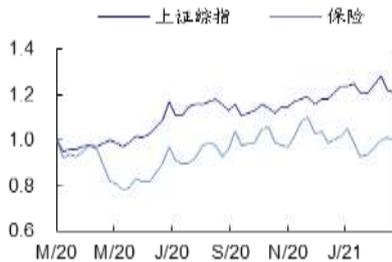


2021年03月12日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业 2021 年投资策略: 问资产, 寿险弹性几何》——2020-12-21  
 《保险行业 2020 年中期投资策略: 长期增长潜力未改》——2020-06-21  
 《互联网保险探讨: 混沌有道》——2020-06-03  
 《保险行业专题: 重疾险发展迎来变革》——2020-05-29  
 《寿险估值体系探讨: 黄金有价(二): 主动估值》——2020-05-11

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000  
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379  
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

# 重塑二级股票投资: 从追随价值到创造价值

## ● 观点: SPAC 重塑二级市场投资, 从追随价值到创造价值

美国的金融创新与实体经济的发展同步, 例如 1980s 的垃圾债、1990s 的科技企业 IPO 上市、2000s 的 CDO (房贷的金融创新) 和 2020s 的 SPAC, 仿佛一切都有预谋, 陆续推动着经济发展。

2020 年, 在美国, SPAC 的融资规模首次超过传统 IPO。我们认为这背后有着更深的意义, 正待解读。SPAC 是二级市场的空壳公司, 用来并购其他公司的, 但是 SPAC 这个工具却可以持续进化, 其条款可以持续改善, 这就注定了 SPAC 的未来不限于眼前。

我们认为 SPAC 对于股票市场而言有着特殊的意义。二级市场的股票投资, 往往是对成熟企业或者成熟业务的投资, 即业务清晰, 盈利清晰, 便于投资者形成一致预期, 追随企业的价值成长。但 SPAC 对二级市场赋予了更广泛的意义: 允许二级市场的投资人直接收购尚未成熟的投资标的, 然后利用自身的资源, 帮助该标的确认成长路线, 降低不确定性, 实现提前上市, 手动创造价值, 完全吃透该企业的成长价值。

## ● 什么是 SPAC? 关键看条款

SPAC 的本质很简单, 所以核心条款也有限, 关键在于两个方面: 如何对发起人形成激励, 并保障发起人的权力, 使发起人可以正常发挥资源优势? 如何保护中小投资者的利益? 对于这两个方面, 条款改善及创新的空间还很大, 且眼下已经出现了这种趋势。

## ● 为什么 SPAC 近两年来特别火?

虽然 SPAC 在 2020 年的迅速增长, 是多方推动的结果, 包括交易所、监管及各类金融机构。但我们认为主要的推动因素是二级市场自 2019 年以来对高新科技企业的高溢价, 这是先决条件。若无溢价, SPAC 对未上市企业的并购无从谈起。

## ● 案例分析: SPAC 帮助未成熟企业确定成长路线, 提前上市

未成熟的企业不存在投资甄别的问题, 因为业务的不确定性很低, 投机比投资更多。而发起人通过赋能该企业, 可以降低不确定性, 将投机转换为投资, 帮助未成熟企业确定成长路线, 稳定预期, 实现提前上市。

## ● 投资建议: 维持香港交易所“买入”评级

## ● 风险提示: 通货膨胀预期, 以及新兴科技企业的股票高溢价不再

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 元	总市值 百万港元	EPS		PE	
					2021E	2022E	2020E	2021E
0388.HK	香港交易所	超配	461.2	5847	11.04	13.60	41.8	33.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

我们认为 SPAC 会持续进化及改善。这种创新对于资本市场有益。SPAC 是专业的机构投资者在二级市场进一步发光发亮的契机，也是二级市场风险偏好进一步提升的空间。这既利于经济创新，又有利于股票市场的长期发展。只是利益冲突的风险需要特别注意，所以美国 SEC 在近日发布了一份 SPAC 关于利益冲突的披露指南。

截至目前，香港交易所没有声明会推出 SPAC 的制度。所以，有关于 SPAC，我们不能提供很明确的估值指引。在此，我们仅重复年度业绩点评时的投资建议。

在对香港交易所估值的时候，我们会考虑交易量。且从价值投资的角度来分析，我们应该从正常的情况来对港交所进行估值。那么我们如何来界定“正常情况”？

2020 年是正常情况吗？不完全是，但有参考意义。我们对 2020 年的目标价是 513 港元，股价也是如此反应的，这里面有交易量提升的因素，也有基本面提升的因素。鉴于以下因素，我们将 2021 年的目标价维持于 655 港元：（1）我们不认为交易量会在 2021 年大幅下滑，毕竟美联储的加息时点应该在 2022 年年底左右，影响不会似疾风骤雨；（2）集团的基本面在持续提升，即上市企业质量在持续提升，对更高的目标价有支撑作用。。

### 核心假设或逻辑

第一，SPAC 会持续进化及改善。

第二，大量未成熟的企业可以通过 SPAC 与专业的投资人形成紧密的关系，进一步确定成长路线，实现提前上市。

### 与市场预期不同之处

市场上有投资者把 SPAC 比喻为引起美国 2008 年次贷危机的 CDO。我们完全不这么认为。首先，CDO 是固定收益类资产，SPAC 是权益类资产，其潜在的资产规模是完全赶不上 CDO 的，所以 SPAC 的风险不会高到引起经济危机。其次，SPAC 对经济创新是有益的（当然 CDO 对于美国经济的增长曾起过很大的作用）。大量未成熟的新兴科技企业通过 SPAC 与专业的投资人形成紧密的合作关系，利用二级市场的流动性将双方的资源兑现，帮助企业迅速成熟。

### 股价变化的催化因素

（1）100 亿以上的企业持续赴港上市；（2）交易量预期再次大幅改善。

### 核心假设或逻辑的主要风险

通货膨胀超出预期，比如石油，令流动性超出预期，使港交所股价下滑。

## 内容目录

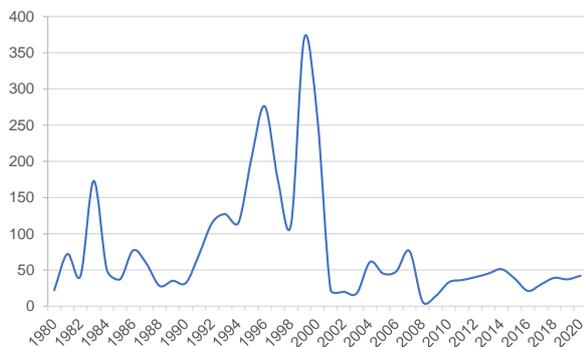
<b>什么是 SPAC? 关键看条款</b> .....	<b>5</b>
简单的层面: 持股结构相对简单.....	6
发起人的激励、权力和限制.....	6
公众股东的保护机制.....	7
<b>为什么 SPAC 近两年特别火?</b> .....	<b>9</b>
基础设施的推动: 交易所和监管.....	10
市场的推动: 各类金融机构.....	11
<b>案例分析: 看投资银行如何发挥资源优势</b> .....	<b>12</b>
高盛: 充分利用自有的标的网络.....	12
Cantor Fitzgerald: 充分利用自有的地产业务.....	14
Cohen & Company: 充分利用自有的保险资源.....	15
<b>投资建议</b> .....	<b>17</b>
估值逻辑: 股票业务线最关键的因素是上市企业的市值分布.....	17
投资建议: 基本面向上的趋势没有变, 短期的流动性波动并非重要因素.....	18
<b>风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>20</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 美国股市历年来科技企业 IPO 数量.....	5
图 2: 美国股市历年来 IPO 当年 EPS 为负的企业数量占比.....	5
图 3: SPAC 的持股结构.....	6
图 4: 美国科技股 PS 倍数.....	11
图 5: 2016-2019 年 SPAC 及标普 500 的表现对比.....	17
图 6: 2020 年 SPAC 及标普 500 的表现对比.....	17
表 1: 关于发起人的核心条款.....	6
表 2: 关于公众股东的核心条款.....	7
表 3: SPAC 的历史融资数量及规模.....	9
表 4: 处于各阶段的 SPAC 的数量.....	10
表 5: NASDAQ 和 NYSE 对 SPAC 的上市要求.....	10
表 6: SPAC 的承销费用示例.....	11
表 7: 高盛 SPAC 的相对优势, 6 大收购标的来源.....	12
表 8: 高盛第一家 SPAC 的重要参与方.....	13
表 9: 募资情况.....	13
表 10: 高盛第一家 SPAC 的并购情况.....	13
表 11: 并购资金来源及用途.....	14
表 12: 并购后持股结构.....	14
表 13: 业绩预测及目标估值.....	15
表 14: 并购资金情况.....	16
表 15: 并购后持股结构.....	16
表 16: 业绩预测.....	16
表 17: 香港交易所历年上市企业数量.....	17
表 18: 香港交易所近年上市企业数量.....	18

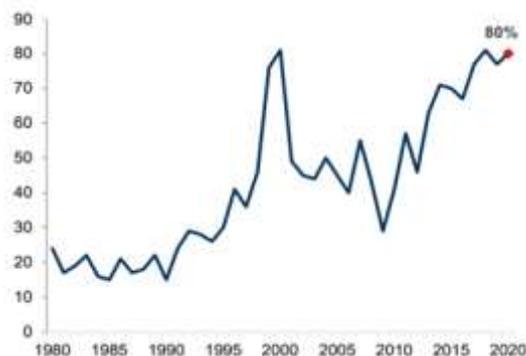
美国的金融创新一直与实体经济的发展同步，例如 1980s 的垃圾债、1990s 的科技企业 IPO 上市、2000s 的 CDO（房贷的金融创新）和 2020s 的 SPAC，仿佛一切都有预谋，陆续推动着经济发展。在 2020 年，SPAC 的崛起仿佛又如上世纪 90 年代的互联网企业 IPO 一般，可能将再一次揭开新科技企业大规模上市的序曲。

图 1：美国股市历年来科技企业 IPO 数量



资料来源：Jay Ritter, 国信证券经济研究所整理

图 2：美国股市历年来 IPO 当年 EPS 为负的企业数量占比



资料来源：Jay Ritter, 国信证券经济研究所整理

SPAC 在 2020 年的迅速增长，得益于多方因素，是多方推动的结果，包括交易所及监管。SPAC 在本质上就是二级市场的空壳公司，是用来并购其他企业的工具。SPAC 的本质并不复杂，但在条款细节上，SPAC 有一点复杂，毕竟涉及到发起人团队的激励制度和投资人的利益保护机制。例如，如何能激励 SPAC 的发起人团队，但又能限制发起人团队的权力，保证公众投资人能被公平合理地对待，这是一个平衡问题。

从目前的条款来看，SPAC 对发起人非常友好。例如，发起人团队以 5 万美元就能获得 SPAC 20% 的股权，而投资人需要投资 5 亿美元获得其余 80% 的股权。也就是说，即使发起人团队在后期用 SPAC 收购了一家表现不及预期的企业，使得 SPAC 的股价下跌 50%，发起人团队仍然能获得将近 5000 万美元的利益，近 1000 倍的回报率。同时，发起人团队还可以设置额外的有利条款，例如当股价上升到一定程度，可以获得额外的股票分红。

但随着大量 SPAC 的创立，行业的竞争加剧，SPAC 的条款势必会持续改善，更加利于投资者。目前的 SPAC 条款可能还是处于一个阶段性的状态，并不完美，那么接下来市场先生将会使 SPAC 逐步进化。

## 什么是 SPAC？关键看条款

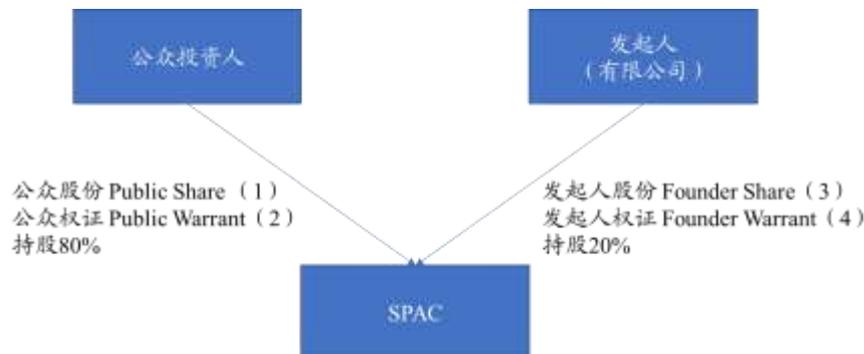
SPAC 是特殊目的收购公司（SPAC, Special Purpose Acquisition Company）的简称，是上市后的空壳公司，在完成 IPO 的募资后，SPAC 即可对其他公司进行收购活动，为二级市场的投资人创造价值。

行业内对 SPAC 的介绍一般是这样的，SPAC 可以分为两个重要的操作部分：（1）设立 SPAC 的阶段，发起人设立一家空壳公司，并将这家空壳公司进行 IPO 融资；（2）收购阶段，即去 SPAC 的阶段，发起人寻找收购标的，与选择的标的进行谈判，定下交易条款，包括收购价格、交易结构以及第二轮的融资方案，最后或者发起收购要约，或者召集股东大会，在获得授权后，完成并购。在设立 SPAC 的阶段，我们围绕核心条款，剖析当下的 SPAC 是如何激励发起人团队，同时又是如何保障。熟悉了 SPAC 的核心条款，基本就明白了 SPAC 是什么。

### 简单的层面：持股结构相对简单

从持股结构上来分析，SPAC 非常简单：发起人设立 SPAC，持股 20%，公众投资人参与 SPAC 的 IPO 募资，持股 80%。

图 3: SPAC 的持股结构



资料来源：高盛 SPAC 的招股说明书，国信证券经济研究所整理

但 SPAC 复杂的点就在于，发起人持有的股份和权证对应着完全不同的责任和义务。

### 发起人的激励、权力和限制

**激励：**发起人在 SPAC 的 IPO 之前就以极低的价格获得了一定的股份（B 类，一般是几万美金获得总股份的 20%）和换股权证（以私募形式购买，每张 1.5 美元）。

**权力：**在并购活动完成之前，发起人团队对董事会拥有绝对的话语权，可独立任命董事，无需征求股东同意，并且股权占比（20%）不得被稀释，同时在推进并购决策的时候，只需要少部分公众股东（至少 37.5%）的同意就可以。

**限制：**在并购活动完成之前，发起人持有的股份及权证不可被赎回、转让及交易。

表 1: 关于发起人的核心条款

发起人股份——B 类股票	在 IPO 之前，发起人会以极低的价格获得 20% 的总股份（预计 IPO 之后的总股份）。一旦完成收购活动，B 类股票自动转换为 A 类股票
董事会权力	在完成并购之前，只有 B 类股票的持有人可以在董事会选举中投票，且持有绝大多数 B 类股票的发起人可以随时解聘董事会成员
不可赎回义务	早期的股东、管理人员以及董事会成员，在以下的情景下不可赎回其所持有的任何 B 类及 A 类股票，（1）在并购活动中，（2）在修改公司章程中，同时如果未在 24 个月内完成并购活动，以上人员不可为 B 类股份从信托账户中求偿
不可转让义务	早期的股东、管理人员以及董事会成员不可转让、分发及销售 B 类股票，直到以下情况之一发生：（1）并购活动完成后的 1 年；（2）并购活动完成后，1.SPAC 完成了清算、合并、股份交换等，使所有公众股东都可以用股票来交换现金和证券等，2.30 个交易日内的任意 20 个交易日，A 类股票的价格超过 12 美元
兑换及反稀释	在收购完成之时，B 类股票会自动兑换成 A 类股票。如果 A 类股票存在超额发行的情况，B 类兑换 A 类的比例会相应调整，以保证在 B 类股票兑换完成后，对应 20% 的 A 类股票，以免股权被稀释

固定的义务和责任	对收购一致赞成。早期的股东、管理人员以及董事会成员对收购提案是一致行动人，必须全部投赞成票。那么假设所有的股票持有人都参与了决议，只需 37.5% 的公众股票赞同即可；假设最少的股票持有人参与了决议，则只需 6.25% 的公众股票持有人赞同。（2）对公司章程一致同意，不可对部分条款提出修正提案
发起人权证	<b>SPAC 在 IPO 之前，将以私募的形式向发起人团队发行换股权证，按照每个前期持股人的持股数量，给与相应的认购权力，发行价为 1.5 美元（行权价 11.5 美元，unit 的发行价 10 美元）。独立董事亦拥有相应的认购权力</b>
募集资金不可退回	募集金额存放于托管账户。如果 SPAC 在 24 个月内未完成并购活动，以上募集的资金将被全额用来赎回公众持股人的股份，而发起人权证将没有价值
不可赎回	只要是发起人团队持有的权证，就不可被赎回
不可交易	只有在完成并购活动的 30 天之后，才能交易（包括其兑换的 A 类股票）

资料来源：高盛 SPAC 的招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 公众股东的保护机制

目前，SPAC 对投资者的保护机制就是赋予投资者灵活的退出机制。SPAC 的合同条款详细规定了公众股东的退出机制。如果公众股东不同意对并购标的的收购，可选择将所持股份赎回，赎回价格与申购价格基本一致，以保护公众股东的利益。但同时，对股份占比超过 15% 的一致行动人及大股东有赎回限制，其赎回的比例不可超过 15%。

**表 2：关于公众股东的核心条款**

公众股份——A 类股票	公众投资者通过参与 SPAC 的 IPO，获得信托单位，包括 A 类股票和换股权证
赎回权及赎回价格	在并购完成时，公众股东有权利要求 SPAC 赎回其全部或者部分的公众股份。相应的赎回价格的计算日为并购活动的前两天，包括除税后的利息，用托管账户的总资产（不包括 IPO 的延迟承销费用）除以总的公众股份数量即是
赎回时机	在并购将要完成时，公众股东可以在以下场合申请赎回（1）为通过并购活动而召开的股东大会；（2）在收购要约中。发行人团队有权决定是否召开股东大会或者进行收购要约。例如，资产收购以及股票购买不需要召开股东大会，但如果要发行 20% 以上的股份以完成收购，发起人团队就必须召开股东大会
赎回规模限制	在收购要约中，如果要求赎回的规模超过了发起人团队计划赎回的规模，例如导致 SPAC 的净资产低于 5 百万美元，触犯了交易所的上市企业的最低要求，那么发起人团队将会撤销此次收购要约，撤销此次并购活动，然后再寻并购目标（同一个收购目标也可以）。一般，公司章程会规定，无论在任何情况下，如果赎回规模导致 SPAC 的资金不足以完成收购活动，那么发起人团队将会撤销此次并购活动，然后再寻并购目标（同一个收购目标也可以）
一致行动人及大股东赎回限制	除非 SPAC 前期已经同意，否则一致行动人及大股东赎回的规模上限是 15%。防止一致行动人和大股东迫使发起人团队以高价赎回股票，或者采用更优厚的条款，或者影响并购活动
对公司章程的修改权限	部分 SPAC 限制部分条款的修改。高盛的第二家 SPAC 基本放开了所有条款的修改，只要 65% 以上的股东通过，除了一条，即在收购活动前，90% 以上的股东同意，才能任命和解聘公司董事

如果并购活动未在 24 个月内完成

SPAC 停止所有活动，在 10 个工作日内，将所有的托管资金（净额，扣除税费以及清算成本 10 万美元等）按照公众股份的持有比例分发给所有股东（如果发起人团队持有 A 类股票）。需要注意的是，权证无清算价值，如果并购活动未成功，所有的权证将无价值。同时，承销人将不会获得延迟的承销佣金

公众股东的认股权证

行权价为 11.5 美元，一张权证可换一张 A 类股票，且只有整数的权证才能兑换。之所以设置 1/3 的权证，是为了降低权证的股权稀释

认股权证的行权时间是以下两者中的后者

(1) 并购完成后的 30 天；(2) IPO 后的 12 个月

认股权证的赎回条款

(1) 一旦认股权证可以行权，且如果 SPAC 的股价在 30 个交易日中有 20 个交易日高于 18 美元，则这些认股权证可以赎回；(2) 在认股权证可以行权的 90 天之后，当 A 类股票的每股价格等于或者超过 10 美元

资料来源：高盛 SPAC 的招股说明书，国信证券经济研究所整理

以上是 SPAC 在当下的核心条款，且存在着修改的趋势。以前发起 SPAC，对于发起人而言，最重要的就是 SPAC 的融资和并购，并购完成之后即可退出，具有非常显著的短期利益导向。现在的 SPAC 正在进化，使得 SPAC 的整体利益导向更加长期化：

(1) 条款会对投资人更加友好：目前已经有 SPAC 修改了发起人条款，降低了反稀释条款的约束力，降低了 SPAC 在创立时，发起人团队免费获得的股权占比，将发起人的相关利益更加长期化。例如，潘兴广场的 Bill Ackman 就取消了发起人团队的 20% 股票的低价赠予，还有一些 SPAC 将 20% 降低至 5%，并可随着并购后股价的表现逐步提升，试图将发起人的相关利益变得更长期化；

(2) 资本结构也在改变：传统的 SPAC 会引入 PIPE（上市公司私募股权融资）以完成收购，但现在越来越多的发起人会签署远期收购函（forward purchase agreements），以替代 PIPE，为 SPAC 提供额外所需的并购资金，使得发起人更加重视 SPAC 在完成并购后的长远发展。

## 为什么 SPAC 近两年特别火？

行业内解读 SPAC 突然变火的原因主要有以下几个：(1)受疫情冲击，传统 IPO 的不确定加强，而 SPAC 和直接上市等形式可降低这些不确定性；(2)为了缓冲疫情对经济的不利影响，各国央行大力释放流动性，致使二级市场资产荒，高成长性企业的溢价高；(3)多家大型投资银行开始为 SPAC 服务；(4)交易所和证监会放宽了对 SPAC 的要求。

我们认为 SPAC 变火的核心因素是，二级市场给高成长性企业的更高溢价。这个趋势自 2017 年就已经开始了。

疫情以来，SPAC 发展迅猛。在 2020 年，SPAC 创下了史无前例的 IPO 次数及规模，首次与传统 IPO 活动并驾齐驱。截至目前，SPAC 的 IPO 次数及规模已经超过了传统的 IPO。

**表 3: SPAC 的历史融资数量及规模**

年份	通过 SPAC 实现 IPO 数量	总 IPO 数量	占比	SPAC 融资总额	美国 IPO 总融资额	占比
2021	163	206	79%	49,266	74,483	66%
2020	248	450	55%	83,343	179,346	46%
2019	59	213	28%	13,600	72,200	19%
2018	46	225	20%	10,750	63,890	17%
2017	34	189	18%	10,048	50,268	20%
2016	13	111	12%	3,499	25,779	14%
2015	20	173	12%	3,902	39,232	10%
2014	12	258	5%	1,750	93,040	2%
2013	10	220	5%	1,447	70,777	2%
2012	9	147	6%	490	50,131	1%
2011	16	144	11%	1,110	43,240	3%
2010	7	166	4%	503	50,583	1%
2009	1	70	1%	36	21,676	0%
2008	17	47	36%	3,842	30,092	13%
2007	66	299	22%	12,094	87,204	14%
2006	37	214	17%	3,384	55,754	6%
2005	28	252	11%	2,113	61,893	3%
2004	12	268	4%	485	72,865	1%
2003	1	127	1%	24	49,954	0%
合计	799			201,686		

资料来源: SPAC Analytics、国信证券经济研究所整理 (融资总额单位: 百万美元; 截止于 2021 年 2 月)

同时,从目前的数据来看,大量的 SPAC 在 2020 年及 2021 年被发起,其中在 2020 年发起的 SPAC 有 70% 多已经找到了并购标的,证明 SPAC 的发展正当其时,还并不存在发行过多的现象。

**表 4: 处于各阶段的 SPAC 的数量**

	IPO 状态	寻找标的	宣布并购	完成并购	清算	总数
2021	196	241	1	---	---	438
2020	6	146	82	20	---	254
2019	---	10	19	29	1	59
2018	---	---	3	42	1	46
2017	---	---	2	29	3	34
2016	---	---	---	11	2	13
2015	---	---	---	17	3	20
2014	---	---	---	8	4	12
2013	---	---	---	8	2	10
2012	---	---	---	6	3	9
2011	---	---	---	12	3	15
2010	---	---	---	3	4	7
2009	---	---	---	1	---	1
总数	202	397	107	186	26	918

资料来源: SPACInsider、国信证券经济研究所整理(截止于 2021 年 3 月 11 日)

### 基础设施的推动: 交易所和监管

近年来,随着 SPAC 规模的剧增,SPAC 对于交易所而言,业务地位显得越来越重要了。例如,在传统 IPO 方面,NYSE 在 2020 年面临很大的压力。如果不是 SPAC 的大量上市,NYSE 的 IPO 总规模将远远低于 NASDAQ。根据 Dealogic 的数据,截止于 2020 年 11 月,NYSE 和 NASDAQ 的 IPO 总规模大概为 660 亿和 610 亿美元,但 SPAC 的 IPO 贡献了 NYSE 近 60% 的 IPO 金额。所以,NYSE 和 NASDAQ 近年来持续放宽对 SPAC 的上市要求,加大对 SPAC 的吸引力。在 2008 年以前,SPAC 只能在场外市场(the OTC Bulletin Board)以及美国股票交易所交易(the American Stock Exchange),直到 2008 年,NASDAQ 和 NYSE 先后完善了上市条款,为 SPAC 专门拟定了上市要求,才允许 SPAC 在 NASDAQ 和 NYSE 上市。之后,NASDAQ 和 NYSE 一直都在试图降低 SPAC 的上市要求,争相吸引 SPAC。

例如,在 2017 年,NYSE 和 NASDAQ 都先后申请将 SPAC 的流动性要求降低,将上市时的最低公众持股人数要求由 400 降为 300,将维持上市的要求由 400 降低为 300,被 SEC 同意。在 2018 年,NYSE 和 NASDAQ 再次申请将相应的要求降低至 100,被 SEC 拒绝。在 2020 年 10 月,NASDAQ 申请删除“至少 50% 持有 1 手以上的股东,必须持有市值 2500 美元以上的无限制股票”这一条款,在申请中阐述此条款妨碍公平竞争,因为 NYSE 无此条款。

**表 5: NASDAQ 和 NYSE 对 SPAC 的上市要求**

	NASDAQ	NYSE
持有 100 股以上的投资人数量	300 (至少 50% 必须持有市值 2500 美元以上的无限制股票)	300
公开持有的股份数量	1,000,000 (不包含受限制股票)	1,100,000
每股发行价	\$4.00	\$4.00
上市股票市值	\$50,000,000	\$100,000,000
公众持股市值	\$50,000,000 (不包括限制性股票)	\$80,000,000
董事会组成	大部分为独立董事	大部分为独立董事
审计委员会	必须设置,至少 3 名成员,所有成员必须是独立的	必须设置,至少 3 名成员,所有成员必须是独立的
薪酬委员会	必须设置,至少 2 名成员,所有成员必须是独立的	必须设置,没有人数要求,所有成员必须是独立的
提名/公司治理委员会	不做要求,提名可以由董事会的独立董事多数表决通过	必须设置,没有人数要求,所有成员必须是独立的
道德和行为规范	必须有	必须有,必须在公司官网公示

资料来源: Vinson & Elkins LLP, 国信证券经济研究所整理

### 市场的推动：各类金融机构

近年来，各类金融机构纷纷发起 SPAC，而且很多投资银行也开始下场，参与 SPAC 的创立，为其资管业务开疆拓土。著名的私募机构，例如黑石、TPG 和阿波罗等，是 SPAC 的积极推动者。阿波罗自 2020 年 6 月以来，发起了 3 家 SPAC，融资 14.5 亿美元，而 TPG 和 The Goros Group 自 2015 年以来已经通过 11 家 SPAC 融得 48 亿美元。

我们认为，近年来股票市场对高成长性企业给予了更高的溢价，这才是吸引各大私募机构纷纷设立 SPAC 的核心驱动因素。毕竟无利不起早。很多时候，一级市场对企业的估值已经很高，如果二级市场的估值无法承接一级市场的估值，那么 SPAC 对未上市企业的并购无从谈起。所以，二级市场对高成长性企业的需求才是驱动一切的核心因素。这个趋势自 2017 年就已经开始了。

图 4：美国科技股 PS 倍数



资料来源：Jay Ritter，国信证券经济研究所整理

同时，众多投资银行也开始加入了发起人的行列，例如高盛、Cantor 和 Cohen 等，皆为其资管业务开疆拓土。

如果仅仅是提供承销服务，SPAC 与传统 IPO 的承销佣金结构基本一致。在传统的 IPO 中，投资银行可以在 IPO 结束后获得募集金额的 5%-7%，作为承销佣金，而在 SPAC 中，承销商先获得募集金额的 2%，然后其余的 3.5% 被锁定在信托账户中，待找到收购标的并完成收购后，承销商才能获得这个 3.5% 的佣金，但如果没有完成收购，便没有这 3.5% 的佣金。

表 6：SPAC 的承销费用示例

资金来源	金额	资金使用	金额
IPO	500	基金信托账户	490
		前期承销费用 (2%)	10
		合计	500
售卖认股权证	12	基金信托账户	10
		基金 IPO 费用	1
		基金开展 IPO 用营运资本	1
合计		12	
来源合计	512	使用额合计	512

资料来源：Vinson & Elkins LLP，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元）

但如果投资银行利用其交易资源为投行业务开疆拓土，利润则更为客观。要知道，发起一家 SPAC，发起人基本可以免费获得 SPAC 股权的 20% 作为激励，而且激励条款不限于此。同时，如果并购后股价表现得好，自营的资金则会获得更丰厚的回报。

例如，Cohen 在 2019 年的收入为 4967 万美元，但在 2020 年达到 1.3 亿美元，其中 SPAC 的激励贡献了 200 万美元的增长，SPAC 自营资金的获利则贡献了 4210 万美元的增长。

由成熟的二级市场投资人发起的 SPAC，很多都是沿着一个套路，即赋能。SPAC 的成功，关键在于发起人能发挥出资源优势，手动创造价值。未成熟的企业不存在投资甄别的问题，因为业务的确定性很低，投机比投资更多。而投资人通过赋能该企业，可以降低不确定性，将投机转换为投资，稳定成长预期，实现提前上市。在全球利率长期下滑的趋势下，这既利于经济的创新增长，又利于二级市场的长远发展。

在二级市场，投资银行应该是综合实力最强且最成熟的参与方之一，其案例具有一定的代表性，那么我们具体分析投资银行的案例。

## 案例分析：看投资银行如何发挥资源优势

### 高盛：充分利用自有的标的网络

截至目前，高盛旗下有两家 SPAC，即 GS Acquisition Holdings Corp I 和 GS Acquisition Holdings Corp II（在寻找标的的过程中），都由资管部门旗下的一个团队主导。

高盛在为旗下 SPAC 做宣传的时候，宣传重点就在于高盛拥有广泛的交易标的网络，主要有 6 大标的来源，如下表所示，能够获得丰富且优质的收购标的。

**表 7：高盛 SPAC 的相对优势，6 大收购标的来源**

编号	名称	说明
1	Goldman Sachs' Investment Banking Division 高盛的投资银行部门	作为并购和资本市场的领导者，投资银行部与各个领域的私募股权和企业客户有着深厚的关系。我们将寻求直接与投资银行部合作，以寻找我们认为合适的机会。
2	GSAM's Alternative Investment and Manager Selection ("AIMS") group 高盛资管部门下属的另类投资和管理人精选团队	GSAM 业务之一，为客户提供综合顾问方案，覆盖私募股权基金，房地产经理，公共股权策略，固定收益策略以及环境、社会和治理整合等。截止于截至 2019 年 12 月 31 日，AIMS 已与主要私募股权公司建立了长期合作关系，向 650 多家私募股权基金承诺了超过 280 亿美元的资本，并向 620 多家私募股权管理人提供了超过 320 亿美元的二级市场资本。
3	GSAM's Private Credit Group 高盛资管的私募信贷团队	GSAM 业务之一，目前管理着三家业务开发公司，并且与专注于投资中型市场公司的私募股权发起人有着牢固的关系。
4	Goldman Sachs' Private Wealth Management Group 高盛的私人财富管理团队	截至 2019 年 12 月 31 日，该部门由全球 26 个办事处的 800 多名顾问组成，覆盖了 13,000 多个客户，并与全球私营企业的 CEO，创始人和家族拥有者建立了深厚的联系。
5	Ayco of Goldman Sachs' Consumer and Investment Management Division 高盛的客户及投资管理分支部分的 Ayco	CIMD 的业务之一，Ayco，是一家为高管，员工和企业家提供综合财务解决方案的龙头供应商，覆盖财富榜单上 1000 家中的 20%。
6	Other Investment Banks 其他投行	尽管我们认为高盛平台可以提供重要且有区别优势的一系列收购标的，但 SPAC 的发起人团队仍然与其他投资银行公司和中介机构保持着牢固的关系。为了进一步增强我们的采购优势，我们还将搜索过程中与其他投资银行和中介机构紧密合作，以寻找尽可能多的潜在并购机会。

资料来源：SPAC 招股说明书，国信证券经纪研究所整理

**高盛第一家 SPAC 的简介：**高盛在 2018 年 6 月设立了旗下的第一家 SPAC，GS Acquisition Holdings Corp I，通过 IPO 融资 6.9 亿美元，并在 2020 年 2 月成功并购一家数据设备服务商（“Vertiv”），在并购过程中成功引入了一笔 12.3 亿美元的 PIPE（Private Investment in Public Equity，上市公司私募融资，SPAC 历史上第三大规模的 PIPE），将 Vertiv 的企业价值（Enterprise Value）评估为 53 亿美元。在并购完成后的第一个交易日，该 SPAC 的投资者获得了 42% 的投资收益。

在这个交易中，涉及到四方利益团体，实现了共赢：（1）专业的高级管理人员，Hollywell 的前 CEO，David Cote，参与了 PIPE 的投资，能利用其丰富的产业执行经验来帮助 Vertiv 成长；（2）高盛的投资银行部获得一单大型交易，同时其资产管理部开拓了一条新的业务线，SPAC，能分享 SPAC 的投资收益；（3）大型私募机构，PLATINUM EQUITY，为旗下的标的公司寻找到了股权资本，降低了杠杆，降低了运营风险；（4）公众投资者通过参与 SPAC 的交易，在风险可控的情况下，可以获得了较高的收益。从目前的情形来看，这单交易非零和游戏，为各方都创造了一定的价值。

**表 8：高盛第一家 SPAC 的重要参与方**

Vertiv	David Cote	高盛	PLATINUM EQUITY
管理层投资	2 千万美元的 PIPE 投资	1 亿美元的 PIPE 投资	13 亿美元的股权投资
行业地位稳固	拥有丰富的产业执行经验	丰富的咨询经验及资源网络	全球领先的私募股权基金
自身成长能力强	在其管理下，Honeywell 的市值从 200 亿美元上升至 1120 亿美元	拥有杰出的投资团队覆盖一级市场及二级市场	超过 230 亿美金的管理资金
外延扩张潜力大	在 17 年内，达成的股东回报为 800%，远超标普 500 的 321%	分支网络覆盖全球，拥有杰出的品牌	旗下拥有 230 多家企业，在科技及工业领域拥有丰富的经验

资料来源：SPAC 招股说明书，国信证券经纪研究所整理

这单 SPAC 是高盛自营盘历史上的第一单，由高盛的资产管理部和 Hollywell 的前 CEO，David Cote，共同主导，在 2018 年中期的 IPO 中获得了 6.9 亿美元的融资。

据媒体资料，Cote 在高盛投资银行的帮助下寻找投资标的，研究了 500 个潜在合并标的，最终选择的 Vertiv。当时的 Vertiv 是一家债台高筑的企业，总债务达到 36 亿美金，对应 6.6 倍 EBITDA 的杠杆，债券评级为垃圾级（Caa1），但好在业务成长性强，可塑性强。（Vertiv 是大型私募机构 Platinum Equity Partners 在 2016 年以杠杆收购的方式用 40 亿美元的价格从艾默生电气公司收购过来的。）

**表 9：募资情况**

	权证（百万）	股数（百万）	持股比例	投入资金	每单位成本
外部投资人	23	69.00	80%	690.0	10
发起人		17.25	20%	0.0250	0.0087
发起人	10.53			158.0	1.5

资料来源：SPAC 招股说明书，国信证券经纪研究所整理（单位：百万美元）

该 SPAC 用 6.9 亿美元收购 Vertiv 20% 的股份，然后用 PIPE 融资的 12 亿美元收购 Vertiv 37% 的股份。该私募基金会向 SPAC 注入其 75% 的股份，以获得 4 亿美元现金以及 SPAC 38% 的股份。高盛和 Cote 将会获得该公司 5% 的股份，锁定一年，同时投资银行会获得 5000 万美元的佣金收入。在完成收购后，高盛会将全部的投资份额转移给其相应的雇员，提前退出。

**表 10：高盛第一家 SPAC 的并购情况**

	股数（百万）	占比	资金来源	金额	资金用途	金额
Vertiv 原股东	118.3	36%	PIPE 投资人	1239	偿还债务	1479
PIPE 投资人	123.9	38%	原托管账户	705	支付给有意出售股权的股东	415
公众股份	69.00	21%	总额	1944	公司开支	50
发起人团队	17.25	5%			总额	1944
总额	328.45	100%				

资料来源：SPAC 招股说明书，国信证券经纪研究所整理

从 Vertiv 具体的估值情况来看,53 亿美元的企业价值对应的是 2020 年 EBITDA 的 8.9 倍,远低于行业平均的 14.2 倍。在估值的具体假设中, Vertiv 的收入增长速度并不高,未来三年分别为 5.2%、4.7%和 4.2%。所以,这单交易可能并不是单纯赋能的例子,反而是投资银行帮助多方实现共赢的例子。

**高盛的这一单交易有着与众不同的意义:** 投资银行可以将并购交易自营化,为并购活动提供稳定及时的股权资本,利用 SPAC 的形式随时退出,而不是像过往一样,在公开市场拍卖交易标的,迫使竞购者采用杠杆收购,以较高的溢价收购标的公司。所以,当大型私募机构的债台高筑,又没有合适的退出通道,投资银行可以利用 SPAC,提供及时的股权资本,为一级市场和二级市场都提供一定的价值。

### Cantor Fitzgerald: 充分利用自有的地产业务

截至目前,Cantor 旗下有六家 SPAC,即 CF Finance Acquisition Corp I 到 GS Acquisition Holdings Corp VI,皆由 Cantor 的 CEO 及董事长 Howard Lutnick 主导发起。

Cantor Fitzgerald 是一家成立于 1945 年的投资银行,曾在 911 事件中失去了三分之二的人力资源,损失惨重,但仍然在过去的 20 年中创造了杰出的扩张记录。从 2020 年至今,Cantor 承销的 SPAC 规模全市场第四,目前也是华尔街上最大的私人合伙制的经纪商,有 12000 多雇员,主要涉及三个运营实体,Cantor Fitzgerald、BGC Partners, Inc. (NASDAQ: BGCP)和 Newmark Group, Inc. (NASDAQ: NMRK)。Lutnick 同时是以上三家企业的董事长。特别值得说明的是,Cantor 旗下的 Newmark 是全球大型的商业地产咨询公司之一,所以 Cantor 如果收购与地产业务相关的企业,则有相当强的赋能优势,帮助其成长。

**Cantor 第二家 SPAC 的简介:** CF Finance Acquisition Corp II 是在 2019 年 9 月设立的空壳公司,于 2020 年 8 月上市,融资 5 亿美元。在 2020 年 11 月 30 日,该 SPAC 宣布并购一家硅谷的智能窗户制造商(“View”,确实与地产业务相关),在并购过程中引入了一笔 3 亿美元的 PIPE(Private Investment in Public Equity,上市企业私募融资),将 View 的企业价值(Enterprise Value)评估为 16 亿美元。

**表 11: 并购资金来源及用途**

来源	资金	占比	用途	金额	占比
托管账户	500	24%	View 股权转换投资	1254	61%
PIPE 投资人	300	15%	偿还债务	277	13%
View 股权转换投资	1254	61%	交易费用	50	2%
	2054	100%	补充运营资金	470	23%
			总共	2054	100%

资料来源:SPAC 招股说明书,国信证券经纪研究所整理(单位:百万美元;后期 PIPE 有追加投资)

**表 12: 并购后持股结构**

	持股数量	持股占比
SPAC 公众持股	50	23.4%
SPAC 发起人团队	8.6	4.0%
PIPE	30	14.0%
View	125.4	58.6%
	214	100.0%

资料来源:SPAC 招股说明书,国信证券经纪研究所整理(单位:百万美元;后期 PIPE 有追加投资)

View 目前还处于亏损状态，参考官方的盈利预测，预计到 2023 年 EBITDA 转正。View 当下的估值是 16 亿美元，估值对应 2025 年 EBITDA 的倍数非常低，在 2 到 3 倍之间。在对 View 估值的过程中，最核心的因素就是未来的收入增速：View 的收入在过去几年平均增速为 25% 的情况下，而在未来 5 年官方的预测是平均 127%。

该业绩预测对应着两个重要的假设：（1）View 的产品能产生一定的颠覆性，抢占存量窗口的市场份额；（2）发起人团队不能为 View 带来支持，帮助 View 提升其产品的销量，手动创造成长价值。

**表 13: 业绩预测及目标估值**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	20xEBITDA	30xEBITDA
收入	31	75	216	470	949	1892		
		138%	189%	117%	102%	99%		
EBITDA	-192	-162	-82	64	253	735		
				14%	27%	39%		
EBITDA+25%						919	18375	27563
2020 年目标价（20%折现）							8861	13292
EBITDA-25%						551	11025	16538
2020 年目标价（20%折现）							5317	7975

资料来源：SPAC 招股说明书，国信证券经纪研究所整理（单位：百万）

对于产品是否能产生颠覆性，我们暂不予分析。但对于第二个假设，答案是肯定的，SPAC 的发起人团队可以在这方面赋能。Cantor Fitzgerald 拥有一家全球领先的商业不动产咨询公司 Newmark Group，在 2020 年位列财富榜单的 941 位，向全球客户提供各类不动产方案，而 Howard Lutnick 是 Newmark 的 CEO，可以帮助 View 向全球推销其智能窗户。

自宣布并购以来，上市企业的股价从 9.9 美元一路上行至 1 月的高点，13.8 美元。这单交易是典型的赋能案例。Cantor 在地产业务方面有相对优势，可以利用该优势帮助 Cantor 成长，确定成长路径，降低不确定性，实现提前上市。

### Cohen & Company: 充分利用自有的保险资源

Cohen 是一家投资银行，成立于 1999 年，是固定收益资产领域的资产管理专家，负责管理的资产规模达到 28 亿美元，主要运营四个业务板块，分别是保险债务、抵押贷款证券（Collateralized Loan Obligations）、抵押债务证券（Collateralized Debt Obligations）和 SPAC。

截至目前，Cohen 旗下有四家 SPAC，即 Insurance Acquisition Corp. I 到 Insurance Acquisition Corp. IV。顾名思义，这四家 SPAC 的投资主题都是保险企业或者与保险相关的企业。为什么 Cohen 如此聚焦于保险领域？

因为保险公司最大的资产需求就是固定收益类，所以 Cohen 天然就与保险公司有着紧密的伙伴关系，而 Cohen 的发展战略也是如此去聚焦的。例如，Cohen 是保险债务领域的龙头企业，为中小规模的保险企业提供资金支持。从 2004 年至今，相关的投资规模已经超过 43 亿美元，投资的保险企业超过 208 家。

这也是为什么 Cohen 这么聚焦于保险。现在，Cohen 即使设立 SPAC，也都是聚焦于保险行业，既利用了其原有业务的相关资源，又夯实了与保险行业的紧密程度，所以此举具有一定的战略意义，实现了共赢。

**Cohen 第二家 SPAC 的简介：**Insurance Acquisition Corp.II 是在 2019 年 9 月上市的 SPAC，融资 2.3 亿美元，并于 2021 年 2 月 9 日成功并购一家按行驶里程收费的车险供应商（“Metromile”），在并购过程中引入了一笔 1.6 亿美元的 PIPE，将 Metromile 的企业价值（Enterprise Value）评估为 9.56 亿美元。对应 2022 年营运利润的 15.9 倍，对应 2022 年承保利润的 21.5 倍。

**表 14: 并购资金情况**

资金来源	金额	占比	资金投入	金额	占比
INSU II 托管账户	230	19%	Metromile 股权转让	842	68%
Metromile 股权转让	842	68%	Metromile 股东现金	30	2%
PIPE	160	5%	债务偿还	31	3%
总额	1232	100%	交易成本	35	3%
			营运资金	294	24%
			总额	1232	100%

资料来源: SPAC 招股说明书, 国信证券经纪研究所整理 (单位: 百万美元)

并购后, Metromile 的股东会拥有上市企业 64.6% 的股份, 8.42 亿股, 同时两年内如果股价在连续 30 个交易日中的 20 天, 超过 15 美元, Metromile 的股东还会收到 1000 万股的分红。

**表 15: 并购后持股结构**

	持股占比
SPAC 公众持股	17.6%
SPAC 发起人团队	5.5%
PIPE	12.3%
Metromile 股东	64.6%
总额	100.0%

资料来源: SPAC 招股说明书, 国信证券经纪研究所整理 (单位: 百万美元)

Metromile 的企业价值评估为 9.56 亿美元, 对应 2022 年营运利润的 15.9 倍, 对应 2022 年承保利润的 21.5 倍, 也就是说对应 2022 年的 PE 基本在 20 倍左右。参考 Metromile 的业绩增速预测, 这种估值倍数处于较低的区间。

**表 16: 业绩预测**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	103.3	102.5	142.1	257.4	535.0	931.1
同比		-1%	39%	81%	108%	74%
承保利润	1.5	11.3	16.2	44.5	123.5	255.1
研发支出后利润	-42.8	-24.8	-20.7	3.1	87.1	225.0
收购费用后利润	-70.6	-38.5	-40.8	-43.6	-7.8	97.0

资料来源: SPAC 招股说明书, 国信证券经纪研究所整理 (单位: 百万美元)

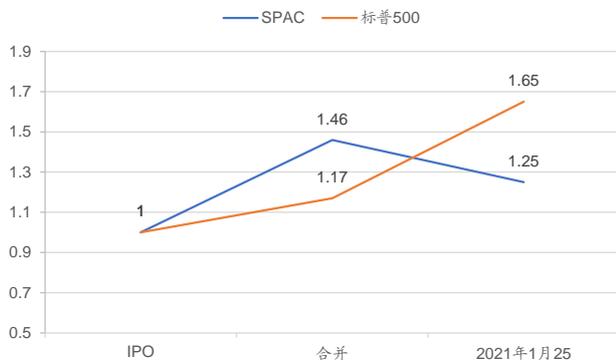
从数据上看, 该业绩增速预测是相对乐观的, 其背后逻辑如下: 截止于 2020 年, Metromile 已经在 8 个州获得营业执照, 可以为 4500 万用户提供服务。接下来, Metromile 计划在 2021 年覆盖 21 个州, 在 2022 年覆盖 49 个州, 到 2022 年可以为 1.4 亿用户提供服务, 对应 1600 亿美元的市场空间。所以, 官方在此基础上, 给出了较高的业绩预测。

以上是 Metromile 短期内的扩张计划, 即在全国进行业务扩张。从中长期的时间纬度来看, Metromile 再下一步的计划就是与保险企业合作, 向保险企业提供软件服务。

从这个角度出发, Cohen 就能为 Metromile 赋能。Cohen 本来就与中小保险企业有着紧密的业务联系, 为中小保险企业提供资金支持, 有一定的话语权, 而中小保险企业往往从性价比的角度出发, 会选择第三方的软件服务, 所以 Cohen 可以为 Metromile 的成长手动创造价值。

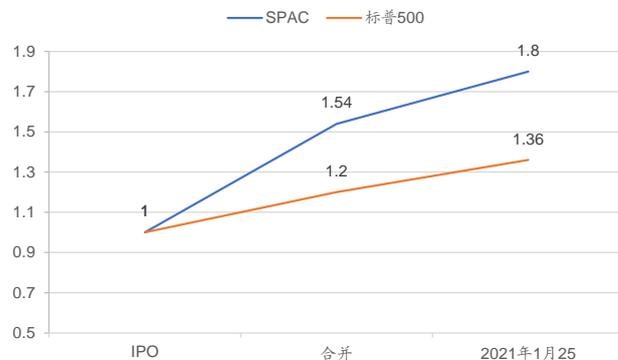
以上是对三个典型成熟案例的分析。但整体而言，目前美国的 SPAC 还存在很大的改善空间。从股价来看，SPAC 的股价波动太大，隐藏了大量的预期波动，同时也有大量 SPAC 在并购后的股价表现不及预期。

图 5：2016-2019 年 SPAC 及标普 500 的表现对比



资料来源：SPACInsider, Bain Analysis, 国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年 SPAC 及标普 500 的表现对比



资料来源：SPACInsider, Bain Analysis, 国信证券经济研究所整理

我们大胆预测，如果接下来流动性收紧的预期过于提前，二级市场对新兴科技企业的溢价有所降低，可能 SPAC 在短期内不会继续爆发式的增长。但 SPAC 的未来不会限于眼前，会继续进化，为二级市场持续做出贡献。

## 投资建议

截至目前，香港交易所没有声明会推出 SPAC 的制度。所以，有关于 SPAC，我们不能提供很明确的估值指引。在此，我们仅重复年度业绩点评时的投资建议。

### 估值逻辑：股票业务线最关键的因素是上市企业的市值分布

自 2018 年以来，香港交易所集团的上市企业结构在迅速改善，即市值 100 亿港元以上和市值 1000 亿港元以上的企业数量在迅速提升。

在 2018 年以前，集团每年新增的市值 100 亿以上的企业数量大致维持在 15 家上下，市值 1000 亿以上的维持在 2 家左右。但这种情况在 2018 年出现了质的变化，之后两者的新增数量持续维持在较高的水平。

表 17：香港交易所历年上市企业数量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1000 亿市值以上数量	6	3	2	2	2	3	2	2	10	5	16	1
100 亿市值以上数量	23	16	12	16	15	23	18	14	32	33	47	4
上市企业数量	84	78	59	97	105	121	119	161	206	164	147	20
1000 亿以上占比	7%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	5%	3%	11%	5%
100 亿以上占比	27%	21%	20%	16%	14%	19%	15%	9%	16%	20%	32%	20%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理（单位：个）

以往，很多中国企业会选择赴美上市，因为美国的机构投资人多，资本市场活跃，但自 2018 年中美贸易摩擦以来，中美关系变得更加微妙，越来越多的中国企业选择赴港上市。在此背景下，香港交易所的活跃程度已经发生巨大的改善，交易量持续提升。我们认为以上趋势将会持续，对 2021 年做出如下假设：

(1) 2021 年上市企业数如下所示，延续往年的趋势；

**表 18: 香港交易所近年上市企业数量**

	2018	2019	2020	2021
1000 亿市值以上数量	10	5	16	10
100 亿市值以上数量	32	33	47	37
上市企业数量	206	164	147	172
1000 亿以上占比	5%	3%	11%	6%
100 亿以上占比	16%	20%	32%	22%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 个)

(2) 预计 2021 年是周期股大年，同时美联储加息大概率在 2022 年年底，中小票的市值波动应当有限，参考港交所在 2018 年-2020 年的总市值增长幅度为 -12%/28%/25%，我们假设 2021 年的总市值增长 20%；

(3) 同理，参考港交所在 2018 年-2020 年的换手率为 88%/56%/68%，我们假设 2021 年的总换手率为 71%；

综合以上，在 2021 年，香港交易所集团的股票成交额为 40 万亿港元，同比增速为 26%。同时，我们假设其他业务线的增速与往年基本相同。

**基于以上分析，我们预计公司 2021 的收入为 240 亿港元，利润为 140 亿港元，对应的目标价为 655 港元。**

**投资建议：基本面向上的趋势没有变，短期的流动性波动并非重要因素**

虽然在估值的时候，我们会考虑交易量。但从价值投资的角度来分析，我们应该从正常的情况来对港交所进行估值。那么我们如何来界定“正常情况”？

2020 年是正常情况吗？不完全是，但有参考意义。我们对 2020 年的目标价是 513 港元，股价也是如此反应的，这里面有交易量提升的因素，也有基本面提升的因素。

鉴于以下因素，我们将 2021 年的目标价维持于 655 港元：(1) 我们不认为交易量会在 2021 年大幅下滑，毕竟美联储的加息时点应该在 2022 年年底左右，影响不会似疾风骤雨；(2) 集团的基本面在持续提升，即上市企业质量在持续提升，对更高的目标价有支撑作用。

## 风险提示

通货膨胀的预期大幅提前，加重资金面收紧的预期，加大资本市场的波动。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
0388.HK	香港交易所	超配	461.2	9.11	11.04	13.60	50.6	41.8	33.9	12

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032