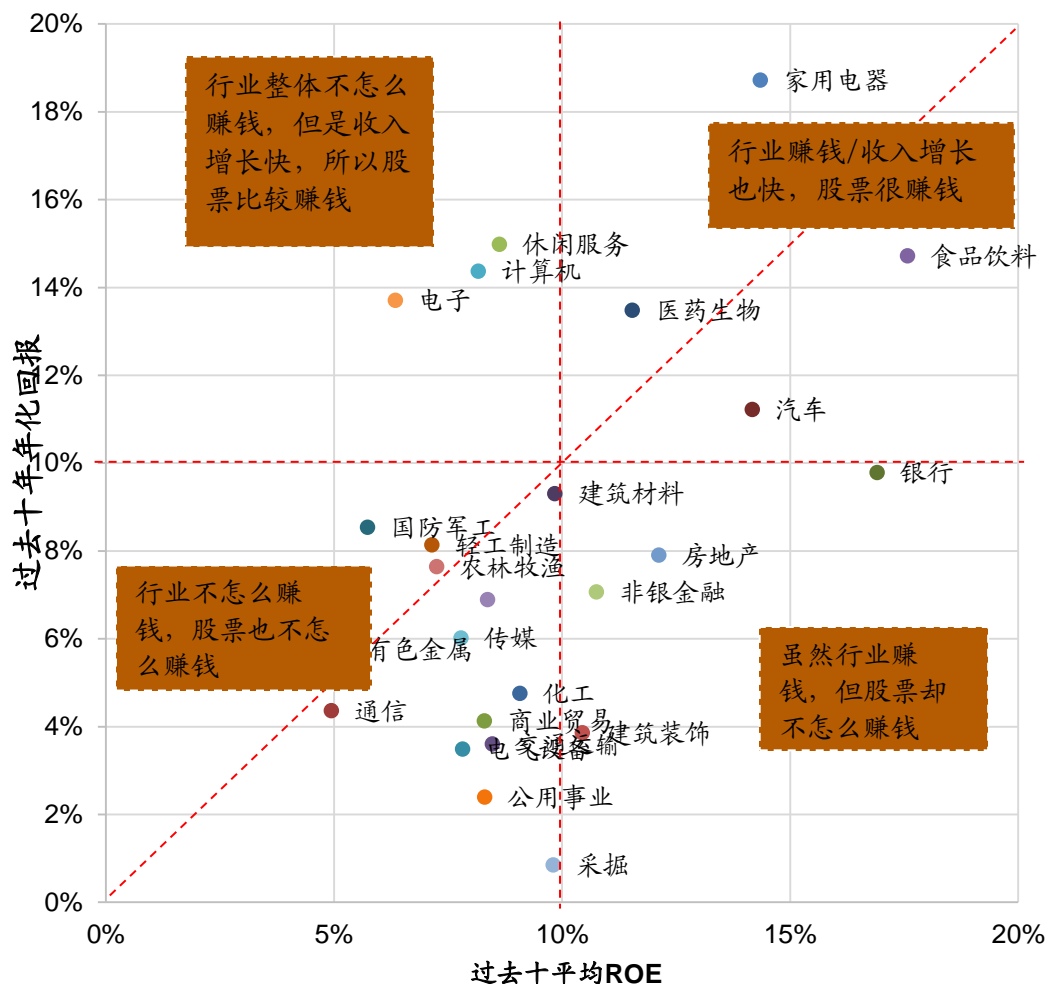


资料来源：Wind，招商证券

注：钢铁/采掘/公用事业/有色由于波动率太大没有在途中注明。

我们用另外一个视角看一下成长和价值风格，以过去长期的视角来看，持有额持有十年的年化回报率与行业 ROE 成正比。家电、食品饮料、汽车、医药上市公司普遍比较赚钱，过去十年周期中，收入增长也比较快，是过去十年的典型成长行业。电子、计算机、休闲服务虽然 ROE 不怎么高，但是好在行业增长快，股票平均来看获得了不错的回报。从结果导向来看，过去十年真正的成长行业是消费+TMT 中的电子和计算机。

图 3：过去十年平均 ROE 和行业平均年化回报（十年长期视角）



资料来源：Wind，招商证券

总的来看，A 股的大部分行业周期性都非常显著，盈利波动巨大，非得把握住景气上行周期的一波做趋势投资才能赚到钱，所以大部分时候，A 股的投资都是趋势投资。少数行业，例如食品饮料、医药、计算机、休闲服务、家电，盈利波动相对稳定，成长性也较好，行业里面牛股辈出，可以算是成长行业。

当然，这都是基于历史的研究。展望未来十年，部分行业的周期波动巨大的特性难以去除，部分行业隐隐已经到了增速大幅放缓的境地，从科技趋势和人口趋势来看，可能剩下的成长行业就在计算机、食品饮料、休闲服务、医药、电子等里面出现。其他行业仍然需要从行业景气的角度，做趋势投资。

表 1: 过去十年不同行业净利润增速和估值情况

	复权净利润 增长率	平均净利润 增长率	行业指数年化 回报	2009 年初 估值	2018 年 11 月 4 日 估值
家用电器	32%	30%	19%	15.7	12.3
休闲服务	22%	21%	15%	31.5	25.5
食品饮料	27%	26%	15%	26.5	22.4
计算机	24%	22%	14%	27.5	37.7
电子	39%	34%	14%	22.4	23.1
医药生物	20%	18%	13%	28.1	26.4
汽车	40%	40%	11%	126.4	13.0
银行	16%	13%	10%	10.1	6.6
建筑材料	30%	39%	9%	21.6	10.3
国防军工	-3%	4%	9%	11.6	52.2
轻工制造	13%	15%	8%	15.8	17.7
综合	28%	68%	8%	35.0	18.1
房地产	27%	26%	8%	19.4	8.5
农林牧渔	12%	18%	8%	31.5	24.2
非银金融	23%	33%	7%	29.4	18.1
机械设备	15%	19%	7%	6.9	23.2
纺织服装	17%	14%	7%	16.5	17.4
传媒	32%	29%	6%	36.2	19.9
有色金属	18%	146%	6%	16.0	22.1
化工	24%	27%	5%	21.9	13.6
通信	-17%	-7%	4%	86.9	30.6
商业贸易	17%	22%	4%	18.4	14.7
建筑装饰	25%	26%	4%	23.1	10.2
交通运输	31%	28%	4%	8.9	17.5
电气设备	12%	19%	3%	22.0	23.3
钢铁	14.5%	-15%	3%	7.6	6.5
公用事业	44%	106%	2%	33.3	18.9
采掘	3%	19%	1%	14.8	16.5

资料来源: Wind, 招商证券

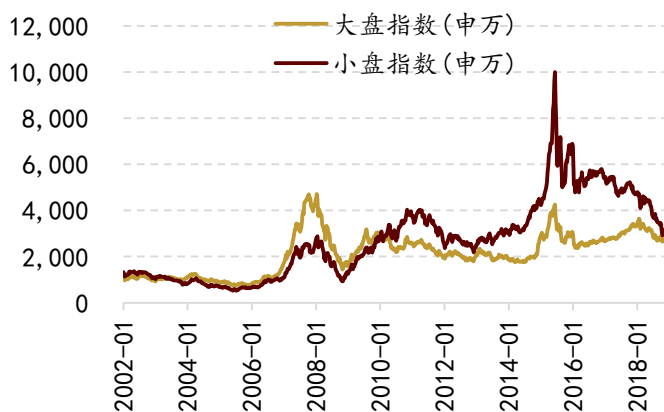
以上都是基于行业比较的一些说明, 说明哪些行业更能出成长股, 实际中, 成长股的选择是一门极其高深的艺术。

三、中小创——一种投资风格

1、中小创的含义

当我们说中小创或者中小市值风格时，我们通常在说市值风格，可以用大盘指数和小盘指数的关系来衡量，2010年后，还可以用创业板指和上证50指数的关系来衡量。

图 4: 大盘指数和小盘指数历史走势



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 创业板指和上证 50 历史走势

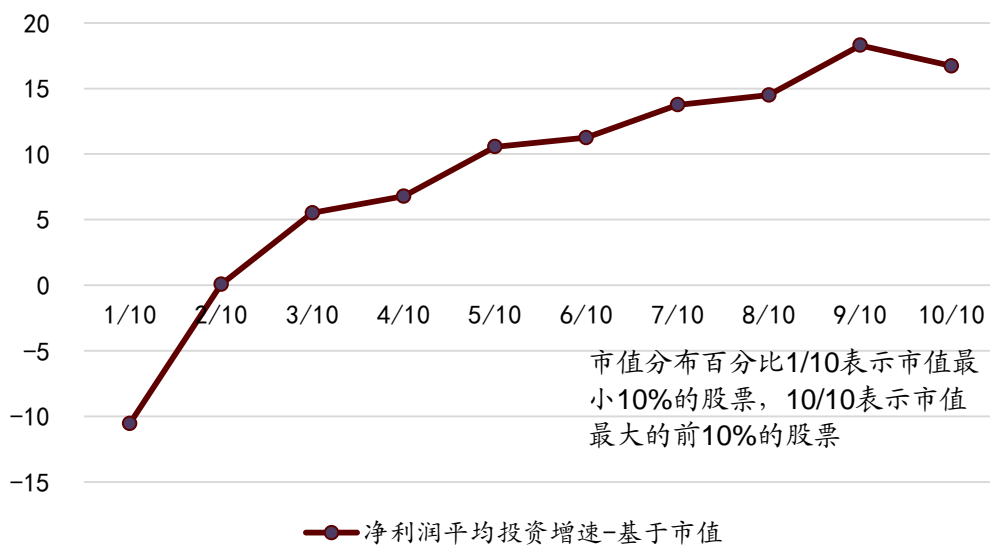


资料来源: Wind、招商证券

由于所有股票均面临相同的系统性风险，因此，大部分时候，大小盘指数的涨跌幅方向都是一致的，大部分是时时候涨跌的幅度不同，少数情况下会出现方向的背离。大盘指数和小盘指数孰强孰弱的关系，就是我们经常探讨的市场风格。

显然，中小创不等于成长股，并非小就是成长性好。

图 6: 过去十年，市值分布于平均净利润增速之间的关系



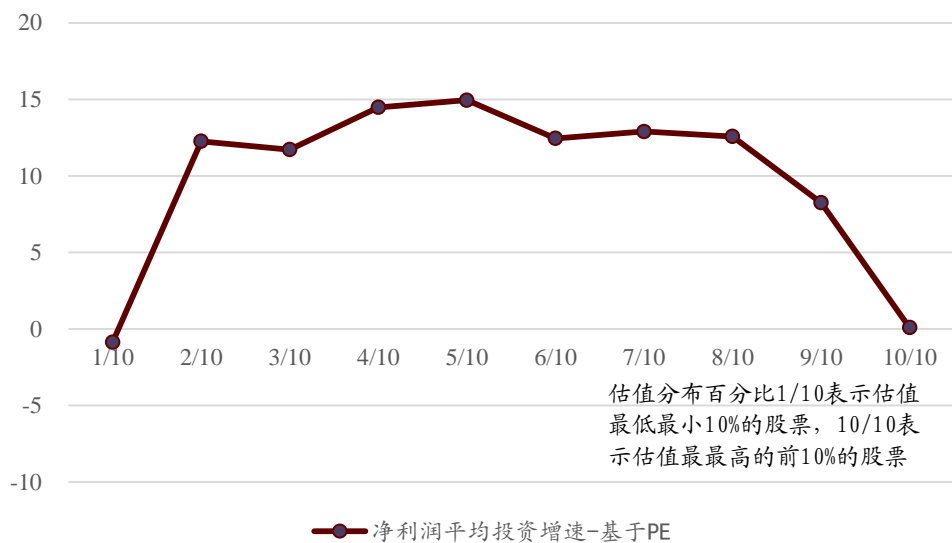
资料来源: Wind、招商证券

我们将过去 10 年当年年初市值和企业盈利增速进行分组比较，结果显示，平均市值越低，增速反而越慢，平均市值越高增速反而越快。也就是说，在小盘股里面挑成长股概率要低于在相对市值较大的股票挑选。

成长价值的另外一个划分依据是估值，有一种朴素的理念是，买高估值的就是成长，低估值的就是价值。

我们依然将过去 10 年，年初估值和当年净利润增速的平均值做一个分组，我们发现，估值最低 1/10（主要是银行、建筑等）和估值最高 10/10 的一组，平均净利润增速最低、而其他估值组别估值和当年的盈利平均增速也没有明显的单调关系。也就是说，高估值的标的并非成长性好，估值和业绩增长没什么太大的相关性。

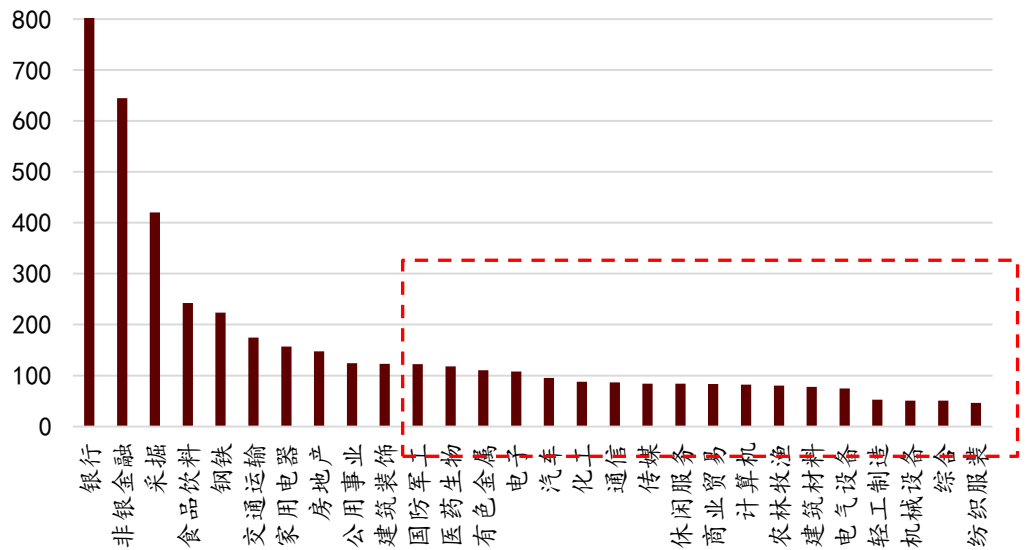
图 7：过去十年，估值分布于平均净利润增速之间的关系



资料来源：Wind，招商证券

显然中小创也不等同于 TMT，虽然每个行业市值分布不一样，但是每个行业都是大市值公司和小市值公司，从行业属性角度来讲，国防、医药、有色、农林牧渔、商业贸易、休闲服务、轻工制造、机械设备。

图 8：不同行业的平均市值



资料来源：Wind，招商证券

因此，在讨论中小创时，我们讨论是风格，而对于市场风格影响最终的两个变量，是流动性和壳价值。

2、中小创风格的条件

(1) 经济环境

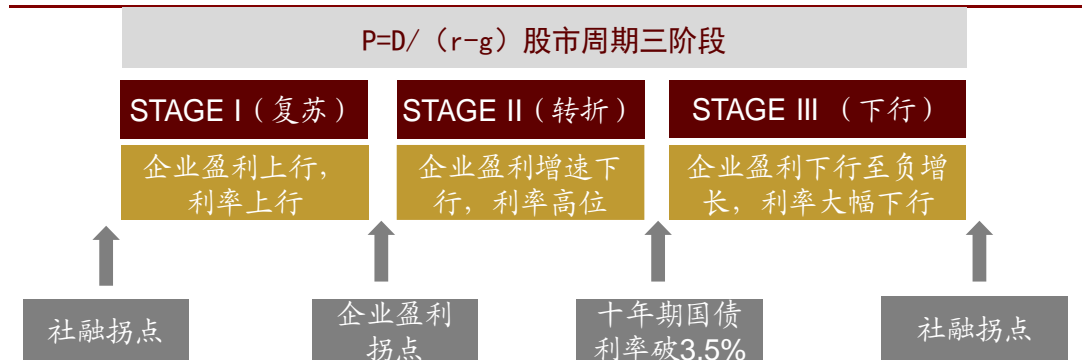
我们在《信贷周期论》《A 股三阶段论》中描述。《A 股三阶段论》股票投资三阶段模型，我们用投资领先指标（或社融增量增速）、企业盈利增速、十年期国债利率构造三阶段模型。

三个阶段特征各不相同，在阶段一，当刺激政策开启，社融增速由负转正，意味着未来企业盈利增速会上行，而此时利率水平还未起来，能够实现业绩和估值双升的“戴维斯双击”，由于历史上刺激多半是地产或者基建，则周期股和与地产相关的消费表现会比较好。

在利率持续上行，社融增速掉头向下后，进入阶段二，企业盈利增速也会面临向下的压力，此时，业绩增速较高，但估值承压，因此，“价值投资”会大行其道。这时，医药、家电、食品饮料、休闲服务等行业的白马最有超额收益。而大部分股票因为杀估值而体现为下跌。

随后，进入阶段三，经济持续下行，利率下行，企业盈利增速下行，当企业盈利增速转为负增长，利率往往也到了 3.5% 以下，这种时候，没法看业绩，但流动性充裕，投资的方向应该是“博弈地产基建放松”以及与基本面相关度不太大的主题投资，这时政策驱动和小盘股相对较强。TMT 军工整体获得超额收益的概率较高

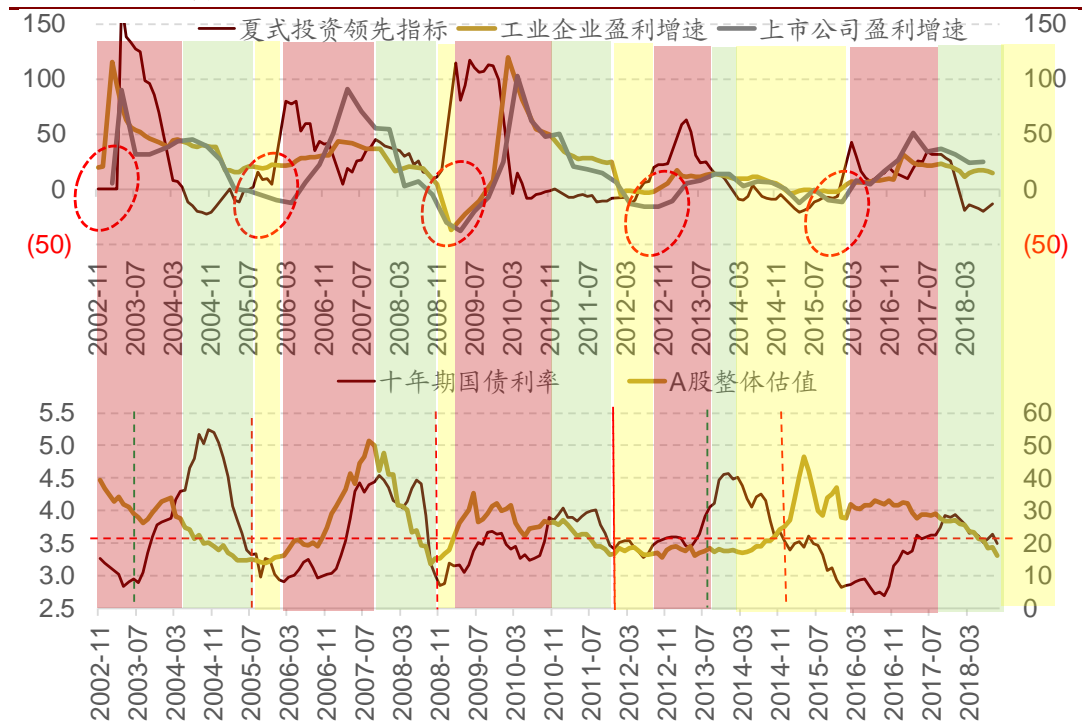
图 9: 股市周期三阶段



资料来源: Wind, 招商证券

按照划分, A 股进入下行期, 进入阶段三。

图 10: 夏氏投资领先指标和企业盈利增速



资料来源: Wind, 招商证券

在阶段三, 流动性宽松而经济下行,

企业盈利增速下行, 大部分板块和行业盈利增速难免下行, **2016-2017 年依靠企业盈利改善逻辑驱动的逻辑难以为继**。而宽松的财政货币政策使得风险偏好提升, 流动性宽松使得中小风格更有市场。

表 2: 利率水平和市场指数表现

从利率击穿3.5%到见底时间相差时间	利率击穿3.5%	(调整)结束时间点	社融增速由负转正	阶段III天数	上证指数	上证50	中小板指	创业板指	大盘指数(申万)	中盘指数(申万)	小盘指数(申万)
25.00	2005/6/16	2005/7/11	2005/9/15	66	19.6	14.6	24.4	0.0	14.7	27.5	29.1
24.00	2008/10/7	2008/10/31	2008/12/15	45	11.4	11.0	27.7	0.0	16.3	30.1	31.1
35.00	2011/12/2	2012/1/6	2012/6/15	161	7.4	10.8	14.9	11.3	12.4	16.7	19.7
不适用	2014/11/24	2014/11/24	2015/12/31	402	42.3	41.2	54.7	80.4	43.3	48.2	60.9
	2018年11月上旬	2018年11月中下旬	2019/6/30								

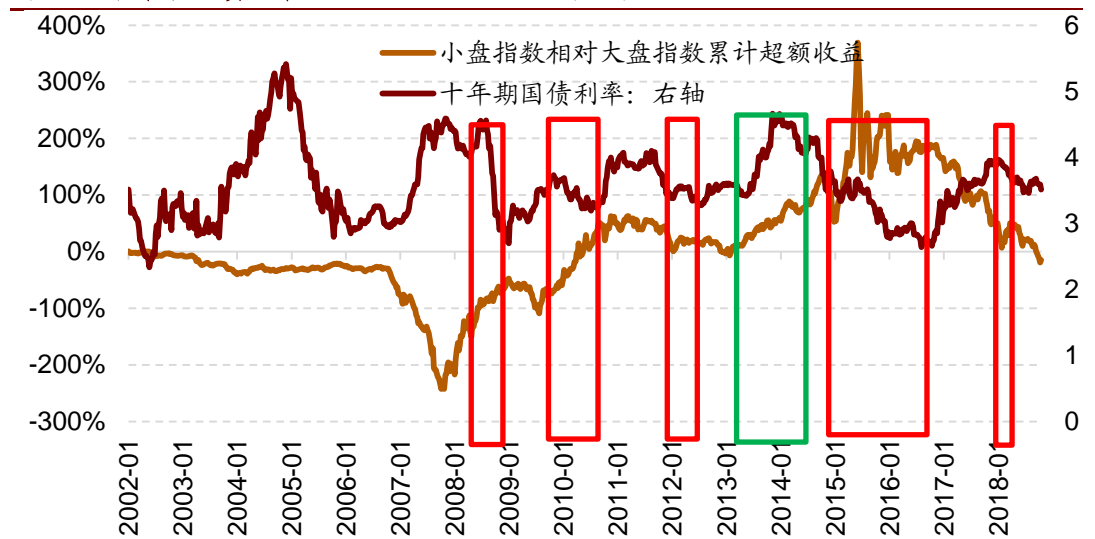
资料来源: Wind, 招商证券

这样的环境下, 此时政策驱动取代盈利驱动成为行业选择的关键逻辑。博弈地产基建放松, 以及与经济周期相关度较弱的 TMT 以及必需消费品将会有较好表现。

单纯的政策驱动难以成为强逻辑, 而对于中小市值公司来说, 并购成为驱动业绩增长的又一逻辑。而近期政策的调整让并购市场有望重新燃起硝烟。

(2) 流动性

图 11: 十年期国债利率与大小盘风格收益差的关系



资料来源: Wind, 招商证券

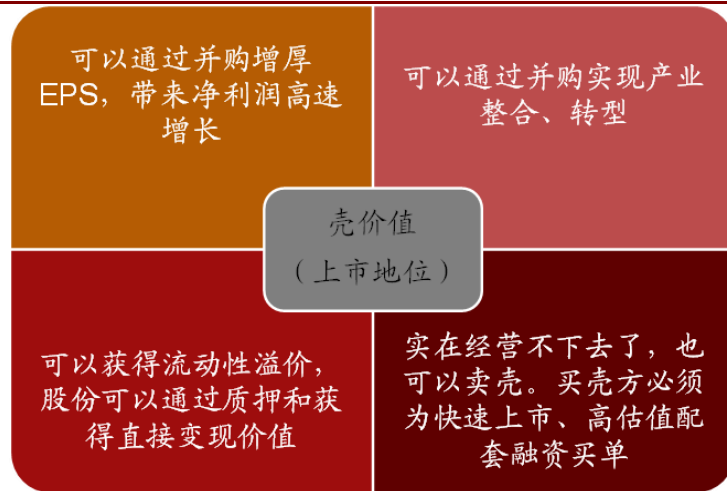
申万大盘和小盘指数相对收益在 2007 年以前波动不大, 2007 年开始, 伴随着利率大幅上行, 大盘股明显占优, 大盘股相对小盘股指数最超额收益超过 200%。2008 年 1 月后, 伴随利率中枢下行, 小盘股指数相对抗跌, 2008 年 10 月十年期国债利率跌破 3.5%, A 股反弹至 3 月份社融增速大幅提升, 小盘股相对大盘有明显的超额收益。此后几轮十年期国债利率处在 3.5% 以下, 基本是小盘股相对占优。今年七月初, 十年期国债利率短暂跌破 3.5%, 小盘股指数相对收益回升, 但后续十年期国债利率反弹, 小盘股指数经历了“最后的出清”。今年 11 月 1 日, 十年期国债正式跌破 3.5%, 宣告小盘风格来临。

也有一个例外，就是 2013 年-2014 年四季度之前，市场风格明显偏小盘，但是 2013 年至 2014 年上半年流动性环境相对紧张。此时，**大小盘风格的另外一个影响因素开始发挥作用，那就是壳价值**。我们在《A 股涅槃论壹壳价值的覆灭》中描述过。

(3) 壳价值

我们认为，每一个上市公司都包含一个壳价值，是由上市地位带来的估值溢价，这种估值溢价体现在四个方面，如下图所示。

图 12: 壳价值（上市地位带来的价值）



资料来源：招商证券

壳价值的大小，决定因素有多个方面，一般来说，最重要的有以下几个方面：

- 第一，**并购政策**，政府对于并购政策的收紧与放松，对并购的顺利实施产生关键性的影响。
- 第二，**产业发展趋势**，当有新的产业发展趋势出现时，有很多上市公司会通过并购的方式切入到新的行业或者细分领域，催生了并购的繁荣。
- 第三，**流动性和金融工具**。并购市场的活跃，必须要资金的大力支持，而资金是否能够顺利进入并购市场也要取决于并购定价政策和金融工具的可得性。
- 第四，**壳公司的供求关系**。IPO 的提速，科创板设立等能够大幅增加上市公司供给会削弱壳价值，反之，IPO 暂停等会加大壳公司的需求。

2013 年开始，资产重组和借壳上市开始明显增多，壳价值水涨船高，这是 2013-2015 年小盘股跑赢大盘股的最关键的原因。

当下，从流动性的环境来看，伴随着经济下行，十年期国债利率跌破 3.5%，出现“下行式宽松”流动性环境有利于小盘风格。壳价值决定因素方面，

并购政策重新回归宽松。

表 3: 近期关于并购重组的政策

时间	部门	文件	重要内容
9月7日	证监会	《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》	上市公司发行股份购买资产的, 可以按照相关规定设置发行价格调整机制, 保护上市公司股东利益。 发行价格调整方案应当符合以下要求: (1) 发行价格调整方案建立 在市场 and 同行业指数变动基础上, 且上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格须同时发生重大变化。(2) 发行价格调整方案应当有利于保护股东权益, 设置双向调整机制; 若仅单向调整, 应说明理由。(3) 调价基准日应当明确、具体。(4) 重组方案中设置发行价格调整机制时, 应对调整方案可能产生的影响及是否有利于股东保护进行充分评估论证及信息披露。(5) 董事会在调价条件触发后根据股东大会
9月10日	证监会	《关于<上市公司重大资产重组管理办法>第四十三条“经营性资产”的相关问题与解答(2018年修订)》	上市公司发行股份拟购买企业少数股权(未取得控股权)的, 应当同时符合以下条件: (1) 少数股权与上市公司现有主营业务具有显著的协同效应 , 或者与本次拟购买的主要标的资产属于同行业或紧密相关的上下游行业。(2) 交易完成后上市公司需拥有具体的主营业务和相应的持续经营能力 , 不存在净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益情况。 对于少数股权对应的经营机构为金融企业的, 需符合金融监管机构及其他有权机构的相关规定; 且最近一个会计年度对应的营业收入、资产总额、资产净额三项指
9月23日	证监会	《关于并购重组交易对方为“200人公司”的相关问题与解答》	上市公司并购重组交易对方为股东人数超 200 人非上市股份有限公司(以下简称“200 人公司”)的, 上市公司应当聘请财务顾问、律师对“200 人公司”合规性问题开展核查并发表明确意见。“200 人公司”为标的资产控股股东、实际控制人, 或者在交易完成后成为上市公司控股股东、实际控制人的, 还应当按照《非上市公众公司监督管理办法》相
10月8日	证监会	《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》	上市公司发行股份购买资产, 不构成重大资产重组, 且满足下列情形之一的, 即可适用“小额快速”审核, 证监会受理后可直接交并购重组委审议: (1) 最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元;(2) 最近 12 个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%且最近 12 个月内累计交易金额不超过 10 亿元。(未适用“小额快速”审核的
10月12日	证监会	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答(2018年修订)》	上市公司发行股份购买资产所募的配套资金 可以用于支付本次并购交易中的现金对价, 支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用和投入标的资产在建项目建设, 也可以用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。 募集配套资金用于补充公司流动资金、偿还债务的比例不应超过交易作价的 25%; 或者不超过募集配套资金总额的
10月19日	证监会	《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》	证监会进一步 新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型 如下: 高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、电力装备、新一代信息技术、新材料、环保、新能源、生物产业; 党中央、国务院要求的其他亟需加快整合、转型升级的产业

时间	部门	文件	重要内容
10月20日	证监会	《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》	对于重组上市类交易（俗称借壳上市），企业自中国证监会作出不予核准决定之日起6个月（以前为3年）后方可筹划重组上市； 对于不构成重组上市的其他交易，我会将加强信息披露监管，重点关注IPO被否的具体原因及整改情况、相关财务数据及经营情况与IPO申报时相比是否发生重大变动及原因等情况。
10月22日	基金业协会	《中国证券投资基金业协会就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问》	(1) 私募股权投资基金是指投资包括未上市企业和已上市企业非公开发行和交易的普通股(含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等)、可转换为普通股的优先股和可转换债等的私募基金。(2) 中国证券投资基金业协会重申，私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组。
10月22日	基金业协会	《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》	为支持私募基金管理人和证券期货经营机构(含证券公司私募基金子公司)募集设立的私募基金和资产管理计划参与市场化、法治化并购重组，纾解当前上市公司股权质押问题，自本通知发布之日起，中国证券投资基金业协会(以下简称协会)将对 符合条件的私募基金和资产管理计划特别提供备案绿色通道。
11月1日	证监会	《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	2014年6月我会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》，规定了上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。我会结合企业具体情况， 积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。

资料来源：证监会、基金业协会，招商证券

上周还有个是标志性事件是11月8日，赛腾股份公告《发行可转换债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，此次公司拟收购菱欧科技100%的股权，并募集配套资金。这是首个定向可转债作为股份支付对价的案例，预计该方案通过的可能性较大。该方案最主要看点是：

- 标的资产交易金额：21000万元
- 支付对价方式：发行可转债（60%，12600万元）+股份（10%，2100万元）+现金支付（30%，6300万元）

其中定向可转债的定价为（1）**发行股份购买资产的发行价格不低于定价基准日前60个交易日股票均价的90%**（19.3元）；（2）**发行可转换债券的初始转股价格与发行股份定价方式相同，初始转股价格定为19.3元；**

除此之外，该方案还附加了可转债转股价格的上修和下修条款。

下修条款：公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，修正后的转股价格不得低于董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日交易均价的90%

上修条款：“当交易对方提交转股申请日前二十日赛腾股份股票交易均价不低于当期转股价格150%时，则当次转股时应按照当期转股价格的130%进行转股，但当次转股价格最

高不超过初始转股价格的 130%”。

对于交易对手而言，定向可转债相比发行股份支付对价，**可转债有“保底”的意味**，除非上市公司违约，**否则至少能够按照约定金额收回现金**。相比现金支付对价，可转债的转股属性以及上修下修条款，**很大程度上让交易对手大概率能够转股，且转股能够在一定区间范围内，获得一定的交易转股收益**。

对于上市公司来说，募集现金支付股份对价当前环境较为困难，而发行股份支付对价在当前股价和估值之下又觉得不划算。**定向可转债可以既能够被交易对手接受，而由于存在转股价格的上修条款，如果价格大幅上涨，对于现有股东的稀释和摊薄相对较小**。

总的来看，鼓励兼并重组政策频出，定向可转债试点、定增募集现金条件和用途的放松、可以通过融资做回购，组成了一套完整的通过并购做市值管理的闭环。

因此，流动性边际改善，定向可转债、私募股权基金放开投资一级半市场有望为并购市场带来新的金融产品和金融工具，较有利于并购环境和中小市值风格。

四、科技股——一种选股思路

1、什么是科技股

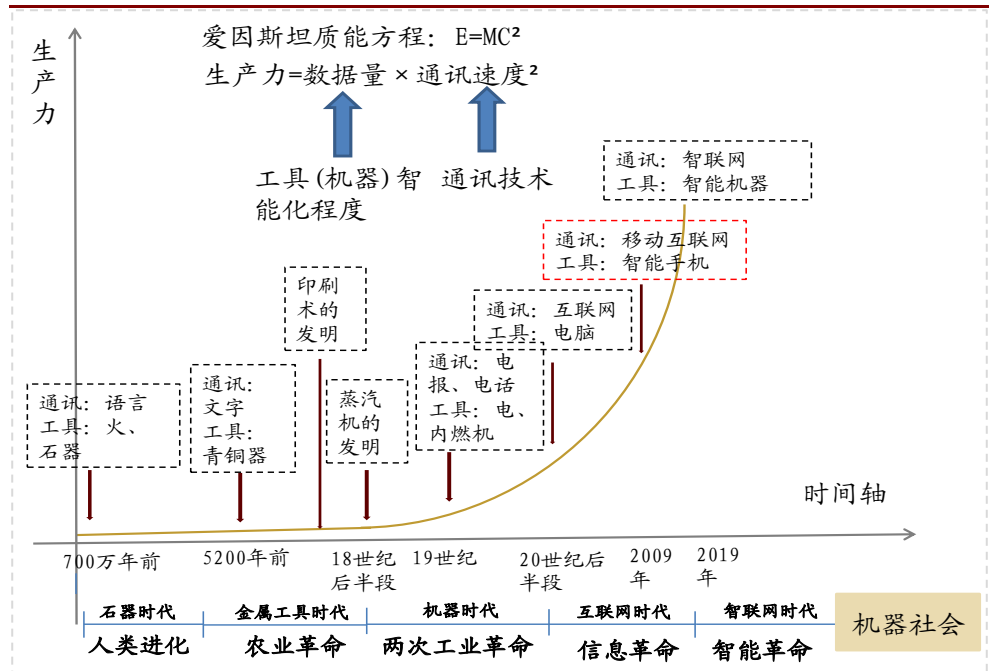
科技是人们生活中非常常见的词，常见到大家几乎不会太去关注这个词本身的意思。科技本身是“科学”和“技术”的合称。科学主要解决人类认知的理论问题，而技术则是科学在人类生活中的实践活动。科学本身很难直接产生经济效益，通常需要转换为技术后才能用来牟利。同时，科学研究具有很强的外部性。因此，科学研究多数在高校、科研院所实施，由政府或者福利机构来进行资助。

除了少数公司，例如 AT&T 旗下的贝尔实验室，诞生了大量的科学发明，大部分公司主要集中在技术领域，通过不断投入研发，创造新的技术、产品及应用。

科技公司也具有很强的时代属性，随着技术的不断进步，科技公司的领域和范畴也在不断进化，很多公司在当时那个年代是科技的王者，但是随着技术进步，一旦技术未能更上，便会失去科技股的光环。例如 AT&T 错失互联网时代，通用汽车未能成功转型。也有部分公司，能够随着技术进步不断调整战略方向，成就了百年科技老店，例如 IBM、GE 等。

人类技术进步到现在经历了四次重大变革，从石器时代到农业革命，从工业革命开始，科技这个概念开始诞生。进入 1980 年代开始，伴随着电脑的普及应用以及互联网的飞速发展，人类迎来了第四重重大技术进步——信息革命。当前，我们仍处在信息革命阶段，但是，以人工智能为代表的智能技术开始孕育发生，并不断出现重大进展。在不远的将来，人类将会进入智能革命，智能化的生活将会再一次改造人类生活生产。

图 13: 技术进步路径

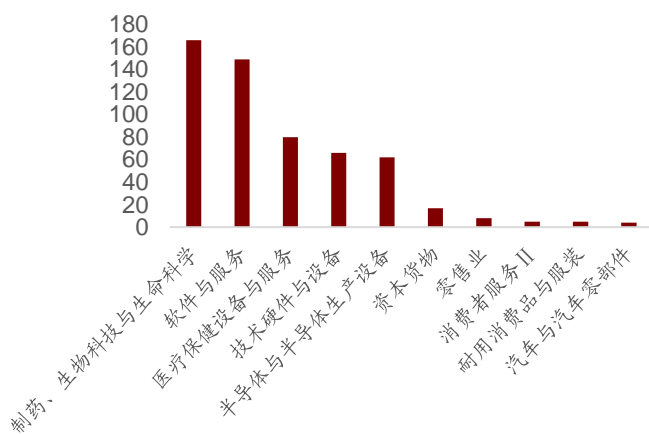


资料来源：Wind，招商证券

对于科技类公司来说，最核心的业务规模是研发，投入研发，创造新的技术、产品和服务，从而不断扩大营收规模。研发支出对于一个科技公司具有决定性作用。

因此，在当前的科技进步，主要集中在信息领域，除此之外，医药医疗技术、军工技术、材料技术也在快速发展。我们统计了美国上市公司研发支出占收入比 5% 以上的公司，主要集中在制药生物科技、软件与服务、医疗保健与设备、硬件技术与设备、技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备等领域。

图 14: 美国上市公司研发支出占收入比高于 5% 的公司



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 科技股的领域



资料来源: Wind、招商证券

表 4: 美国典型的科技股公司

代码	简称	行业	期末市值 (本币)
AMZN.O	亚马逊 (AMAZON)	零售业	8220
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET) A 类股	软件与服务	7753
MSFT.O	微软公司 (MICROSOFT)	软件与服务	7610
FB.O	FACEBOOK	软件与服务	5579
JNJ.N	强生公司	医疗保健设备与服务	3291
INTC.O	英特尔 (INTEL)	半导体与半导体生产设备	2305
PFE.N	辉瑞制药 (PFIZER)	制药、生物科技与生命科学	2126
CSCO.O	思科 (CISCO SYSTEMS)	技术硬件与设备	2007
ORCL.N	甲骨文 (ORACLE)	软件与服务	1780
NFLX.O	奈飞公司 (NETFLIX)	零售业	1697
MRK.N	默克集团 (MERCK)	制药、生物科技与生命科学	1633
ABBV.N	艾伯维 (ABBVIE)	制药、生物科技与生命科学	1485
NVDA.O	英伟达 (NVIDIA)	半导体与半导体生产设备	1438
IBM.N	IBM	软件与服务	1281
AMGN.O	安进 (AMGEN)	制药、生物科技与生命科学	1229
ADBE.O	奥多比系统 (ADOBE SYSTEMS)	软件与服务	1185
MMM.N	3M 公司 (3M)	资本货物	1163

MDT.N	美敦力(MEDTRONIC)	医疗保健设备与服务	1162
TXN.O	德州仪器	半导体与半导体生产设备	1066
ABT.N	雅培制药(ABBOTT)	医疗保健设备与服务	1066
CRM.N	赛富时(SALESFORCE)	软件与服务	1012

资料来源: Wind, 招商证券

当我们说买入一个科技型公司, 那么我们一定指的是这个公司依靠研发和技术创新实现业务的增长, 而不是靠商业模式的创新。因此研发支出以及效果成为我们评估公司成长性的重要依据。

2、科技股的基本要素

- 1、研发支出在公司收入中比重较大, 研发人数占比较大
- 2、公司的业务模式是以不断依靠研发创造新技术、推出新产品来实现收入的增长
- 3、公司拥有一定专利数量

表 5: 中国典型的科技股公司

代码	简称	研发支出合计	研发占比 (%)	收入复合增速 (%)	专利数量 (个)	研发人数占比 (%)
000063.SZ	中兴通讯	129.6220	11.91	10.13	73591	38.71
000725.SZ	京东方 A	69.7210	7.43	36.58	30155	27.42
002415.SZ	海康威视	31.9422	7.62	34.47	2050	49.7
000938.SZ	紫光股份	30.4928	7.80	51.91	116	47.22
600498.SH	烽火通信	21.3912	10.16	25.23	2849	40.91
002236.SZ	大华股份	17.8889	9.49	36.98	1428	53.15
002241.SZ	歌尔股份	16.9651	6.64	26.22	5392	17.56
600406.SH	国电南瑞	16.2254	6.71	39.53	2734	28.1
600588.SH	用友网络	12.9732	20.45	13.19	#N/A	32.87
600570.SH	恒生电子	12.9243	48.48	23.31	96	62.35
002230.SZ	科大讯飞	11.4533	21.04	45.29	358	66.28
600536.SH	中国软件	10.7398	21.73	15.21	92	54.49
002396.SZ	星网锐捷	9.9642	12.93	28.38	236	44.16
002583.SZ	海能达	9.1498	17.10	40.02	694	41.23
002405.SZ	四维图新	9.1342	42.36	26.75	401	56.51
002008.SZ	大族激光	8.5029	7.36	27.59	#N/A	31.82
002371.SZ	北方华创	7.3638	33.13	32.22	#N/A	29.32
002410.SZ	广联达	6.5927	28.18	9.96	83	38.52
002465.SZ	海格通信	6.4619	19.28	4.31	342	22.9
603160.SH	汇顶科技	5.9666	16.21	62.77	#N/A	87.09
300124.SZ	汇川技术	5.9221	12.40	28.67	649	25.74
300017.SZ	网宿科技	5.5037	10.24	41.14	396	67.26
600703.SH	三安光电	5.3252	6.34	22.38	3	18.17
600845.SH	宝信软件	5.2067	10.90	5.46	708	18.03
002179.SZ	中航光电	5.0559	7.95	22.14	2620	19.92

002049.SZ	紫光国芯	5.0280	27.49	18.96	16	54.73
603660.SH	苏州科达	4.7908	26.24	23.07	#N/A	44.02
002439.SZ	启明星辰	4.6967	20.61	23.98	321	37.34
600521.SH	华海药业	4.3824	8.76	24.61	441	21.57
603019.SH	中科曙光	4.2989	6.83	31.05	516	44.56
002281.SZ	光迅科技	4.0717	8.94	23.23	686	16.13
000997.SZ	新大陆	3.9602	8.16	29.51	487	51.98
600372.SH	中航电子	3.8969	5.55	2.06	#N/A	23.4
300558.SZ	贝达药业	3.8064	37.09	13.37	#N/A	25.71
300458.SZ	全志科技	3.4218	28.49	(1.11)	#N/A	75.69
300142.SZ	沃森生物	3.3324	49.87	(2.41)	45	17.11
300271.SZ	华宇软件	3.3077	14.15	37.34	6	36.39
000901.SZ	航天科技	3.2706	5.64	56.40	327	17.04
300166.SZ	东方国信	3.2642	21.68	34.77	#N/A	44.85
002906.SZ	华阳集团	2.9583	7.10	(2.96)	#N/A	34.48
300003.SZ	乐普医疗	2.8916	6.37	39.58	201	19.82
002368.SZ	太极股份	2.8801	5.43	7.59	12	40.5
002153.SZ	石基信息	2.8741	9.71	10.65	#N/A	24.69
600460.SH	士兰微	2.7948	10.19	13.60	859	30.46
300253.SZ	卫宁健康	2.4180	20.09	34.80	#N/A	38.31
300047.SZ	天源迪科	2.3710	8.00	35.67	40	31
002268.SZ	卫士通	2.3291	10.90	20.01	277	41.38
300036.SZ	超图软件	2.0977	16.78	51.26	46	36.85
300188.SZ	美亚柏科	2.0347	15.22	30.38	394	68.09
603986.SH	兆易创新	1.6704	8.23	28.94	#N/A	61.41

资料来源: Wind, 招商证券

3、科技股增长评估的重要指标——研发支出盈余 (E&R)

我们在《涅槃论(五)——重估稀缺科技龙头》，定义一个指标叫“研发支出前盈余” E&R(earnings & research)。顾名思义，使用净利润加研发的指标。

$$E\&R = \text{扣非净利润} + \text{费用化研发支出}$$

使用扣非净利润而非净利润的原因是，要剔除其他非经常性损益，其中政府补助也被剔除，政府补助是基于外部的转移。而并非公司持续经营产生的净利润和研发投入。在这个指标里，我们剔除政府支持力度，以达到相同标准的目的。我们单独用政府补助强度（政府补贴/净利润）来衡量政府对公司的支持力度。

之所以用费用化研发支出而非全部研发支出，是因为资本化的研发支出已经体现在固定资产中，对于当期的影响通过折旧或摊销来体现，对当期的利润影响相对较小，相当于已经算入了净利润中。因此，我们只考虑费用化部分的研发支出。

我们使用定义新的估值指标，PER(Price to E&R)，用每股价格/每股 E&R，

$$PER = \text{总市值} / E\&R$$

类似的，我们定义

$$\text{PERG} = \text{PER} / \text{Growth of E\&R}$$

E&R 的本质是：上市公司的收入扣除成本，在剔除行政、销售、财务等费用，最后扣除税收，就得到了该公司通过研发活动获得的剩余价值。不同的公司会安排不同的净利润和研发支出之间的比例，有些公司将所有剩余全部确认为研发支出，则净利润为 0 甚至负数；而一个成熟的科技公司新的产品和技术规模扩大后，净利润的占比会不断加大，研发支出的占比不断降低，E&R 越来越接近净利润。因此，对于公司的某一项业务，E&R 最初基本等于研发支出，在成熟后基本等于净利润。因此，从本质来说，PER 就是一个创新业务、产品和技术成熟之后的 PE。因此，不同公司 PER 就可以进行对比。

使用 E&R 增速比收入增速更好的原因是，收入增速可能通过其他原因而非研发贡献，例如营销、降价促销等，这些活动并不反映研发的价值，而且，相应的营销费用或者毛利率会下降，最终 E&R 增速可能会远低于收入增速，并不能体现出研发驱动。

而 E&R 增速显然比净利润增速要好，因为很多公司都不会在会计报表上确认太高比例净利润，而是选择持续投入研发。净利润增速显然是失真的。

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。

张 夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。3年金融产品研究经验。目前担任高级策略分析师。

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

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，任何机构和个人均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。