

DU DONG SHANGSHIGONGSI XINXI

孙金钜 著
Understand the information of listed company

读懂上市公司信息

— 中小盘研究框架探讨



DU DONG SHANGSHIGONGSI XINXI

孙金钜 著

Understand the information of listed company

读懂上市公司信息

— 中小盘研究框架探讨



经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

读懂上市公司信息：中小盘研究框架探讨 / 孙金钜

著. — 北京：经济日报出版社，2018.5

ISBN 978 - 7 - 5196 - 0327 - 4

I. ①读… II. ①孙… III. ①上市公司 - 会计信息 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 073526 号

读懂上市公司信息——中小盘研究框架探讨

作 者	孙金钜
责任编辑	郭明骏
责任校对	徐建华
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010 - 63584556 (编辑部) 63588446 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@ sina. com
经 销	全国新华书店
印 刷	中国电影出版社印刷厂
开 本	710 × 1000 mm 1/16
印 张	23.25
字 数	388 千字
版 次	2018 年 5 月第一版
印 次	2018 年 5 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5196 - 0327 - 4
定 价	68.00 元

前序：变与不变

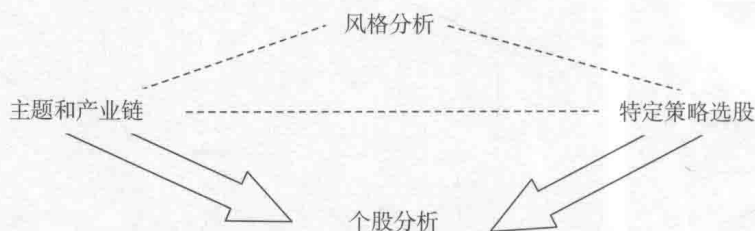
—

每年研究所都有针对专业机构投资者的研究框架培训，有同事开玩笑说，从宏观策略、债券金工到各个行业都有各自成熟的研究方法体系，中小盘研究好像谈不上研究框架，就挖挖个股，学着“会跟上市公司一起玩”。

实际上，如果中小盘研究能构建起正确的研究分析框架，就可以在A股3000多只股票中比较轻松地寻找到不错的标的，甚至做到预见性投资；反之，找公司就会变得很累，且效率低下，特别是对公司选择面很广需要考虑投入产出比的中小盘研究员而言。从这个角度讲，中小盘研究是卖方中最接近买方的研究领域，需要更多地从投资的角度来全盘思考问题，“会跟上市公司一起玩”，好像只对了一小半。

中小盘研究，之所以不同于一般行业研究，就因为它是策略思想的延伸，需要根据策略思维去选股。一方面优选主题和产业链择股，另一方面跟踪公司公告变化（会计信息、非会计信息等）去筛选，最终殊途同归落实到个股分析。当然，前提是解决大小盘风格的问题，投资案件要和市场风格共

振，才能发挥最大威力。还有一点深刻体会是，个股的选择路径不能太长，从宏观经济直接落地到个股显然不太现实，宏观、策略、行业、个股判断成功的概率本来就不高，几个相乘估计一半的正确概率都没有。所以，中小盘研究分析框架应该是：以风格分析为起点，通过中观层面的主题产业链和特定策略选股，最终落实到个股分析。本书即是向读者介绍通过特定策略选股分析的方法，这种选股分析方法更多关注公司变化。



本书讨论的是如何自上而下选股，这也是中小盘研究的精髓所在。中小盘研究是以策略思维去选股，从众多上市股票中寻找合适标的，框定一个股票池，再根据公司研究和行业研究框架，挑选出个股。乔尔·格林布拉特在《股市天才：发现股市利润的秘密隐藏之地》中讲述了一则管道修理师傅的小故事：一名管道修理师傅来到你家里给你修管道，水管工敲了一下水管，然后说修这个水管要100美元。你说：“要100美元？你随便敲下水管就值100美元？”水管工说：“敲下水管只要5美元，知道敲哪里要95美元。”这个故事告诉我们，知道研究哪家公司比知道怎么研究一家公司更重要，即如何在海量的公司中找到值得研究的标的。本书上半部分重点讨论中小盘的研究分析体系，更多是个性化的内容讨论，共性分析（如公司和行业分析等）所述较少。

从重要程度来讲，基于公司竞争优势、商业模式等展开的个股分析要占到中小盘研究一半的内容。如前所述，自上而下选股是中小盘研究的精髓，但不是全部，中小盘研究还要花大量的时间用于公司研究。这条研究路径可以通过本书提及的主题产业链和特定策略，去选择符合那个投资方向最优的股票，再进行个股分析。当然，也可以跳过中观层面的分析，直接自下而上分析个股。只不过公司太多，寻找有核心竞争力的公司是有一定难度的。一个通常做法就是对市场上各类公司进行分类，可以按业绩增速的高低波动分类，也可以按业务模式、竞争优势、投资故事等分类，这是另外一种研究思路。关于公司研究框架，有大量非常优秀的投资大师心得书籍可以参阅，同时考虑到差异化研究的因素，本书中就不再展开。

二

读懂上市公司信息，透过公告“找变化”。但这里的“找变化”，不能简单地理解为就公告（如业绩、并购重组等）本身的变动去做抉择，而是要看到市场对公告认知的变动时间和方向去挖掘投资机会。就像包括金融学在内的社会科学和自然科学存在本质的分野，金融学研究的事件中包含了认知参与者，这就决定了它不像自然科学的传导链，直接从事实导向事实，而是中间多了一层认知的环节，即从存在到认知，再从认知到符号。而且这里的认知，不是简单的实验者的观察或者测量。在量子力学中，微观的观测会被观察对象所影响，人类的主观意识成为客观物质世界的基础，意识促成了物质世界从不确定到确定的转移，包括薛定谔的猫和海森堡的测不准原理都描述了这一现象。而金融学涉及的则是认知过程本身，且是众人的认知。所以，读懂上市公司信息，关键是去读懂市场认知的变动时间和变动方向。

举一个很多人都知道的猜数游戏。请班上每个学生在0到100中选写一个整数，学生中写到最接近所有数平均数二分之一的最终赢得这个游戏，比如所有人写数的平均数是80，那么写到最接近40的学生赢得游戏。这里面会有行为博弈，比如第一层的人推测其他人都是随机填数，那么平均数会接近50，于是他会选择写25。但如果大家都是第一层人，那么写12.5的第二层人就会赢得游戏。以此类推，第三层的人会写6.25……“第无穷层”的人理论上应该填0。而实际中大家都明白，填0的那个人很难有机会赢得游戏，因为不是每个人都会那么聪明。最佳决策要求你对其他选手所处的认知层级有一个很好的认识，根据认知变化相应地调整自己的策略，“你只要比游戏桌上绝大部分人刚好高一个层次就够”。就如达尔文所说的，具备持续生存的物种，不是最强壮的，也不是最聪明的，而是对变化反应最快的物种。霍华德·马克斯在他的著作《投资最重要的事》中做了很好地总结：投资的第一层次思考来自大众的认识，第二层次思考来自有别于大众的正确认知，超额投资收益有赖于第二层次思考。

执着于对客观世界的认知，只看上市公司的业绩，根本无法知晓股票价格为什么会涨跌。但是要完全读懂众人认知的内心世界，又很容易因纯粹的复杂性推诿陷入不可知论，就如波普尔的证伪主义哲学。我们只能在一个不断批判的过程中接近真理，要想使基于有效市场理论的金融学成为物理学那样精确的科学是不可能的。研究框架的搭建和完善，是帮助投资者如何去掉噪音，去接

近事物最核心的本质。我们通过研究框架试图去解决大部分问题，至于长尾部分的不可知论就保持开放的心态吧。

三

持格物之志，怀畏道之心。每个人做研究投资要找适合自己的分析体系，本书的中小盘研究体系，这个框架适合我，但却未必适合所有人。同时，没有一个研究体系是一成不变和一劳永逸的，“美林投资时钟也能被玩成电风扇”。投资策略的有效性会被特定的制度和规则所约束，一旦现有制度发生变化，相应的上市公司行为也会发生变化，我们的投资策略也需要革新，但人性和市场本质不变。希望本书能在帮助专业投资者接近中小盘研究核心本质的道路上贴砖加瓦，贡献一份力量。另外，中小盘研究最好的辅助手段就是通过案例去学习回顾，本书每章节都列举了不少案例，我们相信，历史不会简单地重复，但是历史总是惊人的相似。

本书章节构成：

本书分为上下两篇。

上篇主要是中小盘研究框架探讨，主要围绕DDM模型展开。第一章探讨大小盘风格问题，主要从DDM模型来定义风格轮动以及背后的驱动因素。第二章讨论主题投资方法论，仍基于DDM模型中的分子分母展开，主题投资和产业链投资同属于中观层面的策略选股体系，关于主题、产业链选股本书只介绍了一章，对原有《并购重组投资策略》（孙金钜著，经济日报出版社，2016年1月）一书中的主题投资章节做了补充更新。第三章为了保持框架的完整性，专门从整体层面讨论如何读懂上市公司信息，如何透过公告找变化，并通过定价模型传导到公司价值进而影响股价。

下篇即读懂上市公司信息，以金融学思维看投资机会，第四章和第五章同属于对会计信息的探讨，从第六章开始以非会计信息分析为主展开。第四章会计信息重点讨论了年报披露之前的业绩分为超预期和高送转两条主线。第五章盈余管理讨论了上市公司相关利益方盈余管理的动机、手段和可能的投资机会。第六章股权激励和第七章员工持股计划讨论了两大主要的员工激励方式，股权激励过程对上市公司行为的引导可分为两方面：一方面是公司业绩，另一方面是股权激励对象的个人业绩。员工持股计划重点关注两类机会，一是股价

与员工持股均价倒挂，二是员工持股计划与国企改革的结合线索。第八章股东增减持、第九章控制权变更和第十章股权质押同属股权变更的分析，随着大量以民营企业为大股东的中小创公司上市，重要股东的股权变更行为对公司股价影响越来越大。第八章股东增减持，认为理解重要股东增减持背后原因对于解读其对股价的影响至关重要，因为反转投资者既借势有时也造势。第九章控制权变更，其作为构成借壳的前提条件和替代手段，已成为上市公司后续资本运作（如注入新股东旗下资产、第三方资产注入等）的一个重要信号。股权质押是上市公司股东自身的融资行为，从表面上看和上市公司没有关系，但由于质押方大股东、控股股东在上市公司的地位特殊，一旦面临股权质押危机，就可能会导致上市公司的控制权发生变更，对公司股价、经营业绩、信息披露等都会有较大影响。第十章股权质押，分析上市公司大股东自救带来的投资机会。第十一章并购重组和第十二章定向增发，两者经常作为资本运作手段一同展开。并购重组的投资机会可以从行业属性、协同效应、财务信息、舆情分析等来按图索骥，寻找具备并购基因的公司，也可以从市值、股权集中度、债权债务关系、主营等指标来判断哪些是壳公司。定向增发利益相关方会有不同的动机与行为，从定增全流程中一二级联动寻找二级市场投资机会，包括定向增发前、中、后三个阶段。第十三章讨论股票回购，股票回购看上去是与定向增发相反的交易行为，但回购和定增实际上起到的作用是一样的——股票定价，股票回购的机会来自于信心修复，可关注大比例回购个股的机会。可交债和可转债分别于2016年、2017年爆发，第十四章可转债的投资机会存在于可转债生命周期的关键时点中，并伴随着条款博弈出现。第十五章可交债，认为挖掘投资机会既要选债，也要择时，选债是为了挑选出以换股为目的的可交换债，择时是为了把握最恰当的投资时点。第十六章投资者信息披露，是对前述会计信息和非会计信息的一次总结回顾，但是重点放在“披露”两字，与盈余管理类似，管理层可以运用自愿性信息披露来传递信号和满足自身利益要求。本书将大宗交易放在最后一章来讲，因为大宗交易属于交易所信息披露范畴，上市公司在公告中不会披露。但大宗交易反映了股东的最新动向，特别是成交价格背后会透露大宗交易的意图，蕴藏一定投资机会。

目录

CONTENTS

前序：变与不变	1
---------------	---

上篇 中小盘研究框架探讨

1. 起点：风格判断	2
1.1 风格分类和历史回溯	2
1.2 风格背后的驱动因素	9
1.3 DDM 模型之外的影响因素	16
2. 主题和产业链投资：把握核心逻辑	24
2.1 基于 DDM 模型的主题投资方法论	24
2.2 体系性与事件性主题投资漫谈	33
2.3 主题投资策略操作路径	42
3. 特定策略选股：读懂上市公司信息	58
3.1 透过公告找变化	58
3.2 特定策略选股：事件驱动策略基础上的主动选股	64

下篇 读懂上市公司信息

4. 金融学思维看会计信息	70
4.1 寻找业绩超预期组合	70

4.2 高送转和大小非解禁避税	89
5. 寻找盈余管理蛛丝马迹	98
5.1 应计盈余与盈余质量负相关	98
5.2 从动机和手段出发寻找投资机会	107
6. 股权激励的公司和个人业绩	116
6.1 定性判断：公司业绩和个人业绩的权衡	116
6.2 定量结论：市场对股权激励计划反应积极	127
6.3 股权激励终止	131
7. 员工持股计划的安全垫	137
7.1 员工持股，同舟共济	137
7.2 定量视角掘金员工持股计划	151
8. 股东增减持：因时而动	160
8.1 反转投资者，既借势也造势	160
8.2 重要股东增减持或为市场风向标	168
9. 控制权变更释放的信号	177
9.1 借壳趋严，控制权变更成双赢选择	177
9.2 协议转让先行，资本运作跟随	181
9.3 六大特征锚定公司控制权变更后股价表现	192
10. 股权质押和大股东自救	200
10.1 股东融资行为，与上市公司紧密相关	200
10.2 压力测试：整体风险可控	207
10.3. 投资机会：相信大股东自救的投资机会？	211
11. 并购重组：喧嚣之后回归理性	214
11.1 冷与热之间的思考，并购重组市场回顾	214
11.2 影响：商誉和业绩	223

11.3 投资机会：产业并购和壳公司·····	229
12. 定增全流程，一二级联动·····	233
12.1 从市场套利到价值挖掘·····	233
12.2 关注定价方式与公司行为，从定增全流程寻找机会·····	244
12.3 配股和公开增发还有投资机会？·····	255
13. 股票回购提振市场信心·····	265
13.1 关注大比例回购个股的机会·····	265
13.2 不同的信息：分红 VS 股票回购·····	274
14. 可转债中的条款博弈·····	281
14.1 债券 + 股票看涨期权，四大条款灵活搭配·····	281
14.2 投资机会：次新股和过程套利·····	286
15. 可交债：既要选股，也要择时·····	299
15.1 可交债资本运作手段更加丰富·····	299
15.2 投资机会：选债择时齐头并进·····	307
15.3 减持新规和反向交易的讨论·····	313
16. 投资者信息披露背后的诉求·····	316
16.1 自愿性信息披露·····	316
16.2 从自愿性披露的动机出发看投资机会·····	326
17. 大宗交易价格隐含意图·····	337
17.1 大宗交易：限售股转让的好帮手·····	337
17.2 减持新规催生万亿大宗限售股市场·····	343
17.3 剖析交易目的，从量价、交易席位中寻找机会·····	350
致 谢·····	357

上篇

中小盘研究框架探讨

SHANG JIAN

1. 起点：风格判断

1.1 风格分类和历史回溯

本节导读

我们从 DDM 模型定义风格轮动。(1) 价值 / 成长维度的风格分类更多是从分子端 (企业盈利增速) 展开讨论。对成长股而言, EPS 增长率 g 可能对 DDM 模型的分子端产生较大影响, 因此个股业绩增速 g 的高低以及是否内生 (可持续) 是投资者相对关心的问题; 对价值股而言, 分红比率 d 直接决定了投资者获得的回报收益, 具有稳定高股息率的行业和个股容易受到青睐; (2) 高 / 低风险特征维度的风格分类则更多是围绕分母端 (风险偏好) 指标来进行探讨。风险偏好的指标衡量很难量化 (从投资角度我们更多从风险偏好的驱动因素出发去寻找), 本章会从行业分类的角度出发思考, 根据行业整体承担的高低风险特征进行分类; (3) 大盘 / 小盘风格因按市值划分在研究统计上较为方便, 同时能与价值 / 成长维度和高 / 低风险特征维度简单做对应。近几年情况看, 2002 年 ~ 2008 年大盘蓝筹是市场主导力量; 2009 年 ~ 2011 年小盘成长股风生水起; 2012 年 ~ 2016 年市场大小盘风格以几乎一年为周期快速轮动, 奇数年小盘活跃, 偶数年大象起舞。

1.1.1 DDM 模型定义风格轮动

风格是什么?

风格是指资本市场中具有共同属性或特征的一类股票。历史经验表明, 同一种风格的股票具有较高的收益相关性, 因此, 风格投资就是在资产组合管理过程中投资于特定风格股票的行为。如果依据一定维度 (如市值、业绩和风险

等）标准进行区分，则可以形成 A 股市场常见的大盘 / 小盘、价值 / 成长、高 / 低风险特征等不同风格，此外特定风格还包括高 / 低 PE、高 / 低 PB、高 / 低价等。

表 1-1：市值、业绩和风险特征三个维度看风格

风格维度	风格分类	风格特点	代表
市值维度	大盘	(主要依据市值划分，结论导向型) 大盘股上市公司通常规模大、发展成熟、盈利稳定、市场信用和知名度高，周期型、类债券型企业多属此类。	申万大盘指数成分股
	小盘	小盘股上市公司通常规模小、成长性差异较大，很多新兴产业企业属于此类。	申万小盘指数成分股
业绩维度	价值	(主要依据增长或分红划分) 价值风格股票上市公司通常利润分配较多，投资该类公司股票可以通过分红而获得投资收益（关注分子端分红 d）； 价值风格股票具有低市盈 / 市净率、高股息率等特点； 常见价值因子包括市盈率、股息率、ROE、ROA 等。	主板蓝筹股
	成长	成长风格股票上市公司通常具备较高增长潜力，投资该类公司股票可以通过股价随业绩上涨而带来投资收益（关注分子端增长率 g）； 成长风格股票具有高市盈率 / 市净率、高利润增长等特点； 常见成长因子包括归母净利润增长率等。	增速较高的中小创股票
风险特征维度	低风险特征	(这里主要从行业分类角度思考，描述股票所属行业的风险特性) 低风险特征股票行业具有企业发展成熟、股价波动较小等特点。	公用事业、家电、金融、食品饮料等
	高风险特征	高风险特征股票行业具有高年化波动率、高 Beta 等特点。	传媒、计算机、电子、通信、国防军工等

研究框架：DDM 模型

股票定价，常见的绝对估值方法包括 DDM 股利折现模型、FCFF 企业自有现金流折现模型、FCFE 权益自有现金流折现模型，从匹配角度，不同模型采用不同现金流、不同贴现率（DDM 和 FCFE 对应的权益资本成本率、FCFF 对应的加权平均成本率）。本文主要采用 DDM 模型（Dividend Discount Model，股利贴现模型），作为进行风格分析判断的主要依据。

模型基本公式为：
$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

其中 V 为股票的内在价值, D_t 是第 t 年每股股票股利的期望值, r 是股票的期望收益率。我们对模型的分子分母项进行进一步的拆解, 分子端 D_t 可以拆分为资本项 (企业净资产)、盈利能力项 (净资产收益率 ROE) 和分红项 (分红比率 d); 分母端期望收益率 r , 参照资本资产定价模型 (CAPM) 则可以进一步拆分为无风险利率 (r_f , 代表资金成本)、杠杆项 (β , 代表企业杠杆率或风险程度) 和风险偏好项 (通常可以用 $r_m - r_f$, 即风险溢价)。因此, 完整的 DDM 分析中, 涵盖了包括企业盈利、资金成本、杠杆率和风险偏好等多项要素, 在风格判断研究中可以作为较好的理论研究模型。

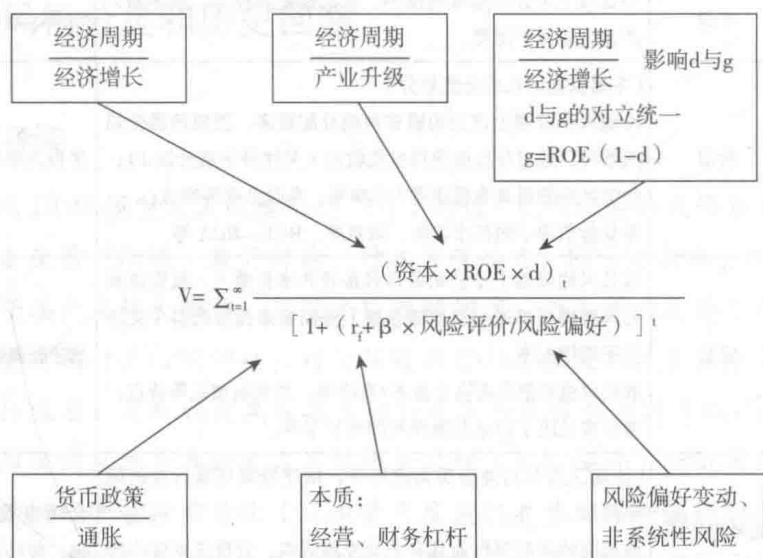


图 1.1: DDM 模型构成及影响因素

资料来源: 国泰君安证券黄燕铭培训资料

结合 DDM 模型来看股票市场风格分类, 我们看到: (1) 价值 / 成长维度的风格分类更多是从分子端 (企业盈利增速) 展开讨论。对成长股而言, EPS 的增长率 g 可能对 DDM 模型的分子端产生较大影响, 因此个股业绩增速的高低以及是否内生 (可持续) 是投资者相对关心的问题; 对价值股而言, 分红比率 d 直接决定了投资者能获得的回报收益, 具有稳定高股息率的行业和个股容易受到青睐。(2) 高 / 低风险特征维度的风格分类则更多是围绕分母端 (风险偏好) 指标来进行探讨。风险偏好的指标衡量很难量化, 从投资角度我们更多会从风险偏好的驱动因素出发去寻找。如果从风险特征角度考虑市场风格, 我们将从行业分类的角度出发思考, 根据行业整体承担的高低风险特征进行分类。在实

实际操作中，成长股与高风险特征的股票接近，价值股与低风险特征的股票接近。

行业的风格属性

从行业角度出发看风格，A股各行业在股息率、市盈率、风险特征等多项指标上特征迥异。通常来说，大盘股和小盘股在行业分布上具有显著的差异性，银行、非银等行业股票市值普遍较大，而通信、电子、计算机、传媒、医药等行业则存在众多高成长小市值公司。在股息率和市盈率方面，行业特征也很明显。银行、家电、汽车、公用事业等行业具有较高的股息率（银行超过4%，家电、汽车、公用事业等均超过2%），市盈率都相对较低；而军工、传媒、计算机等在各行业中股息率最低（均小于0.5%），却因为自身的高成长特性（A股还有壳价值存在）享受到市场给予的较高估值。因此通过对行业各自风格特征属性进行比较，我们可以将行业按风格大致归类，从而对风格进行另一维度的探讨。

综合市值、股息率、业绩增速和估值水平等指标，我们可以把A股28个主要行业（申万一级分类）参照风险特征高低进行如下划分：典型的高风险特征行业包括：国防军工、传媒、通信、电子、计算机等，典型低风险特征行业包括：银行、非银金融、家用电器、公用事业、食品饮料、交通运输等。

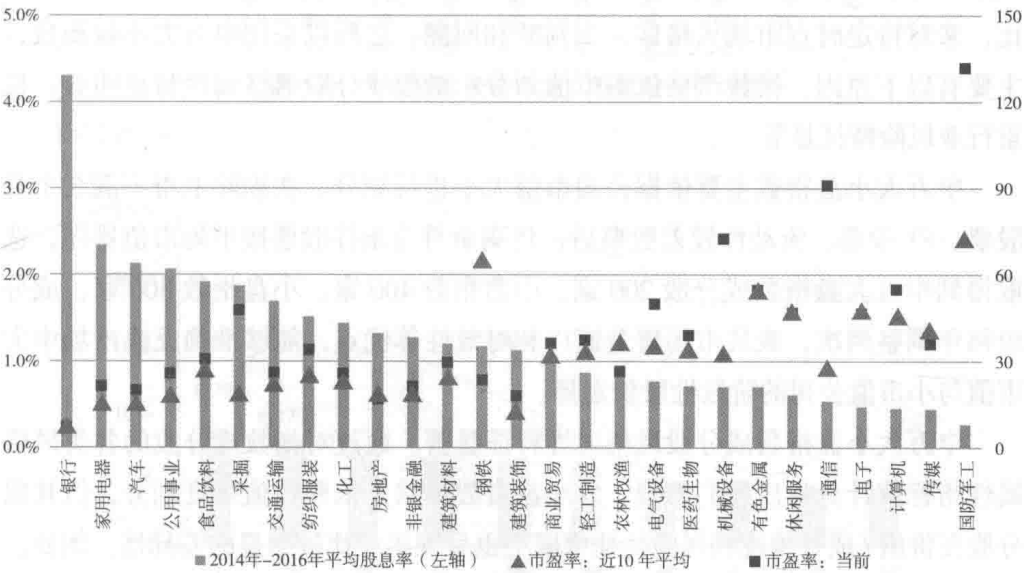


图 1.2: A 股各行业平均股息率及估值水平相对情况

数据来源：Wind

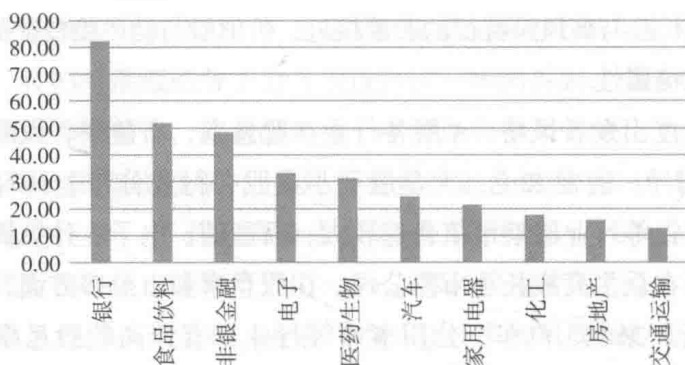


图 1.3: 低风险偏好的代表——打新基金 2017 年三季度末行业持仓排名

数据来源: Wind。单位: 亿元。注: 打新基金配置的行业偏好相对稳定, 具有较强的防御性等特征, 也符合打新基金追求底仓稳健的特点。

1.1.2 A 股风格轮动历史回溯

这一部分, 我们采用历史数据对 A 股过往风格轮动情况进行回顾。

代表指标选择: 申万大小盘风格指数

考虑到中小板和创业板指数设立较晚, 我们选择 2000 年设立的申万风格指数作为市场风格表征指数, 通过对 2000 年以来申万大小盘指数的走势特征对比, 来对特定时点市场风格做一个判断和回溯。之所以采用申万大小盘指数, 主要有以下原因: 指数严格依照市值划分; 指数成分股风格属性特征明显; 权重行业风险特征显著。

申万大小盘指数主要依据公司市值大小进行划分。在剔除上市不满 3 个月股票、ST 股票、流动性较差股票后, 将剩余符合条件股票按平均市值排序, 选取得到申万大盘指数成分股 200 家、中盘指数 400 家、小盘指数 800 家, 成分股每年调整两次, 兼具市场覆盖面广和时效性等优点, 能够准确反映市场中大市值与小市值公司的阶段性股价走势。

申万大小盘指数成分股风格属性特征显著。通过对指数成分股的各类风格属性指标统计分析后我们发现, 大小盘指数虽然是依照市值维度划分, 但其成分股在价值/成长维度和风险特征维度上也呈现出了比较明显的差异性。例如, 申万大盘指数成分股估值相对便宜 (14 倍 PE VS 32 倍 PE), 股息率也明显更高 (2.13% VS 0.54%), 表现出较强价值属性; 而小盘指数成分股净利润增长率更高, 表现出高成长特性。虽然不能完全将大盘小盘股与价值成长股等同, 但我们