

## 行业研究

## 香港联交所 SPAC 正式起航，科技类企业更为青睐

## ——资本市场动态解读系列报告二

非银金融  
增持（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

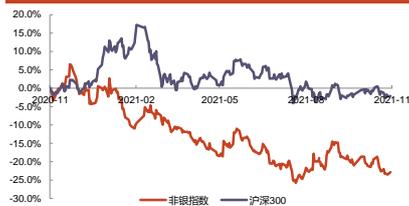
wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

如何看待“全面实行股票发行注册制”？——  
资本市场动态解读系列报告一(20211212)

## 要点

## 事件：

香港联交所于 9 月 17 日针对特殊目的收购公司（SPAC）的上市制度进行公开市场意见咨询，12 月 17 日公布特殊目的收购公司（SPAC）上市制度，并宣布于 2022 年 1 月 1 日正式受理 SPAC 上市申请。

## 点评：

## ■ 制度相对更鼓励专业投资者参与，同时灵活修改部分条款

港交所引入 SPAC 的意义正如其公开表示：“香港引入 SPAC 上市制度可为市场提供传统首次公开招股以外的另一渠道，吸引更多来自大中华区、东南亚以至世界各地的公司来港上市”。港交所目前在实践阶段更倾向于“小步缓行”，在确保 SPAC 对于优质公司有一定吸引力的同时切实保护投资者权益。相较于征求意见稿，首先，取消只有否决 SPAC 并购交易才能有股份赎回权的建议。港交所认为若能够提高 PIPE（私募投资基金）投资要求以支持 SPAC 并购目标的估值，股份赎回权与 SPAC 并购交易投票并不需要挂钩。其次，根据 SPAC 并购目标的议定估值引入一个随着 PIPE 规模递减的 PIPE 最少占比机制。因为这些企业是一些在创新前沿的新经济公司，所以市场上可能只有很少一部分参与者有足够的专业知识能评估这些企业的价值。再次，修订还包括减少 SPAC 上市时分配给机构专业投资者的最少人数、更高的权证摊薄权限等。

## ■ SPAC 提供更加便利的上市方式，更受科技类企业青睐

与主流上市方式 IPO 相比，SPAC 最核心区别在于上市的定价权从公司与投资人的询价，转向了公司与 SPAC 发起人之间的协商，从而在公司上市的流程、上市时间和估值定价方面与 IPO 均有所区别。SPAC 并购目标的估值是直接由有关企业、SPAC 发起人及投资者一同洽商所得；而传统的上市申请，估值一般要经过一轮由银行主导的建簿程序，并涉及数以百计的机构及零售投资者参与整个过程。因此有部分企业倾向通过 SPAC 并购上市。SPAC 作为金融创新工具，主要优势有：一是上市时间缩短，SPAC 并购交易平均 3 至 6 个月就可以达成协议，可帮助公司更灵活地利用股市上市窗口期。二是价格确定性更高，交易更具有灵活性。SPAC 并购由上市主体与 SPAC 发起人商定价格，对定价过程有较大的控制权。三是 SPAC 发起人具备专业知识，对于估值有一定专业性，并且对拟并购公司可以进行赋能。四是 SPAC 享有某些监管优势，这源于它们在合并交易中将公司上市，因此它们受合并规则而非公开发行规则的监管，并且 SPAC 目标公司及其承销商面临的责任风险要低。从实践来看，2020 年以来全球流动性泛滥、权益市场量价齐升的背景下，科技类企业成长赛道的不确定性和估值的专业性更加契合了 SPAC 的特征，故而选择 SPAC 上市的公司大部分为科技类公司，美国 SPAC 上市的公司约有三分之一是 TMT 企业。

## ■ 仅限专业投资者交易，独立第三方投资（PIPE）强制参与

港交所所在确保 SPAC 对于优质公司有一定吸引力的同时切实保护投资人权益：结构设计上，最大的区别在于 PIPE 必须参与，通过其专业性提高估值的合理性。从发起人来看，只让经验丰富、声誉良好、致力寻找优质并购目标的投资者作为发起人。从上市标的选择来看，与借壳上市的要求基本保持一致。从投资人来看，只允许门槛较高的专业投资者认购和买卖 SPAC 证券。

### 投资建议：

SPAC 意味着通过金融创新手段充分发挥发行人和投资人的价值挖掘和创造能力，在这个过程中，公司股票的市场价值得以更加充分的体现。以港交所为代表的交易所对于 SPAC 的推广和实践，利于支持创新型、成长型科技企业的融资需求，也有利于我国多层次资本市场的建设。

证券行业投资的逻辑是“短期看市场情绪、中期看业绩增速、长期看资本市场的广度和深度”。从目前逻辑来看，短期在年底估值切换、“春季躁动”催化下，高业绩增速、低估值的券商对于机构投资者的吸引力增强。中期来看，证券行业的基本面持续向好，预计业绩将保持稳健增长。长期来看，在资本市场改革向纵深推进的时代背景下，证券行业正处于历史性的拐点，在券商 ROE 稳步向上等因素催化下，我们维持证券行业“增持”评级。从个股层面看，我们认为 22 年行业的分化将会加剧，推荐龙头券商以及在投资顾问、衍生品市场等细分赛道具有竞争优势的券商。

**风险提示：**经济复苏不及预期；政策改革推进滞后。

表 1：SPAC 建议与修订内容对比

主要内容	建议	修订内容
首次上市的公开市场规定	SPAC 证券需分配给至少 30 名机构专业投资者	机构投资者人数下限至少为 20 名
SPAC 董事	大多数董事需要是发起人代表	至少有两人为第 6 类或第 9 类证监会持牌人
投票权与赎回权	只有投票反对并购交易的股东才有赎回权	加强独立 PIPE 投资的规定，对 SPAC 并购条款和估值做更严格的监管审查
强制性独立 PIPE 投资	被并购公司市值占比至少 25%	根据不同被并购公司的市值，设定 7.5%-25% 不等的市值占比
权证摊薄上限	整体上限 30%	整体上限上升至 50%

资料来源：香港证券交易所官网，光大证券研究所整理

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

### 光大证券研究所

#### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

#### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

#### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

### 光大证券股份有限公司关联机构

#### 香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

#### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE