

专业的金融机构每天到底是如何投资的、如何决策的？今天我们就来看看研究报告。研究报告是各大证券机构每天都必须研读的，有一些机构还要每天自己写。这些报告非常值钱，并不都是免费可以阅读的。你在网上偶尔看到的研究报告，基本是简约版，而且免费也不会看到市场上每天发布的所有报告。

为什么要看研究报告？研究报告是怎么研究出来的呢？

报告名称	操作	作者	报告时间▼	热度	大小	页数	分
 中国民生银行-每日人民币中间价预测-180605	阅读 下载 收藏	周清寒	2018-06-05	<div><div></div></div>	305 K	2 页	20
 平安证券-6月份汇率月报：新兴市场货币崩了，人民币挺得住吗？-180605	阅读 下载 收藏	陈骁 魏伟	2018-06-05	<div><div></div></div>	1357 K	13 页	20
 申万宏源-每周20张图全览跨境资金配置流向：意大利二次组阁成功，黄金债市显示资金避险需求降温-180605	阅读 下载 收藏	李一民  宏观经济⑤  宏观经济研究领域⑤  宏观经济⑤【	2018-06-05	<div><div></div></div>	742 K	13 页	20
 中金公司-热门美股：微软收购GitHub，全面拥抱开源社区，把握数字化转型市场机会-180605	阅读 下载 收藏	何玟	2018-06-05	<div><div></div></div>	991 K	5 页	20
 中金公司-热门美股：苹果WWDC，iOS升级侧重性能提高和用户隐私，watchOS超预期-180605	阅读 下载 收藏	何玟	2018-06-05	<div><div></div></div>	1399 K	7 页	20
 太平洋证券-3200条“推特”分析：读懂特朗普的政治手腕-180604	阅读 下载 收藏	魏涛	2018-06-04	<div><div></div></div>	1622 K	13 页	20
 交通银行-交银银行间市场流动性指数（IBLI）-180604	阅读 下载 收藏	陈耀	2018-06-04	<div><div></div></div>	125 K	2 页	20
 中原证券-宏观周报：二季度经济稳健向好，PMI超预期回升-180604	阅读 下载 收藏	王哲	2018-06-04	<div><div></div></div>	626 K	6 页	20
 国开证券-流动性每周观察-180604	阅读 下载 收藏	杜征征	2018-06-04	<div><div></div></div>	1289 K	12 页	20
 国泰君安-对外开放的行业投资影响评估：把握“后贸易战”时代的开放红利-180604	阅读 下载 收藏	魏凤	2018-06-04	<div><div></div></div>	1237 K	18 页	20
 中金公司-热门美股：苹果WWDC预览，软件差异化作用提升-180604	阅读 下载 收藏	何玟	2018-06-04	<div><div></div></div>	789 K	4 页	20
 西南证券-月度经济预测：经济短期强劲，终端需求不足约束长期增长-180604	阅读 下载 收藏	杨止伟	2018-06-04	<div><div></div></div>	929 K	6 页	20

图 15-1

大家可以点开上图放大看，从这些报告的标题你会发现，他们谈的话题包罗万象，什么都有，而且基本都是紧贴新闻热点。这是大家必须培养的一个习惯：实际上，很多新闻里是有金山的。研究报告除了有专业的调查和分析之外，一个极其重要的切入点，就是从新闻分析开始的。而且这个占比实际上比亲临现场进行的调查研究更多一些。

我们来随便举个例子，上面有一个来自中金公司的叫何玫的作者写了一个报告，标题是：微软收购 GitHub，全面拥抱开源社区，把握数字化转型市场机会。这显然就是一个由新闻展开的分析报告。微软收购 GitHub 是一个外力触发点，GitHub 是一个面向开源及私有软件项目的托管平台，作者想到的是这个收购背后会带来一些机会。到底是什么样的机会，这就是报告本身要研究的。

所以，学习投资的过程中，不仅仅要学技术，还要学习思维的方式、看新闻的角度。

下面大家先一起来看一下这份报告：

75 亿收购 GitHub

微软宣布以 75 亿美元收购拥有超过 2800 万用户的全球最大的开源软件社区 GitHub。全股交易，预计今年年底前获得欧洲和美国监管机构审批而完成交易。

【注】全股交易，并不是一个专业名词，实际上是作者个人的习惯性简化用词，她是指完成全部股权交易。

交易将对微软 2019 财年（6 月止）和 2020 财年 Non-GAAP 每股盈利有小于 1% 的负面影响，从 2020 财年开始贡献 Non-GAAP 营业利润。

【注】海外市场与中国内地的习惯并不同，内地的财年是指从1月1日到12月31日。这段时间内需要出具一个完整的财务报告，我们也叫作年报，实际就是年度财报。

为抵消交易所需的新股发行，公司将在交易完成后的6个月内，额外进行股票回购。

【注】在收购重组类交易中，我们通常可以看到被收购对象会增发新的股份，由收购它的人买下这些股份。这么做的原因，究其根本是为了达成数学上的目的，且保持中小股东权益基本不变。因为很多情况下，收购本身不仅仅是大股东股份转让给别人，别人同时也增加了资金进来。如果不增发新股，那么就白白便宜了原来的中小股东，因为你持有的股份数量没变，但是股份的含金量增加了。这就是为什么我们经常看到A股重组企业都会增发新股的原因。

那上面这段话里，为什么要提出6个月后进行额外股票回购呢？实际上这是大股东的一种善意姿态。因为对市场而言，你增发新股后，体量变大了，虽然实际上这些股份不可能全部卖给市场投资者，但如果股价不下跌，那么公司的市值就突然变大了。这是不利于股价运行的，所以回购可以起到稳定市场的作用。

这个问题也许很多人觉得理解起来有点困难。

我们来举个例子说吧。

你和朋友合伙开了一家超市，你俩每人出资 1 万元。这时候我们可以算作每人持有 1 万股。那么如果你那 1 万股要转让给我，你会以原价转让吗？通常是不会的。你可能会卖 12000 元。于是我拿了 12000 元给你。从此，这家超市变成我和你朋友各持有 1 万股。

但问题没这么简单，你朋友并不认识我，他愿意接受我的加入吗？他当初跟你合作是认可你的能力，现在我加入进来，能给超市带来什么呢？于是他拒绝你的股份全部转让给我，如果一定要这么做，他决议退出，宁愿超市关门。

为了说服他，我只能动之以情、晓之以理，并且告诉他，我之后有一些新的计划，上一些新的项目，可以给超市带来新的面貌，可以赚更多的钱。

他不可能因此就轻易答应。因为上新项目一定是需要花钱的，钱从哪里来？

于是，我的真正价值开始体现了：我宣布，除了花 12000 元购买你的股份，我同时给超市增资 20000 元，帮助超市增加新的项目。

这时候你朋友没有理由不答应吧？但是股份怎么算呢？一个办法是按实际出资比例重新划分股份，也就是说，你朋友占总股份 2 万股的四分之一，所以由原来的 1 万股变成了现在的 5000 股；而我因为出了 3 万元，所以占四分之三，变

成 15000 股。(实际我除了 32000 元，但那 2000 元是作为一种转让溢价给你的，算股份的时候这 2000 元是不能算的) 还有一个办法，是你朋友的股份保持不变，但增加股份的总量。也就是说，他仍持有 1 万股，而我因为出资 3 万，获得 3 万股。比原来多出的 2 万股就是新增加的。

如果选择第一种方法，那么股价一夜之间就会因此而上涨，因为每股的内在价值与之前不同了。但是如果选择第二种方法，股价可以保持不动。这更有利于股价的稳定。所以通常第二种计算方法被广泛使用。

GitHub 作为子公司而独立运作，财务业绩合并 Intelligent Cloud 部分报告。原 CEO 兼联合创始人 Chris Wanstrath 将退居 technical fellow (此前就曾宣布退居二线)，进行战略性软件研发，向负责 Cloud + AI 的 EVP Scott Guthrie 汇报。微软一年前收购的另一个开源软件 Xamarin 的创始人 Nat Friedman 将成为 GitHub 新 CEO。

全面拥抱开源社区，服务开发者，把握数字化转型市场机会 我们在主题报告《混合云成新常态》中就指出微软将显著受益于传统企业的数字化转型，而税改后海外现金汇回将促使公司进行补强型收购。GitHub 收购将被证明是公司做出的

最好的补强收购（之一）。在数字化转型中，所有公司都将变成软件公司，而软件开发者是新世界的建设者（builder，因此微软的开发者大会称为 Build）。

从 CEO Satya Nadella 上任以来，微软就超越了对 PC 和 Windows 平台的执念，吸取了公司错过移动互联网操作系统（安卓和 iOS）和公有云操作系统（Linux）的教训，而将开发者作为第一重要的客户，为所有平台上的开发者服务，让微软产品在所有平台上运行。此前宣布与 Linux 软件商 Red Hat 的合作，已经体现出公司对开源趋势的认同和顺应，而对 GitHub 的收购则反映公司全面拥抱开源社区。

【注】所谓开源，是一种软件共享方式的简称。它是指，软件编写者完全无偿地将软件代码共享给所有的人，其他人可以直接拿去用，也可以在原来基础上，根据自身实际需求做一些小的修补和改动。开源社区，就是给这些技术人员建立一个互联网平台，让他们在上面方便地进行各种共享和技术讨论。

公司表示，收购 GitHub 后将探索三个方向的机会：1）在所有开发周期上，赋能软件开发者；2）加速大企业开发者对 GitHub 平台的使用；3）将微软的开发工具和服务推向更多开发者。此前 GitHub 的年收入约 2 亿美元，其中一半来自企业客户。当时 GitHub 内部曾在是否和如何开发企业客户上出现分歧。微软的收购，将使 GitHub 同时服务于

中小开发者，保留开源开放的文化，又能加速来自企业客户的货币化。

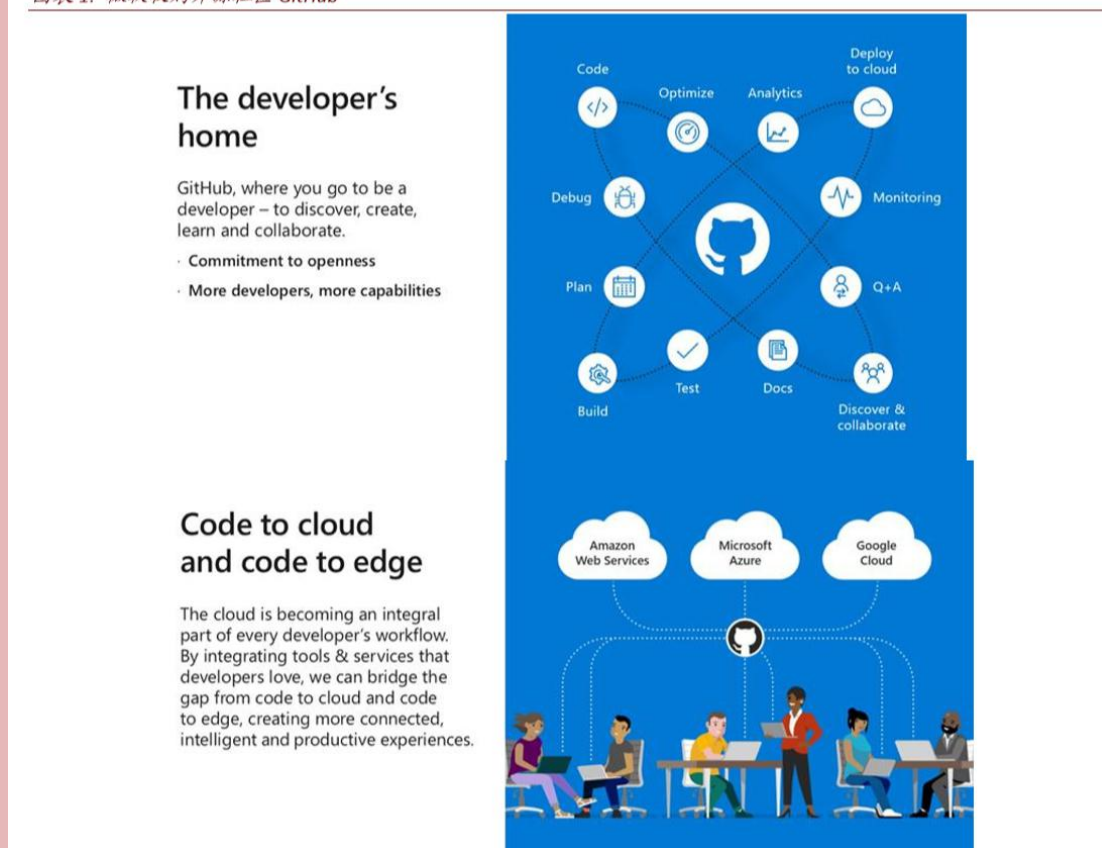
而对微软而言，越来越多的微软企业用户开始使用 Linux、Kubernetes 等开源软件，并作出自身贡献，收购 GitHub 能够进一步发挥公司在混合云上的部署能力，带来更多的开发者服务。

微软股价年初至今上涨约 19%。当前股价对应未来 12 个月 EV/FCF 约 19 倍，在软件公司中处于中下游。

【注】EV，是指公司的价值，通常以公司市值形式出现。FCF，是指公司经营活动产生的现金流。现金流低的企业，利润不可能高。比如，你的饭店每天现金流是 5000 元，那么有可能赚 2 万元一天吗？用市值去对比现金流，就是一种衡量估值水平的方法。因为软件行业的成本占比相对较低，所以采用这种估值方法同样是比较准确的。

我们认为，公司将显著受益于传统企业的数字化转型。对工程师团队的重组和对销售团队激励机制的改变，使公司得以继承和超越 Windows 传统，而发挥“智能云+端”的协同效应。Azure Stack 是目前最完备的混合云服务。公司自身经历过云转型，可与传统企业客户产生共鸣。微软云产品还便于企业 GDPR 合规和保障信息安全。在收入端保持 10% 左右稳健增长的同时，云转型带来的利润率压力将逐渐缓解。利润率较为显著的提高可使盈利增长中双位数。

图表 1: 微软收购开源社区 GitHub



图表 2: 将探索三个方向的商业机会，从 FY2020 开始贡献营业利润

Opportunity ahead

Empower developers to achieve more at every stage of the development lifecycle

Accelerate enterprise developers' use of GitHub

Bring Microsoft's developer tools and services to new audiences

Accretive to operating income in FY20 on a non-GAAP basis*

Minimal (less than 1%) EPS dilution in FY19 and FY20 on a non-GAAP basis*

Incremental share buyback, beyond normal quarterly pace, expected to fully offset stock consideration issued in the transaction within 6 months after closing

A portion of the remaining ~\$30 billion current share repurchase authorization will be used

Expect to report results for GitHub post close in our Intelligent Cloud segment

*Non-GAAP includes expected impact of purchase accounting adjustments as well as integration and transaction-related expenses

资料来源: 微软收购 GitHub 投资者会议

图表 3: 可比估值表

	Market Cap (\$mn)	EV/Sales NTM	EV/EBITDA NTM	PE NTM	P/S NTM	EV/FCF NTM	PEG	EV/Sales-g	EV/FCF-g	Revenue CAGR 2017-2019E	FCF CAGR 17-19E
Microsoft	776,387.0	5.92x	14.00x	25.08x	6.49x	19.05x	2.11x	0.50x	0.69x	11.7	27.6
Adobe Systems	124,093.0	12.16x	26.88x	36.57x	12.87x	30.44x	2.46x	0.61x	0.17x	19.9	175.3
Salesforce.com	96,979.7	6.62x	28.78x	53.90x	6.94x	33.01x	2.53x	0.26x	0.10x	25.0	328.0
ServiceNow	32,241.6	10.58x	39.75x	68.46x	11.07x	38.88x	1.71x	0.33x	0.10x	32.0	393.8
Red Hat	29,769.1	7.61x	28.10x	46.71x	8.29x	27.97x	2.72x	0.39x	0.60x	19.7	46.8
Autodesk	29,117.4	10.68x	50.01x	79.27x	10.66x	46.21x	2.55x	0.99x		10.8 nm	
Workday A	26,952.9	8.70x	45.30x	89.02x	9.28x	62.11x	2.80x	0.28x		31.4 nm	
Splunk	16,550.9	8.61x	56.16x	94.03x	9.27x	48.05x	2.56x	0.26x	0.28x	32.8	169.2
Atlassian Corp A	14,729.3	12.54x	48.00x	95.77x	13.47x	40.89x	6.51x	0.37x		34.1 nm	

资料来源: FactSet, Bloomberg 盈利预测来自 Bloomberg 和 FactSet 一致预期

很多人可能并没有认真阅读上面这份报告，因为它讲的是美

股，并不是我们做的 A 股。我之所以举这个例子，是因为这份报告几乎是所有报告中形式最精简的了。后面这 2 张表，分别是进一步介绍产品运用模式和同行业各项指标对比。这种对比方法也是所有市场分析中常用的。它只适合价值的挖掘，不适合短线炒作。比如某公司新上线一个项目，之前并没有做过，那么我们在分析它是否值得投资的时候，就要算一笔细账。因为这都是将来的事情，所以这笔账计算的前提，只能是假设。如何假设呢？不能光听老板说将来我们生意如何如何，通过同行业数据的对比分析显得更加可靠。不光是投资，其实税务局查企业偷漏税的时候，也常常使用这种方法。比如你公司是做手机的，如果同行的毛利率都是 6%，而你公司的账面显示只有 0.6%，那极有可能你们财务造假了。