

透过 02 年纳斯达克看 18 年创业板

——A 股“同与不同”系列报告二

报告摘要:

● 00 年纳斯达克 VS 15 年创业板

纳斯达克与创业板见顶前均已出现大量的负面信号，但市场选择对负面信息正反馈带来成长股估值泡沫。在纳指 00 年与创业板 15 年见顶时，盈利与流动性环境逆转，并购火爆积累商誉减值隐忧。

● 纳指 00-02 年下跌中出现 4 轮“熊市反弹”，均由贴现率下行驱动

纳指 4 次幅度超过 20% 的熊市反弹均来自于贴现率下行（流动性改善 OR 风险偏好抬升），但贴现率驱动的成长股反弹需要盈利来“夯实”。由于 00-02 年美国经济复苏不确定、科网企业“盈利拐点”尚未明确，仅靠投资者博弈流动性拐点，难以驱动反弹行情最终走成反转。

● 纳指 02 年 Q3 见底时，市场 DDM 三因素形成有效共振

02 年 10 月纳指触底时 DDM 三因素共振，估值处于历史底部，且盈利底、利率底和政策底先后确认。其中“盈利底”是板块反转的“充分条件”，市场见底距离纳指标杆龙头股的业绩改善信号滞后一年，而相比板块整体的 EPS 改善亦滞后半年。叠加新政府对科技行业的“政策底”出现，市场确认纳斯达克板块盈利修复的可持续性，纳指正式开启十余年的慢牛“反转”。

● 纳指见底前已有行业与个股率先走出：新产业、新业态、新模式

在 02 年 10 月纳指见底前，已经有一些行业与个股率先走出困局，成为拉动指数上涨“先行军”：第一类是政策红利释放的新产业，如生物科技与信息安全；第二类是寻求新业态转型的传统科网龙头，如亚马逊与 Ebay。

● 纳指的并购高峰出现在泡沫破灭后的 01 年，商誉自高点减值四分之一

与创业板不同，纳指的并购高峰出现在 01 年企业大量破产倒闭的时期。商誉高点占净资产比重超过 20%，1 年时间商誉减值消化超四分之一。

● 创业板是否具备反转条件？贴现率趋势已向下，但盈利拐点尚未出现

15 年至今创业板与 00-02 年的纳指很相似，反弹行情多由贴现率驱动。创业板当前具备“反转”条件欠佳——“政策拐点”出现，科创行业政策回暖是一个积极信号；“利率拐点”出现，18 年利率中枢相比 17 年会有温和放缓；“盈利底”尚未出现，借鉴纳指经验创业板的商誉减值压力还未消化。

● 借鉴纳指经验，转型“新模式”的个股和行业较板块整体更具先机。左侧关注创业板的新产业、新技术、新业态公司。

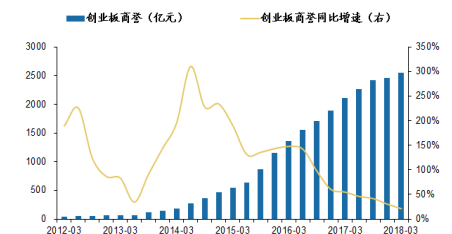
● 核心假设风险：利率中枢持续上移、创业板中报商誉大规模减值引发业绩披露低于预期。

图 1：纳指与创业板的走势对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：创业板的商誉及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：戴康 S0260517120004



021-60750651



daikang1979@163.com

分析师：郑恺 S0260515090004



021-60750639



zhengkai@gf.com.cn

相关研究:

折返跑，再均衡：——2018 年 2018-04-02

2 季度 A 股策略展望

目录索引

引言： 聚焦“后泡沫时期”	5
一、泡沫筑成：市场对负面信息的持续正反馈	6
1.1 98-00 年纳指泡沫期，市场对负面信息的正反馈推升高估值	6
1.2 15 年创业板泡沫期，市场也选择接连忽视负面信息	8
二、泡沫顶点：盈利与估值显著失衡，并购高峰带来商誉隐忧	10
三、纳指 00-02 年下跌：熊市反弹多由贴现率下行所驱动，盈利拐点未确认前难言“反转”	13
3.1 下跌的根本原因在于产业政策红利消失、科网行业景气下行	13
3.2 熊市反弹均由贴现率下行所驱动，而盈利拐点未出现前难言“反转”	14
四、纳指 02 年 Q3 见底：市场对“盈利拐点”反复确认，DDM 三因素改善共振促成“反转”	18
4.1 02 年纳指底部特征——公司数量及市值占比锐减，估值回归到泡沫前水平，行业结构均衡优化	18
4.2 02 年美国经量价齐升，“盈利拐点”略领先于“指数拐点”	20
4.3 估值回归泡沫化前水平，龙头公司估值触及历史底部	21
4.4 连续 11 次密集降息后美联储再次选择宽松操作	22
4.5 “政策拐点”出现，布什政府对高科技产业政策回暖	22
4.6 估值底、盈利底、利率底、政策底，多因素共振驱动纳斯达克指数反转	23
五、先于纳指见底的行业与公司：探索新业务模式的传统龙头，与政策扶持加码的新产业	25
5.1 第一类：政策扶持型的新产业——生物科技、信息安全	25
5.2 第二类：新业态、新模式下的传统科网龙头	26
六、纳指 00-02 年的并购及商誉：并购高峰出现在泡沫后，商誉减值消化超过四分之一	28
6.1 纳斯达克的并购高峰出现在泡沫破灭后的 01 年	28
6.2 纳指并购形成大量无形资产，01-02 年商誉减值消化四分之一	28
七、15-18 年的创业板：“熊市反弹”也主要基于贴现率驱动	30
7.1 金融去杠杆破坏“流动性牛”，并购商誉减值风险破坏“业绩牛”	30
7.2 三轮主要的反弹行业也主要基于“贴现率下行”	31
八、从 00-02 年纳斯达克看当前创业板的“同与不同”	34
8.1 当前创业板与 02 年纳斯达克的相似点：“政策拐点”与“流动性拐点”先后出现，估值筑底	34
8.2 当前创业板与 02 年纳斯达克的不同点：“盈利拐点”尚未确认	36
8.3 对比综述：条件欠佳，静候转机	37
8.4 左侧关注创业板新产业、新模式、新业态的代表公司	37

图表索引

图 1: 纳斯达克和创业板见顶、下跌、回升过程	5
图 2: “科网泡沫”破灭前的负面信号	7
图 3: 99 年通胀上行引发了货币政策的收紧	7
图 4: 00 年 1 月大盘股已开始提前回调	7
图 5: 创业板 15 年的负面信号	8
图 6: 创业板 15 年一季度业绩预告下滑	9
图 7: 两融监管持续收紧政策一览	9
图 8: 股市见顶时纳指盈利恶化	10
图 9: 股市见顶时创业板盈利恶化	10
图 10: 泡沫顶底纳指估值创新高	10
图 11: 泡沫顶点创业板估值创新高	10
图 12: 纳指并购规模及商誉占比大幅增长	11
图 13: 创业板并购规模及商誉占比大幅增长	11
图 14: 纳指下跌过程中负面信息不断	13
图 15: 00 年 9 月至 01 年初美国 GDP 下行	14
图 16: 01 年 Q1 英特尔、思科业绩大幅下滑	14
图 17: 泡沫破灭后纳指三轮较大的反弹行情	15
图 18: CPI 高位下 00 年 8 月的加息并未落地	15
图 19: 十年期国债利率步入下行通道	15
图 20: 美联储三次降息, PMI 下滑减缓	16
图 21: 01 年一季度戴尔营收止跌, 小幅上涨	16
图 22: 美元走强, 且国内仍在降息	17
图 23: 纳斯达克明星公司市值缩水	19
图 24: 纳斯达克上市公司数量减少, IPO 冷却	19
图 25: 纳指泡沫顶点与低点行业结构对比 (市值占比)	19
图 26: 2002 年开始美国经济触底企稳	20
图 27: 持续攀升的失业率数据在 02 年年中得到遏制	20
图 28: 纳指 EPS 上行带动股价上扬	20
图 29: 纳斯达克龙头 01 年下半年出现盈利拐点	20
图 30: 纳斯达克 PE 回归泡沫前水平	21
图 31: 纳斯达克 PB 回归泡沫前水平	21
图 32: 微软估值下修	21
图 33: 思科估值下修	21
图 34: 纳指见底前美联储密集降息, 无风险利率持续下行	22
图 35: 科技行业研发投入大幅增加	23
图 36: 911 事件后国防设备支出大幅增加	23
图 37: 01-03 年医药龙头研发支出占比依旧提升	25
图 38: 生命科学行业财政支出增速高于计算机行业	25
图 39: 生物科技公司 02 年 Q2 净利润增速抬升	26

图 40: 生物科技指数领先于纳指出现反转	26
图 41: 信息安全龙头塞门铁克股价率先反转	26
图 42: 赛门铁克 01 年 Q3 以来业绩迅速改善	26
图 43: 亚马逊收入和盈利于 01 年末开始改善	27
图 44: 亚马逊股价领先于纳指出现反转	27
图 45: eBay 盈利于 01 年 Q2 出现改善	27
图 46: eBay 股价领先于纳指出现反转	27
图 47: 纳斯达克并购规模在 01 年 Q3 达到顶峰	28
图 48: 89-99 年纳斯达克科技股 IPO 数目增加	28
图 49: 纳斯达克商誉从 01 年 Q2 高点降至 02Q4 低点	29
图 50: 纳斯达克商誉减值高峰发生在 01 年	29
图 51: 两融收紧后创业板开启下跌进程	30
图 52: 16 年 Q1 创业板并购退潮	30
图 53: 创业板下跌过程中的三轮较大反弹行情	31
图 54: 15 年 9-11 月流动性大幅宽松	32
图 55: 16 年两会期间创业板利好政策一览	32
图 56: 1 月以来 10 年期国债收益率高位下行	33
图 57: 18 年上市制度改革扶持新兴产业	33
图 58: 独角兽相关政策	34
图 59: 宏观审慎双支柱	35
图 60: 广义信贷增速下降	35
图 61: 创业板估值回归牛市启动前水平	35
图 62: 创业板龙头公司估值下修	35
图 63: 并购对创业板公司业绩的影响	36
图 64: 创业板的商誉仍以 21% 的速度增长	36
图 65: 商誉占净资产比重接近 20%	36
图 66: 商誉占净资产比重 (18Q1) 与估值的比较	36
图 67: 纳指见底时盈利修复并已经填补估值	37
图 68: 创业板前期估值扩张目前盈利依旧是负贡献	37
表 1: 纳斯达克与创业板高点特征对比	11
表 2: 下跌过程中纳指经历了 4 次幅度超过 20% 的反弹行情	14
表 3: 布什政府促进高科技政策	23
表 4: 纳指 00-02 年间的反弹行情, 与 02 年指数反转时的背景对比	24
表 5: 下跌过程中创业板经历了 3 次幅度接近或超过 20%、时长大于 1 个月的反弹行情	31
表 6: 创业板新产业、新模式、新业态的公司标的	38

引言： 聚焦“后泡沫时期”

创业板作为中国创新成长企业在资本市场中聚集的土壤，经常被与美国的纳斯达克市场做比较。我们在15年曾写过第一篇创业板与美国纳斯达克市场的对比报告 《还没到达最疯狂的时候——创业板与“科网泡沫”的全面比较》（2015-4-1）。报告将美国“科网泡沫”的酝酿阶段、加速阶段的宏观背景、政策环境、企业景气、风格特征等与15年3月的创业板进行了详细对比，并分析了促发“科网泡沫”破裂的因素以及信号，得出了“创业板还未到达最疯狂时刻”的结论，在质疑重重的市场上发出坚定看多创业板的声。随后创业板的确延续了走牛进程并疯狂上涨，直至15年6月快速突破4000点。

今年一季度，创业板指自2月低点反弹超过300点，市场对“创业板将再度开启新一轮牛市”的讨论升温。这时候我们推出创业板与美国纳斯达克市场的第二篇比较报告——本文作为上一篇比较报告的续篇，我们将选取纳指“后泡沫时期”作为重点的研究时段，去对比“科网泡沫”纳指2000年见顶后、到2002年触底这一阶段的市场特征，寻找纳指泡沫见底时宏观背景、政策环境、企业盈利的信号，并梳理在板块见底反转前率先上涨的行业与公司特征，以此对创业板当前所处的市场阶段及投资策略提供启示与思考。

图1：纳斯达克和创业板见顶、下跌、回升过程



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

注：创业板指基期T0取14年6月3日，纳斯达克指数T0取99年3月5日

一、泡沫筑成：市场对负面信息的持续正反馈

泡沫之所以筑成，来自于市场对负面信息的正反馈强化，在负面信息接连冲击而市场顽强上涨的阶段往往是泡沫冲顶的最疯狂的阶段，最终高估值的失衡与下坠造成泡沫破灭，这对于我们理解“后泡沫时期”市场对“盈利底”和“估值底”的反复确认也能够提供相应的启示。

1.1 98-00 年纳指泡沫期，市场对负面信息的正反馈推升高估值

“泡沫”最终破灭是累积效应的结果，并非单一事件影响。我们可以发现，在2000年3月美国“科网泡沫”破灭之前，其实已经不断有负面冲击出现，但这些负面事件并没有阻拦或逆转投资者对成长股的追捧。

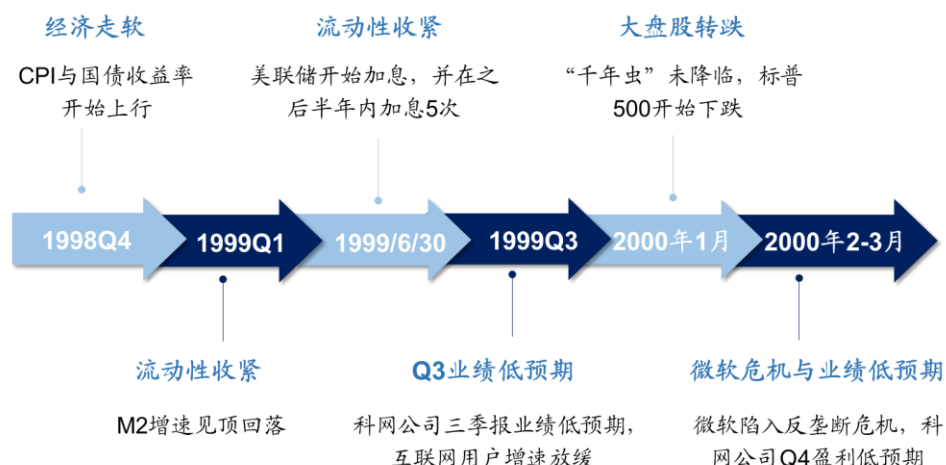
盈利的负面信号——（1）1999年三季报开始，越来越多的科网企业财报显示盈利能力已开始下滑，1999年美国互联网用户的增速也明显下降；（2）进入2000年后，此前备受担忧的“千年虫”并未造成大面积的影响，预期中的大规模换机潮也未降临，对科网产品已显疲态的需求端继续形成压制；（3）2000年3月开始发布的财报数据显示99年圣诞假期科网产品销售业绩不佳，许多公司盈利大幅低于预期，陆续有此前风光一时的科网公司陆续破产。

流动性的负面信号——（1）1998年四季度美国通胀开始回升，并在1999年加速上行，美国国债收益率也从1998年10月开始上行（十年期国债收益率从1998年10月的4.2%上升至2000年3月的6.4%）；（2）1999年一季度美国M2增速已开始见顶回落。

政策的负面信号——（1）1999年6月30日，美联储开始加息，并在此后半年里又加息了五次；（2）2000年是克林顿总统任期的最后一年，市场开始担心其大力推行的新经济政策在未来能否延续；

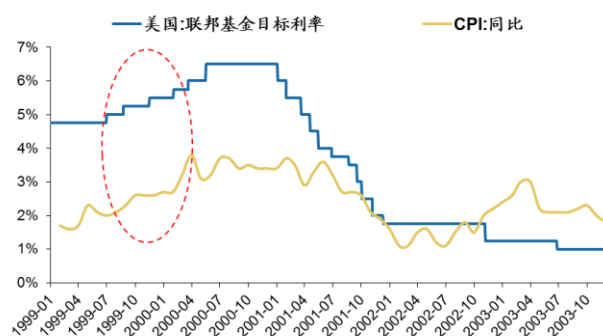
风险偏好的负面信号——（1）受货币政策收紧影响，美国的大盘股从2000年1月初便已开始震荡下行，比纳斯达克指数提前了三个月；（2）2000年2-3月，美国媒体大肆报道司法部对微软公司的反垄断指控将迎来宣判，称大量证据表明微软垄断行为成立，造成市场恐慌。

图2: “科网泡沫”破灭前的负面信号



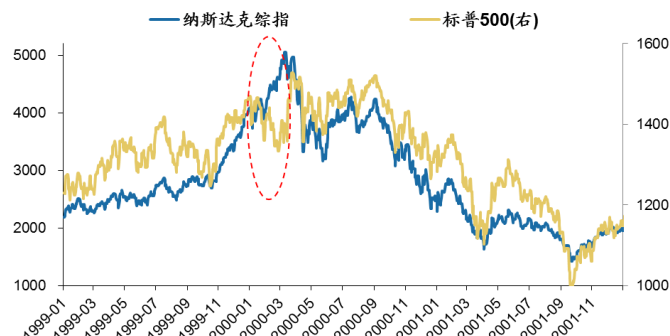
数据来源: 广发证券发展研究中心

图3: 99年通胀上行引发了货币政策的收紧



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 00年1月大盘股已开始提前回调



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

事实上, 负面信息最为密集的时段, 反而是纳指获利最丰厚的阶段。因此看到负面信号的出现就离场, 反而会错过斜率最陡的上涨区间。对“负面信息”的反复确认, 成为泡沫积聚时期的重要特征。当1999年10月底美联储已连续三次加息且科网公司财报纷纷低于预期后, 纳斯达克指数却经历了最疯狂的上涨阶段, 在不到五个月时间里从2700点涨到了5000点, 推升估值扶摇直上。

1.2 15 年创业板泡沫期，市场也选择接连忽视负面信息

同美国“科网泡沫”破灭前一样，创业板从14年下半年开始至15年见高点期间也见证了市场对于负面信息的顽强抵抗。虽然在创业板上涨期间，一季度经济数据趋弱、创业板上市公司业绩预告增速下滑、监管层加强杠杆资金的监管，这些负面信号都未立刻减淡投资者对于“新经济”的热情，创业板于15年5月突破3500高点。我们可以看到，此前创业板也已经不断有负面信号出现：

盈利的负面信号——（1）2015年4月30日披露完毕的一季报数据并不理想，创业板一季度盈利增速8.43%，创2014年以来单季度净利润增速新低。同时暴风科技、全通教育、京天利等创业板权重股业绩转亏或同比负增长，业绩表现无法支撑高估值。（2）4月13日传媒龙头公司蓝色光标公布一季度业绩预告，并购业务拖累母公司业绩首亏，并购协同效应不达预期的第一起代表案例出现。

流动性的负面信号——（1）15年初外汇储备开始持续外流，美元走强，人民币开启贬值进程，国际资本外流。（2）15年上半年随着证监会对两融监管升级，场外配资受限直接带来股市流动性趋势逆转。（3）产业资本持续流出，2015年1月-5月，创业板有240家公司发生净减持，净减持金额超过530亿元。

监管政策的负面信号——2014年年末开始，监管层明显加强对融资融券、伞形信托业务的监管。15年1月16日，证监会对45家证券公司的融资类业务现场检查结束并披露处理结果；2月6日禁止通过代销伞型信托、P2P平台等，为客户提供融资类相关服务；5月6日证监会强调单一证券公司融资融券余额不得超过本公司前一月末净资本的4倍；6月5日证监会禁止未经批准的融资融券活动；6月12日证监会要求自查场外配资；6月13日证监会要求关闭HOMS接口，股市去杠杆强监管到达顶峰。

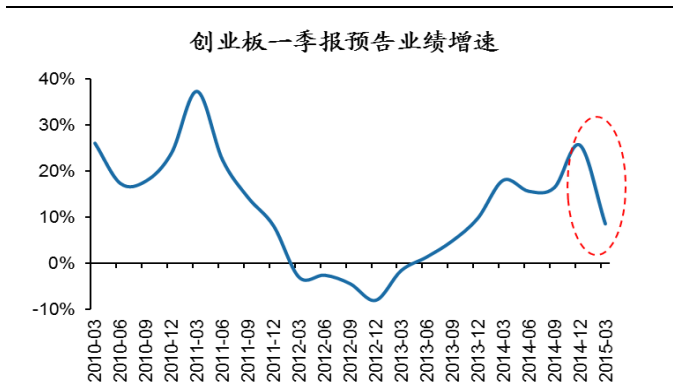
风险偏好的负面信号——2015年3月26日，创业板第一高价股全通教育跌停，证监会开始调查股价操纵现象。5月18日，市值超过千亿元的乐视网、安硕信息等标杆股跌停板，引起市场恐慌。随着估值冲高，市场情绪已经摇摇欲坠。

图5：创业板15年的负面信号



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：创业板15年一季度业绩预告下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：两融监管持续收紧政策一览

日期	监管措施
2015-01-16	证监会对违规券商采取暂停融资融券账户三个月的处理
2015-02-06	监管部门禁止证券公司代销伞型信托、P2P平台等
2015-05-06	证监会控制融资融券业务规模，单一证券公司融资融券余额不得超过本公司前一月末净资本的4倍；券商下调两融标的证券折算率
2015-06-05	证监会禁止未经批准的融资融券活动
2015-06-12	证监会要求自查场外配资，并就《证券公司融资融券业务管理办法》公开征求意见
2015-06-13	证监会禁止券商为场外配资提供便利、关闭所有HOMS接口

数据来源：广发证券发展研究中心

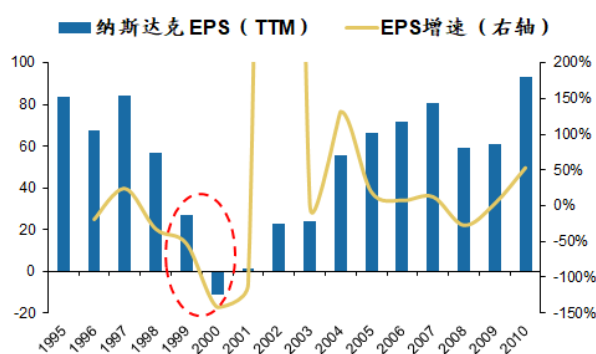
可以看出，在纳指和创业板负面信息最为密集的时段，反而是板块上涨最疯狂、获利最丰厚的阶段。因此看到负面信号的出现就离场，反而会错过斜率最陡的上涨区间。对“负面信息”的反复确认，成为泡沫积聚时期的重要特征，这也为板块“后泡沫时期”的见底提供了铺垫。

二、泡沫顶点：盈利与估值显著失衡，并购高峰带来商誉隐忧

我们对比了纳斯达克与创业板在00年与15年分别见顶时期的盈利、估值以及市场特征数据，虽然触发下跌的因素不尽相同，但两个市场在顶点时期的业绩趋势已经向下，盈利与估值已显著失衡，且在牛市时期板块并购高峰带来了巨大的商誉，也预示了后续业绩的进一步下滑压力。

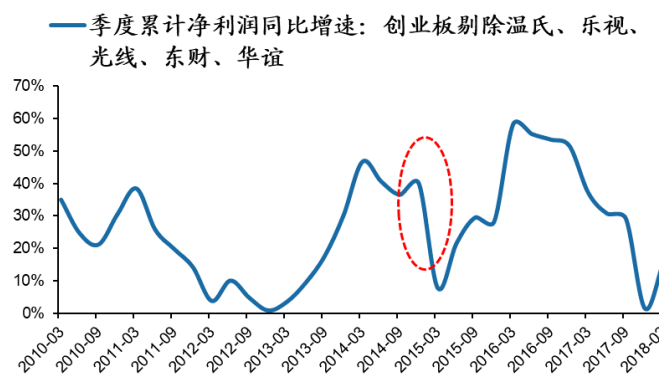
股市见顶时期盈利已显著恶化。从纳指EPS数据来看，99年纳指的盈利增速已显著下滑，而2000年纳指板块的EPS大幅由正转负；创业板净利润增速在15年一季报已出现明显回落，此前业绩高增长的持续性受到显著冲击。

图8：股市见顶时纳指盈利恶化



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

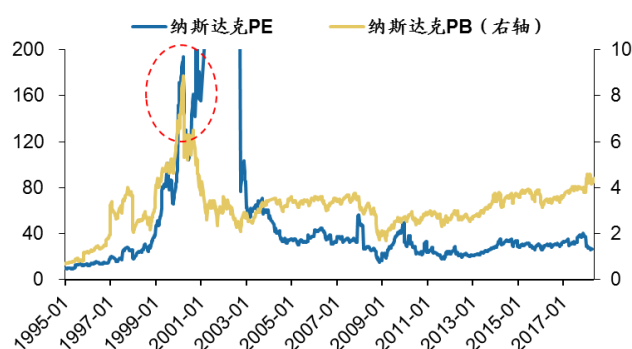
图9：股市见顶时创业板盈利恶化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

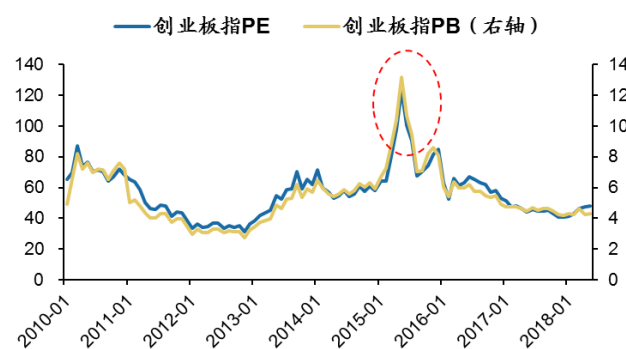
股市见顶时期板块估值屡创新高，板块PE均超过百倍。虽然业绩趋势已明显向下，但股价仍在冲高，使市场估值屡创新高。纳指在2000年3月市场到达顶点之时PE是190X，PB高达8.7X；创业板在15年Q2顶峰时PE也到达138X，PB更是达到14.7X。

图10：泡沫顶底纳指估值创新高



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

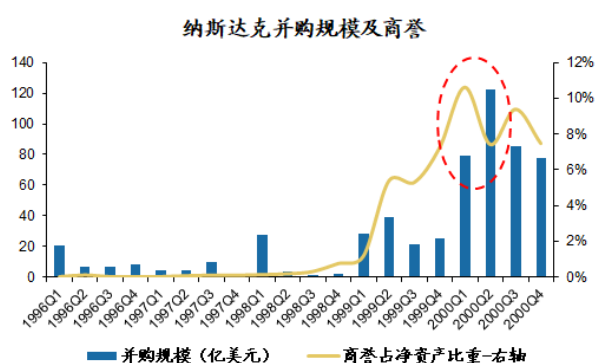
图11：泡沫顶点创业板估值创新高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

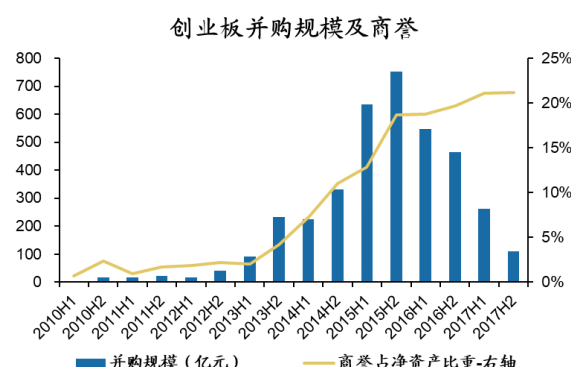
并购浪潮持续火爆，市场见顶时积累大量商誉减值隐忧。在纳斯达克和创业板市场泡沫期间，并购规模与数量快速放大。纳指在1999年以前并购规模还非常小，商誉占比更是接近于0，但从1999年开始，并购活动大幅增加，仅一年的时间，并购规模就从1999年的113.3亿美元跃增至2000年的364.7亿美元，涨幅超过2倍，商誉占比快速上升至10.6%；创业板的并购活动也于牛市期间变得异常活跃，2014年下半年总交易金额仅为330.7亿元，而2015年上半年就迅速攀升至635.2亿元，短短半年的时间涨幅逼近2倍，2015年Q2商誉占净资产的比重达到12.9%。

图12：纳指并购规模及商誉占比大幅增长



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图13：创业板并购规模及商誉占比大幅增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综合比较，创业板在15年见顶时、相比2000年的纳斯达克，具备更高的收入与利润增长绝对值（虽然趋势均向下），但创业板的并购规模占全市场比重更高、积累的商誉压力更大。而2000年的纳斯达克上市公司数量占比超过美国股票市场的一半以上，且市值占美国当年GDP绝对值的比重超过60%，从市场的广度和深度来讲相比创业板积累了更大的泡沫。

表1：纳斯达克与创业板高点特征对比

	指标	纳斯达克指数高点 (2000/3/10)	创业板指数高点 (2015/6/12)
业绩	收入增速	00年Q1纳斯达克收入(TTM)增速19.0%，相比99年Q4的增速12.0%有所上升	15年Q2创业板指（剔除温氏、乐视、光线、东财、华谊）收入增速为36.0%，累计收入增速为36.5%，均相比Q1回落
	盈利增速	00年Q1纳斯达克净利润(TTM)增速28.4%，相比99年Q4的增速42.8%大幅下降	15年Q2创业板指（剔除温氏、乐视、光线、东财、华谊）净利润增速为30.6%，累计净利润增速为21.6%，相比Q1有所上升
	ROE	00年Q1纳斯达克ROE(TTM)为8.0%	15年Q2创业板ROE(TTM)为10.8%

估值	PE	见顶时纳斯达克综合指数 PE(TTM)为 189.8 倍，相对 PE(TTM)为 6.8 倍	见顶时创业板指 PE(TTM)为 137.9 倍，相对 PE(TTM)为 7.7 倍
	PB	见顶时纳斯达克综合指数 PB 为 8.7 倍，相对 PB 为 1.8 倍	见顶时创业板指 PB(LF)为 15.0 倍，相对 PB(LF)为 6.3 倍
并购与商誉	并购公司数量占比	1998-2000 年 3 年间共有 848 家公司进行并购，占比 21%	2013-2015 年 3 年间共有 326 家公司进行并购，占比达 68%
	并购规模增速	00 年 Q1 并购增速为 182%，2000 年全年并购增速 222%	15 年 Q2 并购增速为 135%，15 年全年并购增速为 150%
	商誉占比	00 年 Q1 纳斯达克商誉占净资产比重 10.6%	15 年 Q2 创业板商誉占净资产比重 12.9%
市场特征	上市公司数量占比	见顶时纳斯达克上市公司数量占美国股票市场 53.7%	见顶时创业板上市公司数量占全部 A 股 17.2%
	总市值占比	见顶时纳斯达克总市值占美国股票市场 36.6%	见顶时创业板总市值占全部 A 股 8.7%
	证券化率	见顶时纳斯达克总市值占当年 GDP 比重 61.4%	见顶时创业板总市值占当年 GDP 比重 4.2%
指数前期表现	见顶前一个月/半年指数涨幅	见顶前一个月指数涨幅为 15.7%，见顶前半年涨幅为 74.9%	见顶前一个月指数涨幅为 22.2%，见顶前半年涨幅为 140%

注：纳指采用个股加总整体法得到整体市场情况（收入、利润、ROE）；纳指与创业板相对 PE 分别为相对标普 500 和沪深 300

数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

三、纳指 00-02 年下跌：熊市反弹多由贴现率下行所驱动，盈利拐点未确认前难言“反转”

3.1 下跌的根本原因在于产业政策红利消失、科网行业景气下行

看上去2000年2-3月美国司法部对微软的反垄断指控是纳指泡沫破灭的导火索，但实则美国科网产业的基本面走坏已难以支撑纳指数百倍的高估值。随着美国经济衰退、成长龙头财务造假、科网行业景气下行、流动性逆转等阴霾持续笼罩，纳斯达克步入了长达2年的熊市。

00年3月至5月，纳指快速下跌，跌幅38%。4月3日，美国联邦法院正式判处微软违反反垄断法并要求将其拆分，当日微软股价暴跌14.5%，消息公布后的两周时间内纳指迅速下跌了27.3%。同时随着4月CPI同比3.8%的公布，通胀持续升温引发市场对美联储继续加息的担忧，市场风险偏好受到抑制。

00年9月至01年9月，纳指迎来主跌通道，资本市场暴跌、大量企业破产倒闭也影响了科网行业的景气，基本面走弱又使纳指连续下跌1年，跌幅66%。(1) 00年Q3以来，美国经济增长放缓，确认经济出现向下拐点。美国实际GDP增速于00年Q3出现拐点、制造业PMI自00年初起持续下行。(2) 科网公司龙头00年Q3及01年Q1业绩不达预期。英特尔、戴尔、惠普、思科等龙头公司接连公布收入下滑、盈利减速的业绩预警，美国科网行业景气风光不再；(3) 总统换届选举风波、政治面不确定性因素也对纳指造成负面影响。01年2月，布什政府第一份工作报告显示科技经费仅增长1.4%，相比克林顿时期6%以上的增速大幅下降，反映对新经济的扶持削弱，市场对科技股负面情绪加重。

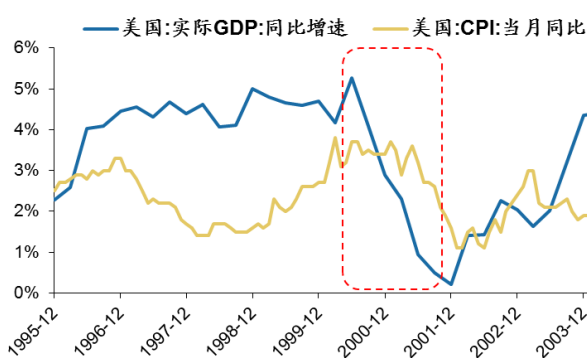
02年1月至02年10月，纳指震荡阴跌，跌幅45%。与欧洲、亚洲接连走出经济危机重回复苏的趋势不同，美国仍在衰退尾声，企业盈利未出现明确拐点，股市经历第三轮震荡下跌才逐渐筑底。

图14：纳指下跌过程中负面信息不断



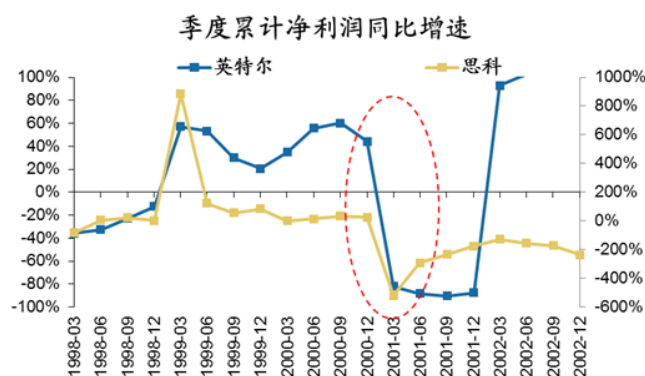
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15: 00年9月至01年初美国GDP下行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 01年Q1英特尔、思科业绩大幅下滑



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3.2 熊市反弹均由贴现率下行所驱动,而盈利拐点未出现前难言“反转”

在纳指暴跌的两年中,也出现了4次涨幅在20%以上的反弹行情。我们发现,4次“熊市反弹”主要是由于贴现率回落驱动(利率下行或风险偏好提升),投资者博弈流动性拐点、政策拐点。但这种“反弹”都没有真正形成纳指的“反转”,只因在盈利拐点确立之前,DDM的三因素改善未能形成共振。

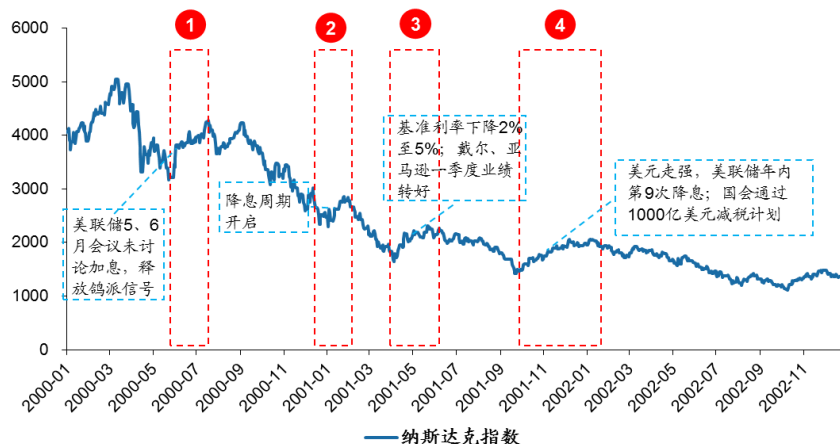
我们梳理了00-02年间纳指的反弹行情,其中指数反弹幅度超过20%的主要有4次,分别在00年5月(涨幅35%,持续近2个月)、01年1月(涨幅25%、持续1个月)、01年4月(涨幅40%、持续1个半月)、01年9月(涨幅44%、持续3个月)。

表2: 下跌过程中纳指经历了4次幅度超过20%的反弹行情

低点	高点	天数	反弹幅度	经济背景	反弹主要原因
2000/5/23	2000/7/17	55	35.1%	温和回落	议息会议偏“鸽”,流动性宽松预期
2001/1/2	2001/1/24	22	24.8%	经济减速	降息周期开启,流动性宽松
2001/4/4	2001/5/22	48	41.2%	经济恶化	流动性宽松,个别龙头业绩改善
2001/9/23	2002/1/8	107	44.4%	经济低迷	流动性宽松,减税政策超预期

数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图17：泡沫破灭后纳指三轮较大的反弹行情



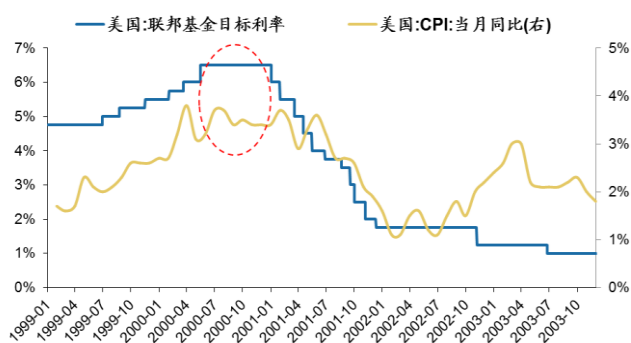
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（1）美联储议息会议表述偏“鸽”，00年6月至7月，纳指上涨35%

通胀压力下，美联储的议息会议表述偏“鸽”超预期，引发市场对流动性宽松的猜想。在CPI仍在3.8%高位的压力下，5月的美联储会议并未谈及继续加息的问题，且6月议息会议进一步取消了原定8月加息计划，这使得市场产生流动性宽松改善的预期，驱动纳指开启一轮反弹行情。

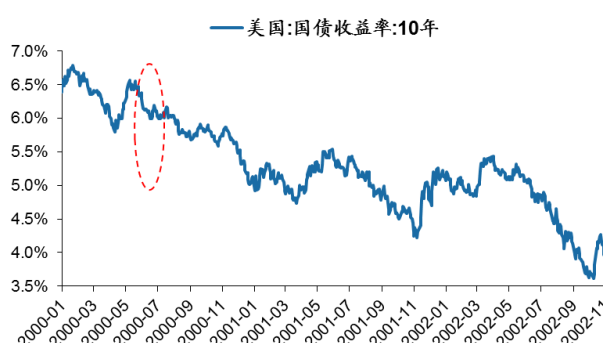
这一反弹区间内科技股盈利的趋势并未形成支撑，也使得反弹持续时间仅有2个月。7月业绩披露密集期，雅虎发布00年Q2业绩预告显示盈利将大幅改善，短暂带来科网股4天上涨，但随着更多公司公告业绩仍在下滑、越来越多的科网公司被迫破产倒闭退市，使得科网行业看到盈利拐点的希望破灭。

图18：CPI高位下00年8月的加息并未落地



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：十年期国债利率步入下行通道



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（2）降息周期正式开启，01年1月上涨一个月，涨幅25%

由于科网行业甚至全美经济下滑压力骤升，01年1月3日美联储将联邦基金目标利率从7%下调至6%，自99年以来再度开启降息周期，带动市场利率下行、风险偏好抬升。此外，思科、微软等科网龙头的PE估值击穿90年以来新低，“估值底”也支撑了反弹。

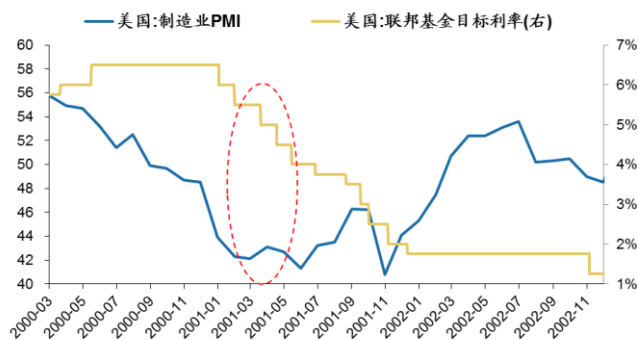
但01年初小布什上任，第一份工作报告显示科技经费仅增长1.4%，相比克林顿时期6%以上的增速大幅下降，反映新政府对新经济的扶持削弱，且科网公司盈利仍在不断恶化，这也使得这一轮反弹仅仅持续了20天就宣告结束。

（3）密集降息、科网龙头业绩改善，01年4月-5月，纳指上涨41%

这一轮反弹的主要原因是科网龙头公司释放业绩转好信号，以及美联储处于密集降息周期，使市场对“盈利拐点”及“流动性拐点”产生乐观预期。此时距离科网泡沫的创伤已超过一年，一些科网龙头公司的业绩释放乐观信号，比如4月戴尔公司重申了公司一季度乐观的收入目标，以及亚马逊宣布公司电子产品销售喜人、亏损额大幅收敛。此外，美联储仍处于密集的降息周期，00年1月至5月已降息超过5次，彰显了美联储挽救经济的决心。

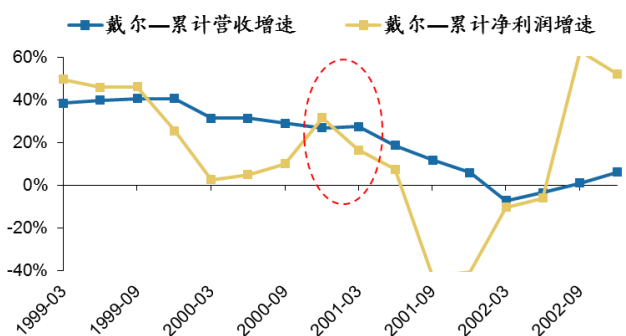
本轮反弹由于掺杂了投资者对科网行业“盈利拐点”的预期而更显强劲，短短2个月纳指涨幅超过40%。但由于经济数据仍在下行，且科网龙头如戴尔等也仅看到了收入端增速的止跌，而盈利增速仍在回落，因此“盈利拐点”的预期也随之落空。

图20：美联储三次降息，PMI下滑减缓



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：01年一季度戴尔营收止跌，小幅上涨



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

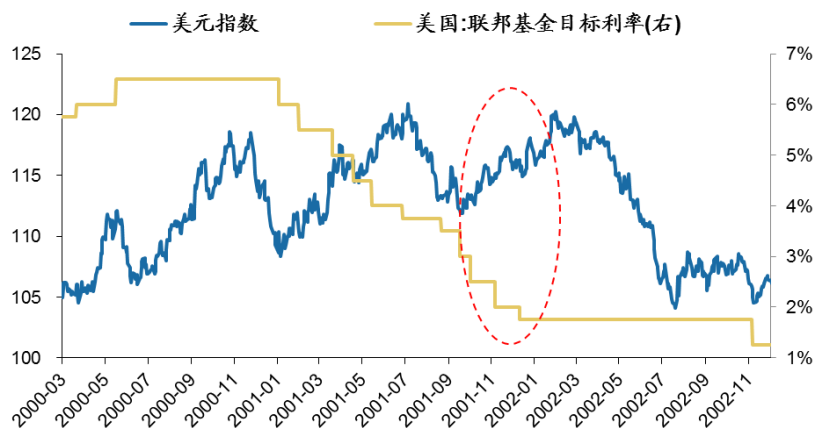
（4）“911”后强势美元回归，全球资本再度流向美国，01年10月至02年1月，反弹近4个月，涨幅44%

这一轮反弹主要来自于“911”事件平息后，强势美元下的全球资本流入，以及布什发布重磅减税计划刺激经济，推升市场风险偏好抬升。“911事件”后，美联储于9月17号再次宣布降息，流动性宽松预期延续。此外，911事件美国强势表态下市场逐步平息，强势美元下海外资金再度流入。01年11月，布什政府

提出600亿美元减税计划刺激经济，支撑市场风险偏好抬升。

本轮反弹是纳指触底前持续时间最久、幅度最大的一轮反弹，但02年Q1的经济数据显示基本面并未走出低谷，且在欧洲、亚洲经济全面复苏的背景下美国经济仍显疲态，企业盈利并未看到明确拐点，也使得本轮反弹并未走成反转。

图22: 美元走强，且国内仍在降息



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总结纳指00-02年下跌进程中幅度超过20%以上的四轮反弹行情，我们可以得到如下启示——

(1) 4次“熊市反弹”均来自于流动性的宽松改善预期（无论是暂停加息，还是明确降息），01年1月密集降息周期的开启已经说明“流动性拐点”的出现，此外市场对政策回暖的博弈也形成反弹的有效助推。

(2) 但“流动性拐点”与“政策拐点”不等于成长股指数的拐点，根本原因在于美国经济基本面的不确定、科网企业“盈利拐点”尚未明确，DDM模型的三因素还未形成有效共振。

四、 纳指 02 年 Q3 见底：市场对“盈利拐点”反复确认，DDM 三因素改善共振促成“反转”

回过头看，02年10月纳指真正见底迎来反转，此时距离00年3月的高点已过去2年半，点位也从5048跌至1114。“反转”之前市场具有哪些特征？我们具体探究纳指见底前后的市场环境、宏观经济、企业盈利、流动性、估值、细分行业及制度方面的特征和相关信号，解释当时纳指反转具备的条件，并为我们判断当前创业板所处的阶段提供一定借鉴意义。

4.1 02 年纳指底部特征——公司数量及市值占比锐减，估值回归到泡沫前水平，行业结构均衡优化

(1) IPO锐减，大量科网公司兼并退市，板块市值占比大幅回落

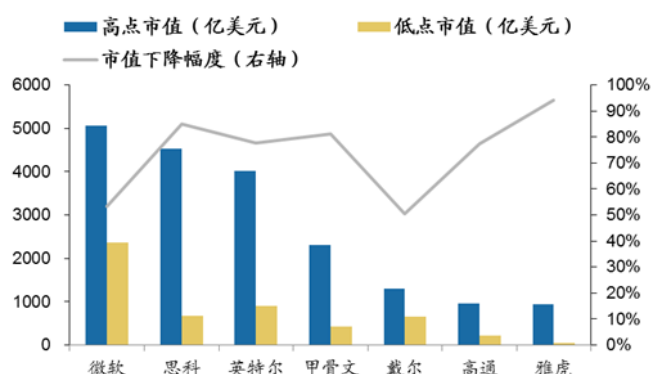
至02年10月低点，纳指市值蒸发四分之三，上市公司数量急剧减少，伴随大量“.com”公司兼并及破产，超过千家公司摘牌退市。而其他存活下来的依旧盈利的公司市值也大幅缩水，IPO风投及IPO热潮也逐渐退却。

市值蒸发，上市公司数量锐减。00年3月顶点时纳斯达克市场总市值高达6.16万亿美元，而到02年10月7日谷底之时为1.63万亿美元，仅为高点的四分之一。纳斯达克总市值占GDP的比例也从61.4%下降至14.8%。00年至02年，纳指上市公司数量从4078家降至3371家，净减少17.3%（若扣除其间新上市且存活过当年的公司，实际摘牌退市公司高达1130家，减少27.7%）。

科网龙头公司市值大幅缩水、商业模式不清晰的科网“新贵”破产倒闭。当时TOP10的雅虎和思科市值损失分别达94%和85%，如今成长为行业新龙头的苹果和亚马逊在这场股灾中市值亦蒸发超过70%，而Etoys（玩具的在线零售）、Pets.com（宠物站点）、Webvan（生鲜O2O）等红极一时的科网“新贵”在01-02年接连宣布破产，或者被低价收购，最终以退市收场。

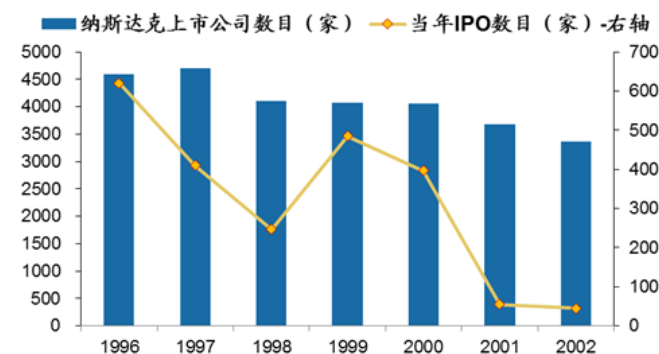
市场的剧烈波动带来市场风投及IPO热潮的退却。00年到02年，风险投资项目交易量从6213个下降到1800个，IPO数量从00年的397家骤降至01年的50家和02年的45家，01-02年间科技股IPO总共仅有6家。

图23：纳斯达克科网龙头公司市值缩水



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图24：纳斯达克上市公司数量减少，IPO冷却

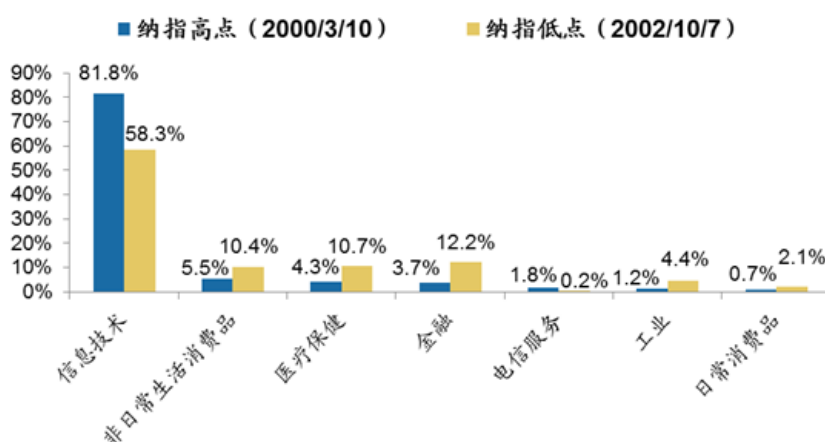


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（2）行业结构均衡优化，从过度依赖科网行业，逐步切换至生物科技和消费

科网泡沫破灭虽然重创信息产业，但使得纳斯达克市场的行业结构大幅优化，此前过度依赖科网公司，泡沫破灭后产业结构趋于均衡，代表新成长的生物科技快速崛起。纳指见底时，传统信息产业依旧是纳指的中流砥柱，但市值占比大幅下降。行业在经历了大幅洗牌后，市场重新恢复供需平衡状态。股市下跌期间信息技术、电信服务业总市值下降幅度分别达78%和97%。而金融、医疗保健、消费和工业行业的比重提升，使纳指的盈利更快走出泥潭。伴随美国新一轮经济周期的开始，经济复苏、需求回暖，金融、医疗保健和消费类公司在纳指的下落中表现出良好的抗跌性，工业行业的总市值甚至增长6%。至02年10月，金融、医疗保健和非日常生活消费品市值占比都超过10%，纳斯达克市场行业结构更为优化和均衡。其中，生物科技行业成为继科网行业之后的成长股“新贵”，市值占比出现快速抬升，且安进等生物科技龙头公司的业绩增长也为纳指盈利见底提供强劲支撑。

图25：纳指泡沫顶点与低点行业结构对比（市值占比）



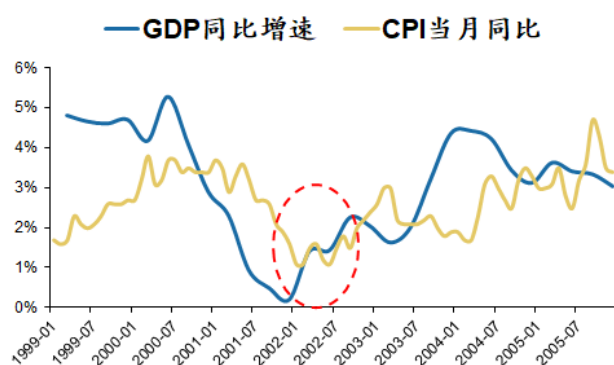
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：行业分类为GICS一级分类

4.2 02 年美国经济量价齐升，“盈利拐点”略领先于“指数拐点”

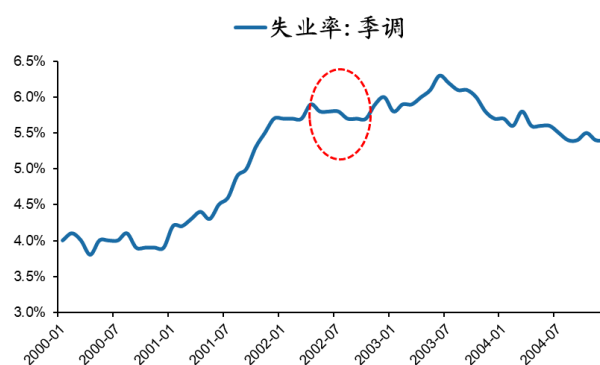
02年年初，我们观察到美国经济数据已经触底企稳，密集的11次降息刺激初步看到政策效果。从经济的量价数据来看，00-01年美国基本处于“量价齐跌”的衰退态势，而02年Q1起，美国GDP增速自接近0%增长的低位小幅回升，CPI也自1%左右震荡上行，至02年Q3，美国GDP已回到2%-4%的温和增长中枢，“量价齐升”的复苏态势出现。此外，00年9月以来持续攀升的失业率数据也在02年年中得到稳定和遏制。

图26：2002年开始美国经济触底企稳



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：持续攀升的失业率数据在02年年中得到遏制

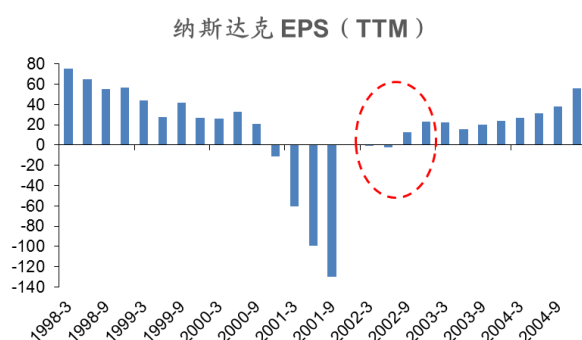


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

纳指的“盈利拐点”大致出现在02年一季报，领先于“股市拐点”约半年左右。00-01年间，纳指EPS(TTM)持续下滑，01年Q3纳指整体的EPS达到-130的最低点。02年Q1盈利拐点基本确立，EPS(TTM)负值大幅收敛至0左右，并在Q2-Q3 EPS进一步从-2.51上升为12.51，盈利扭亏为盈。

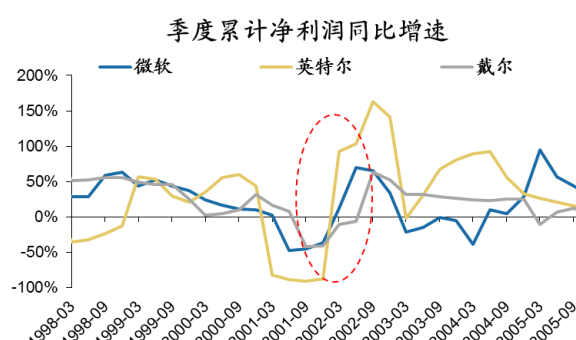
龙头公司相对更优，科网巨头的盈利趋势在01年下半年已率先出现好转，并在02年进一步修复，为02年纳斯达克板块整体“盈利拐点”的确认提供支撑。微软、英特尔、戴尔等纳指龙头公司净利润增速在01年Q2-Q4渐次出现上行拐点，并在其后保持盈利进一步改善趋势，至02年纳指见底时龙头公司盈利增速已经恢复到高点，例如微软在02年Q2累计净利润增速为69%，英特尔、戴尔累计净利润增速在02年Q3分别达到163%和63%。

图28：纳指EPS上行带动股价上扬



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图29：纳斯达克龙头01年下半年出现盈利拐点

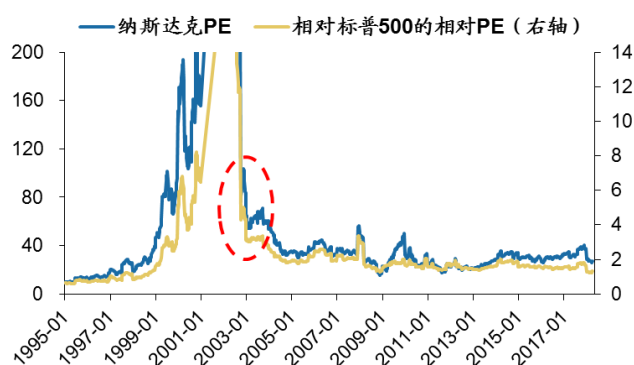


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

4.3 估值回归泡沫化前水平，龙头公司估值触及历史底部

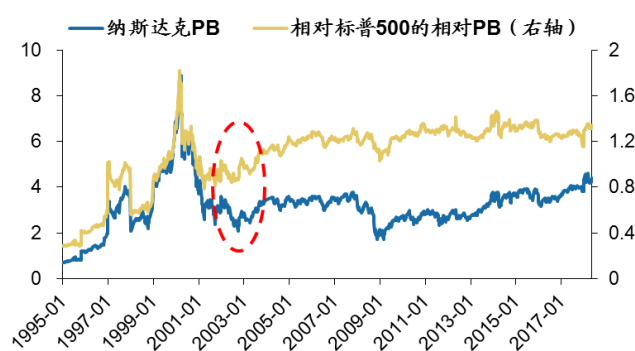
由于盈利扭亏为盈，纳指股价见底时，板块PE与PB已恢复至99年年初股市泡沫化之前的水平。02年10月，随着纳斯达克市场的整体盈利恢复，PE水平从200倍以上降至60-80倍区间内，纳指见底时PE为76.6倍，同期标普500的PE为17.8倍，相对PE为4.3倍。03年以后，PE逐渐回归至30倍的中枢水平，此时标普500的PE也回落至20倍，相对PE恢复至1.5倍；而纳斯达克PB估值相对稳定，纳指见底时PB估值下降至低点2.1倍，同期标普500的PB为2.4倍，相对PB估值下降至0.87倍。

图30：纳斯达克PE回归泡沫前水平



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

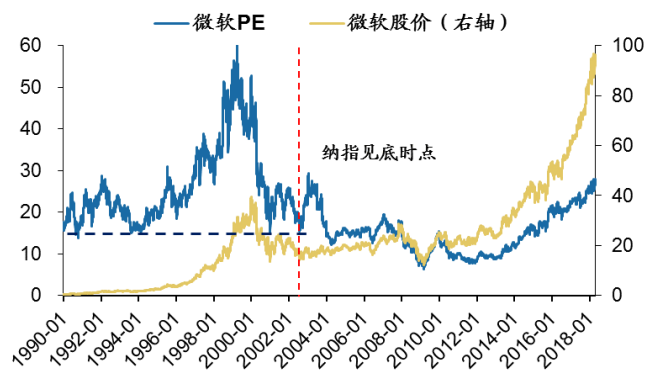
图31：纳斯达克PB回归泡沫前水平



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

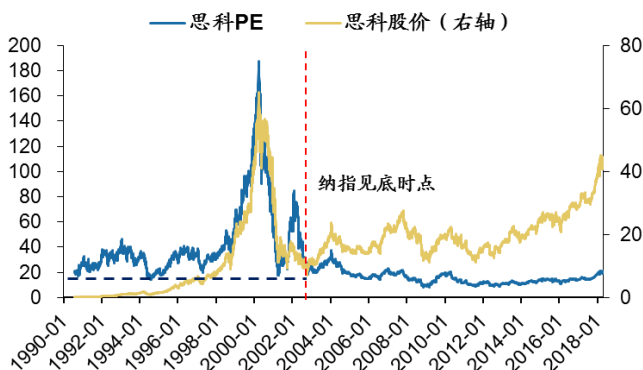
股价下跌叠加盈利修复，龙头公司的估值也大幅下修，02年10月纳指科网龙头股的估值普遍回落至90年以来的历史低位。以微软和思科为例，02年纳指见底时微软和思科的PE估值回落至90年以来历史低位水平。但值得一提的是，龙头股的估值触及历史低位并不是股价反转的必要条件，早在01年年初许多龙头股的估值已经跌至历史低位，但由于缺乏盈利的支撑，当时股价并未走出反转。

图32：微软估值下修



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33：思科估值下修

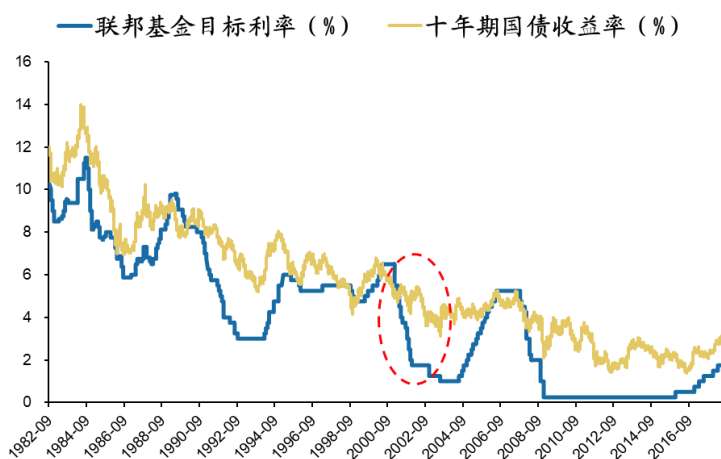


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.4 连续 11 次密集降息后美联储再次选择宽松操作

从01年年初起，美国开启了密集的降息进程，无风险利率持续下行，流动性极度宽裕。2001年1月，美联储调降联邦基准利率50个基点，随后降息通道开启，仅2001年一年的时间，美联储就连续11次调低联邦基金目标利率，在2002年10月纳指见底时，利率水平从高点6.5%降至1982年以来的低位1.75%，市场流动性已十分宽裕，与此同时，10年期国债收益率也自00年3月纳指见顶时的高点6.35%累计下行271BP至低位3.64%。

图34：纳指见底前美联储密集降息，无风险利率持续下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.5 “政策拐点”出现，布什政府对高科技产业政策回暖

产业政策方面，克林顿政府鼓励创新，扶持高科技产业发展，大力推动了互联网产业的发展；布什上台后新经济改革政策宣布结束，科网行业政策遇冷。而“911”事件使美国再度重视科技产业发展，“政策拐点”出现。

2001年影响美国高科技产业发展的一个重大的负面因素就是政府的更迭，共和党总统小布什主张减税和削减政府开支，其中包括科技支出。2001年2月18日，小布什上台后提出的第一个预算草案中，有关科技的经费较过去几年来增速大大回落，经费仅仅增加了1.4个百分点，而过去几年平均年增幅6%以上；此外，商务部的“先进技术计划”宣布被终止，接连打击高科技产业的发展前景。

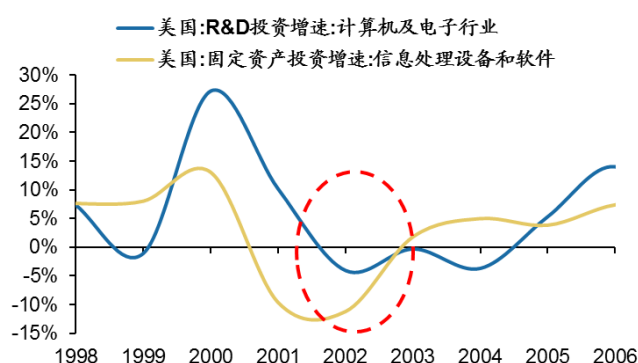
但受到911恐怖袭击的影响，针对网络安全、信息技术、反恐科研等高科技软硬件产业的扶持力度显著增加，布什政府对待高科技产业的政策导向出现积极变化。自02年起，美国政府对科技行业投资力度加大，使得科技行业固定资产投资及研发投入在02-03年出现明显的增长。此外，布什政府针对纳米技术、生物科技、基因研究等医药科技领域发布了一系列的促进政策，也为纳指的行业结构转型奠定基础。

表3: 布什政府促进高科技政策

时间	政策	相关内容
2001 年 10 月	《信息时代保护关键基础设施》	组建总统关键基础设施委员会, 委员会主席成为总统网络安全事务的特别顾问。
2001 年 11 月	《互联网免税法案》	延长两年, 有效期至 2003 年 11 月
2002 年 5 月	《网络安全研究与发展法案》	5 年内为大学和研究机构提供 8.7 亿美元资助, 用来研究美国网络不受恐怖主义分子与黑客袭击的技术。
2002 年 7 月	《美国国土安全国家战略》	打击恐怖主义防止大规模毁灭性武器扩散, 美国将采取“先发制人”政策。
2002 年 9 月	《国家安全战略》	国土安全都把保护网络基础设施放在最高的优先级别。
2003 年 1 月	《国家植物基因组计划》第二个五年计划	开发出大量的低成本技术; 有效地管理信息量巨大的植物基因组数据库; 培训新一代植物基因组科学家。
2003 年 2 月	《确保网络安全战略》	建议政府提高网络关键设施的安全性, 加强计算机中心建设, 以监测对付“网络攻击”。
2003 年 11 月	《21 世纪纳米技术研究开发法案》	2005 年之后的四个财政年度中投放 37 亿美元用于促进纳米技术的研究开发。

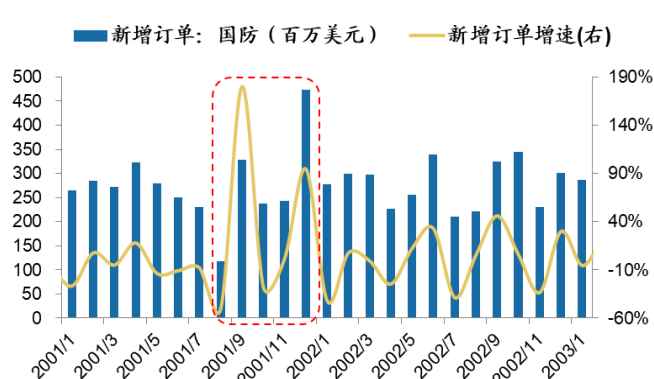
数据来源: 广发证券发展研究中心

图35: 科技行业研发投入大幅增加



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 911事件后国防设备支出大幅增加



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

4.6 估值底、盈利底、利率底、政策底，多因素共振驱动纳斯达克指数反转

如果说00-02年间的4次纳指反弹主要是由贴现率驱动（利率下行/风险偏好上升），那么02年10月纳指触底的时候是真正出现了多因素共振，即估值底、盈利底、利率底和政策底的先后确认。

“盈利底”是板块反转的“充分条件”。市场对“盈利底”的确认更显迟疑，市场见底距离纳指标杆龙头股的业绩改善信号（01年下半年）滞后了一年，

而相比板块整体的EPS改善（02年Q1）也滞后了半年。直至“政策底”出现，市场才逐渐相信纳斯达克板块盈利修复的可持续性，从此纳指正式开启了十余年的“盈利牛”行情。

表4：纳指00-02年间的反弹行情，与02年指数反转时的背景对比

	时间	天数	涨幅	流动性底	盈利底	政策底
反弹 1	00/05-00/07	55	35.1%	✓ 议息会议释放鸽派信号		
反弹 2	01/01	22	24.8%	✓ 降息周期开启		
反弹 3	01/04-01/05	48	41.2%	✓ 密集降息，基准利率下降 2%至 5%	戴尔、亚马逊一季报业绩好于预期	
反弹 4	01/09-02/01	107	44.4%	✓ 强势美元 年内第 9 次降息	亚马逊四季度首盈，营收触底回升	
反转	02/10	/	/	✓ 基准利率已下降 5.25%至 1.75%	✓ 市场整体、及科网龙头公司盈利均见底回升	✓ 布什政府对生物科技、信息安全的领域扶持加大

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

五、先于纳指见底的行业与公司：探索新业务模式的传统龙头，与政策扶持加码的新产业

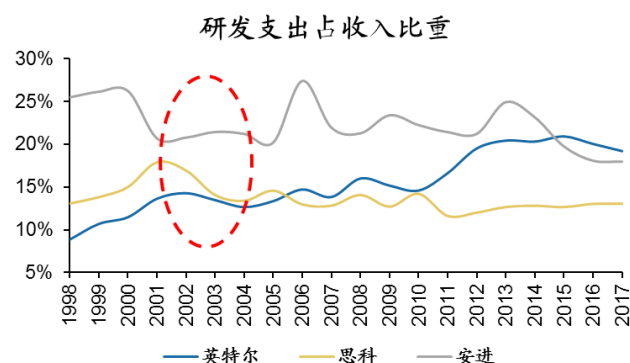
在02年10月纳指见底前，已经有一些行业与个股率先走出困局，我们试图找寻这些行业与公司的特征。

5.1 第一类：政策扶持型的新产业——生物科技、信息安全

95-00年纳斯达克板块的上市公司扎堆在“科网”行业，GICS一级行业中信息技术的市值占板块比重超过8成。而到02年，纳斯达克板块的产业结构更加均衡，且一些受到新政府扶持的科技领域享受更明确的政策红利，也使得在板块见底前率先开始领涨，代表行业是小布什政府大力推进的生物科技、信息安全。

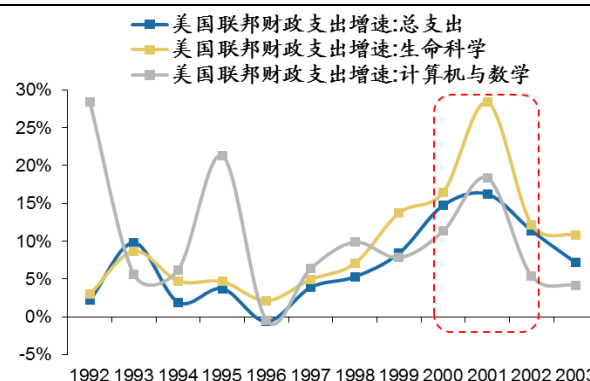
小布什接任克林顿上台后，把推动纳米技术、基因技术研究开发作为科技政策的重点，并接连签署高规格文件部署及增加科研经费，生物科技也超越计算机成为美国财政支出占比最高的行业。2001年美国联邦政府在纳米技术上的研发投入增加了83%；2002年6月美国召开“Bio 2002”贸易年会，并颁布《公共卫生安全和生物反恐法案》，通过了60亿美元预算；2003年小布什签署了《21世纪纳米技术研究开发法案》，通过多机构的参与协调与合作支持长期性的纳米技术的研究和开发；同年，布什还提出了《国家植物基因组计划》的第二个五年计划。2001年以来，美国科研经费总投入增速下滑，但生物技术产业的研发投入仍然保持了高规模与高增长，且生命科学研究支出也处于美政府民用R&D支出的优先地位。生命科学也成为美国联邦政府财政支出占比最高的行业（占比52%），且增速显著超过计算机。

图37：01-03年医药龙头研发支出占比依旧提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

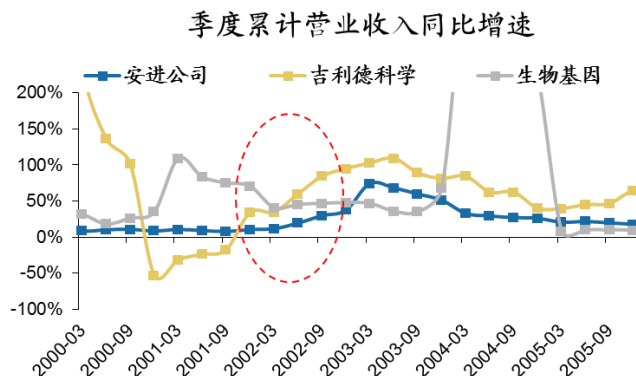
图38：生命科学行业财政支出增速高于计算机行业



数据来源：NSF Science & Engineering Indicators，广发证券发展研究中心

在政策红利的倾斜下，生物科技成为纳斯达克板块的新宠儿，行业景气抬升，安进、吉利德科学等龙头公司在02年7月市场仍低迷时就开始大幅上涨，带动行业指数领先纳指走牛。

图39：生物科技公司02年Q2净利润增速抬升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图40：生物科技指数领先于纳指出现反转



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

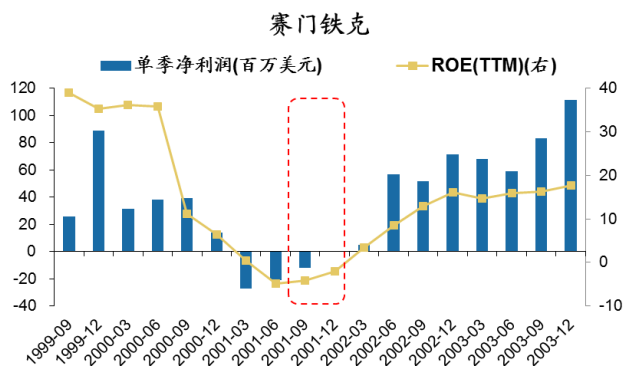
此外，受“911”事件的冲击，美国加强扶持信息安全产业的发展，政府先后签署重磅战略文件，且安全软件行业获得大规模风险投资的青睐，也使得信息安全指数先于纳指上涨。代表龙头公司赛门铁克的股价与业绩数据均领先于纳指先行出现向上拐点。

图41：信息安全龙头赛门铁克股价率先反转



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图42：赛门铁克01年Q3以来业绩迅速改善



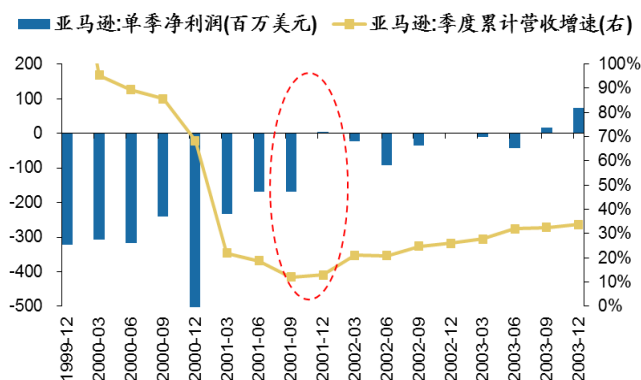
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

5.2 第二类：新业态、新模式下的传统科网龙头

90年代纳斯达克明星公司的业务模式主要集中在“科网”领域，如个人PC端的软硬件、手机、浏览器及网上书店、搜索引擎等等。而随着泡沫破灭、行业景气下行，一部分明星公司因为破产而退出（Etoys、PETS.com），一部分明星公司“苟延残喘”但风光不再（爱立信、世纪通讯）。还有一些明星公司积极实现新模式的探索与转型，率先走出盈利困境的“泥潭”，成为产业复苏的标杆，这些龙头公司的股价低点也领先于纳指低点，代表行业是亚马逊与Ebay。

亚马逊不再拘泥于网络书店狭隘的业务模式，通过积极的业务重组，拓展全品类的电子商务零售业务、为第三方卖家提供电商解决方案，盈利与股价均领先走出困局。亚马逊1995年以网络书店的身份成立，在科网泡沫的冲击下开始积极寻求全品类的电子零售业务拓展，如00年底推出第三方开放平台Marketplace进驻大批商家，02年投资1亿美元收购在线音乐商店CD Now打开网络CD销售的市场份额，03年起不断增加服装、鞋类、手表及汽车配件业务，提高客户体验。此外，01年亚马逊开始为零售商、实体店提供建站、运营等服务，通过运用自身强大的IT基础设施、高效的仓储物流系统为第三方卖家提供电商解决方案，不断获取增量收入。作为电子零售业务的代表，2001年Q4亚马逊上市以来首次扭亏为盈，实现单季利润508万美元，极大鼓舞了投资者的信心，亚马逊的股价自01年9月迎来向上拐点，此后亚马逊营收保持稳步增长，盈利趋势也在03年得到确认。亚马逊股价反转领先纳指一年时间。

图43：亚马逊收入和盈利于01年末开始改善



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

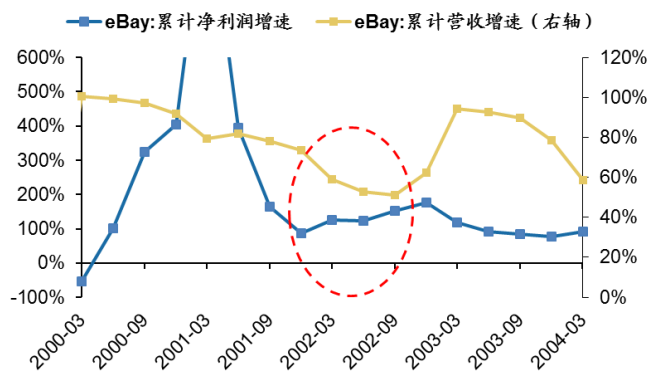
图44：亚马逊股价领先于纳指出现反转



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

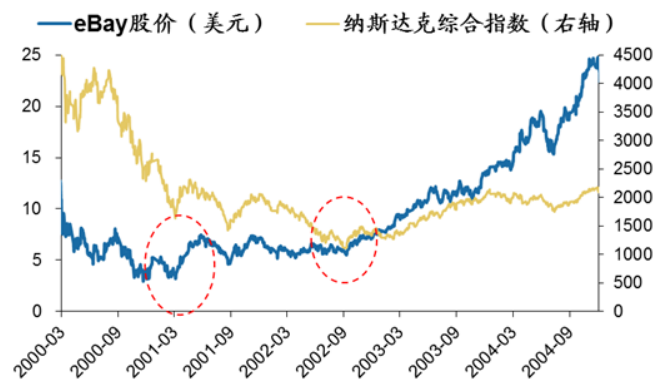
eBay于02年收购Paypal，抢占“在线支付”先机，也成为了危机后率先上涨的代表公司之一。02年科技产业整体上并未从纳斯达克的崩溃中复苏，而eBay业绩增速出现拐点，eBay在02年以15亿元收购Paypal，布局在线支付，也为其盈利模式打开全新增长点。Paypal作为当时领先的支付类创业公司，它的在线支付业务为eBay带来了增量用户，eBay净利润于01年Q4出现拐点，而eBay股价也于01年3月出现反转，领先纳指近一年半。

图45：eBay盈利于01年Q2出现改善



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图46：eBay股价领先于纳指出现反转



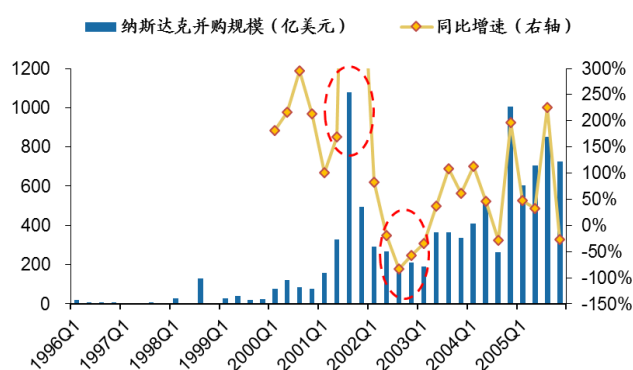
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

六、 纳指 00-02 年的并购及商誉：并购高峰出现在泡沫后，商誉减值消化超过四分之一

6.1 纳斯达克的并购高峰出现在泡沫破灭后的 01 年

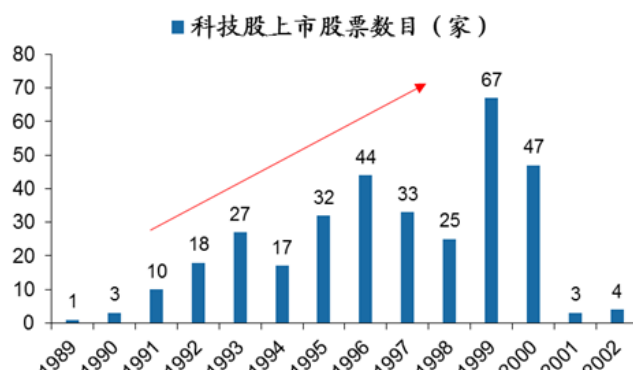
纳斯达克在98年以前鲜有并购，1998-2000年并购规模快速扩张，而在泡沫破灭后的兼并重组浪潮中达到并购顶峰。纳指牛市也伴随着并购的繁荣，但纳指并购的顶峰不是牛市的顶峰，反而出现在纳指下跌、大量公司破产收购的过程。由于科网公司主要采取IPO的方式到纳斯达克板块融资，因此92-00年IPO的数量激增，而并购并不是主要的融资方式。纳斯达克市场并购规模从98-01年快速增长，在01-02年下跌时并购达到顶峰，高峰出现在01年Q3，主要是大量的企业面临破产，吞并收购加剧。此后纳斯达克并购规模及增速持续下行，至02年Q3见底时纳指并购活动已经跌入谷底。在科网泡沫破灭后，美国经济走出低谷，并购活动重又变得活跃。

图47：纳斯达克并购规模在01年Q3达到顶峰



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图48：89-99年纳斯达克科技股IPO数目增加

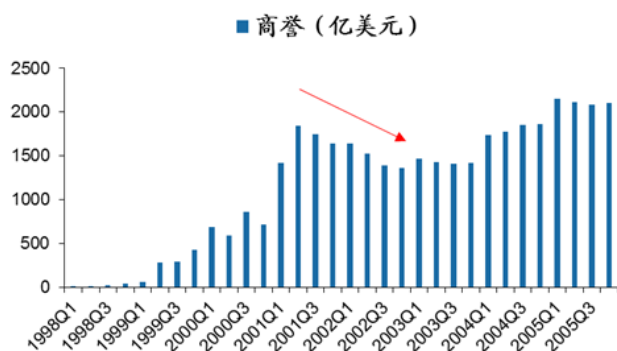


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

6.2 纳指并购形成大量无形资产，01-02 年商誉减值消化四分之一

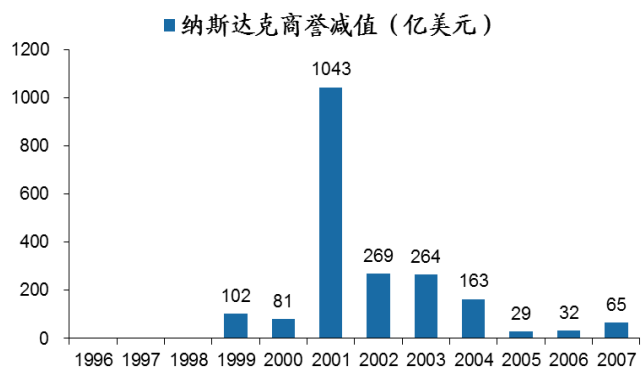
在纳斯达克1999-2001年的并购高峰中，也形成大量无形资产与商誉，商誉的计提高峰出现在01年。而随着并购协同效应低预期，商誉的减值压力逐步释放。纳斯达克98-01年商誉规模大幅增加，在01年二季度达到高点1842亿美元，占净资产比重达到20.9%，占比也达到顶峰。商誉减值的高峰发生在01年，2001年商誉的减值规模就超过1000亿，也使存量的商誉规模出现下降，至02年末商誉减值至阶段性低点的1356亿美元，相比最高点商誉消化四分之一。

图49：纳斯达克商誉从01年Q2高点降至02Q4低点



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图50：纳斯达克商誉减值高峰发生在01年



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

七、 15-18 年的创业板：“熊市反弹”也主要基于贴现率驱动

融资融券业务爆发下大量杠杆资金涌入创业板是引发创业板泡沫的直接原因，两融笼头的突然关闭使得创业板迅速转向，创业板的下跌进程更快、更急。此后经济数据走弱、16年创业板外延式并购退潮，“熔断机制”上线引致市场恐慌情绪和踩踏风险，15-18年的创业板处于震荡下跌区间。

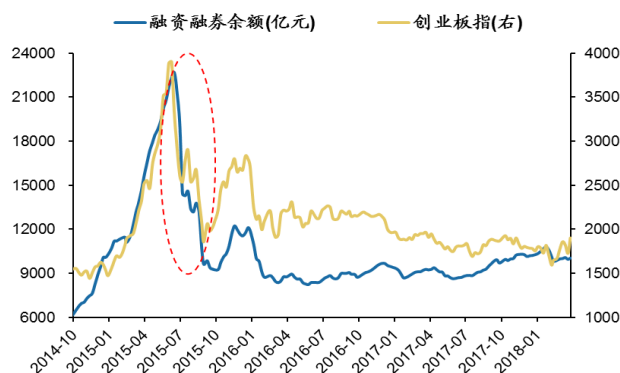
7.1 金融去杠杆破坏“流动性牛”，并购商誉减值风险破坏“业绩牛”

15年6至9月，创业板在两融收紧下开启一轮急跌，跌幅54%。创业板的下跌始于监管层对两融业务、场外配资的“步步紧逼”，两融业务的全面叫停成为压死骆驼的“最后一根稻草”。自15年1月起监管层开始释放两融收紧信号，直到6月全面叫停两融业务，杠杆资金驱动的流动性牛市逻辑逆转，前期市场积累的负面情绪集中爆发，创业板快速下跌，3个月内跌幅达53.9%。

15年12月至16年2月，国内宏观数据持续走弱，美联储06年以来首次加息，熔断、限售股解禁构成整体股市利空，创业板2个月内跌幅31%。2015年我国GDP同比跌破7%，固定资产投资增速创近16年以来新低，经济下行风险加剧。11月美国非农数据超预期下12月联储会议宣布加息25个bp，为06年6月以来其首次加息。此外，15年底限售股解禁高潮到来、16年年初熔断机制正式实施，特殊的市场环境均压制市场风险偏好，创业板承压下跌。

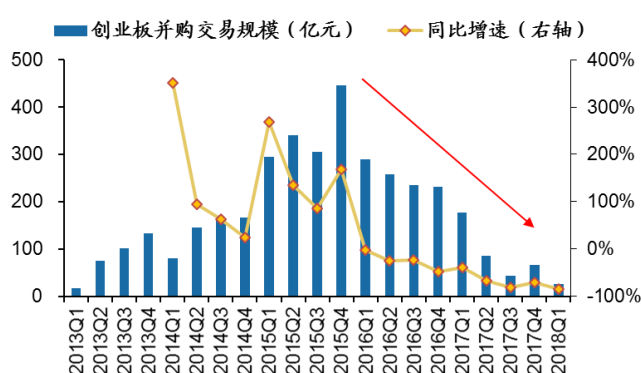
16年4月至18年2月，前期创业板外延式并购边际效应减弱，盈利步入持续下行通道，创业板下跌近2年，跌幅32%。13-15年牛市行情推动创业板并购井喷，15年并购规模达2145亿元，相比13年增长了5倍，并购因素使得创业板盈利增速持续上行。16年6月证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿，抑制“炒壳”、严控“脱实向虚”，因而16年Q1起创业板并购规模开始出现负增长，拖累盈利大趋势向下，创业板此后长期处于震荡区间。

图51：两融收紧后创业板开启下跌进程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图52：16年Q1创业板并购退潮



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

7.2 三轮主要的反弹行业也主要基于“贴现率下行”

15-18年创业板仅经历了三次1个月以上、幅度超过20%的反弹，主要由流动性与政策改善预期共振驱动。

创业板三次较大幅度的反弹分别出现在15年9月、16年3月和18年2月。15年9月，创业板在央行“双降”及政策红利下完成了一次较好的反弹，期间涨幅达60%（两个半月）；16年3月，两会等政策性利好带来创业板20%的反弹（一个月）；18年2月，时隔2年创业板在无风险利率下行及CDR、独角兽等新经济政策下经历了一轮20个点的反弹。

图53：创业板下跌过程中的三轮较大反弹行情



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表5：下跌过程中创业板经历了3次幅度接近或超过20%、时长大于1个月的反弹行情

	时间	天数	涨幅	流动性底	政策底	盈利底
反弹 1	15/09-15/11	70	61.2%	✓ 央行年内第3次“双降”		
反弹 2	16/03-16/04	34	20.1%	✓ 央行下调 LMF 利率	✓ 两会：深入实施创新驱动发展战略	
反弹 3	18/02-18/03	50	18.9%	✓ 无风险利率下行，两融余额、北上资金回升	✓ 新经济政策：推出 CDR、上市制度改革等	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(1) 15年9月至11月底，央行“双降”流动性宽松，创业板超跌反弹61%。

继15年6月央行“全面降息+定向降准”政策组合后，8月底央行再次宣布“双降”超预期。而此时十年期国债利率也已降至3%，创下近09年1月以来低位，流动性宽松改善。此外，在“稳增长、调结构、促转型”的政策基调下，十八届五中全会对“十三五”规划的讨论强调“经济转型、信息化、新兴产业”，市场风险偏好进一步修复。

但最终小盘股的上扬中止于16年初解禁潮的来袭，且16年年初熔断机制的实施进一步造成创业板的恐慌性下跌。

图54：15年9-11月流动性大幅宽松



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：16年两会期间创业板利好政策一览



数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 16年3月至4月，两会政策利好下市场风险偏好修复，创业板指反弹20%。

2016年是十三五开局之年，16年两会政府工作报告中指出深入实施创新驱动发展战略，促进大数据、云计算、物联网广泛应用，深入推进“中国制造+互联网”，政策利好小盘股风格；同时，两会确立深港通将于年内开通，带来增量资金预期，3月16日《十三五规划纲要》提出“要创造条件实施注册制”，注册制推出进度晚于市场预期，均带动整体市场风险偏好的修复。

市场流动性预期较为宽裕。美联储3月议息会议决议维持利率不变，释放“鸽派”信号，同时央行下调MLF各期限利率25个基点，MLF利率降至14年9月发行以来的较低水平，流动性阶段性宽松。

(3) 18年2月至3月底，流动性环境改善及持续出台的新兴产业扶持政策，“贴现率下行”驱动创业板反弹20%

18年1月下旬以来，十年期国债收益率从接近4%的高位开始下行，春节后央行公开市场操作持续加码，北上资金持续净流入，两融余额底部回升，A股市场流动性环境改善。

而政策层面，18年以来政策改革重点偏向对“新经济”的扶持，2月9日深交所发布《发展战略规划纲要（2018-2020）》大力推进创业板改革，3月两会期间“独角兽上市”成为市场热点，政策东风有力的提振了股市投资者的风险偏好。

但在这一次反弹中更多是超跌个股反弹，18年年报预期业绩高增长的个股并没有明显跑赢业绩低增长的个股。

图56：1月以来10年期国债收益率高位下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图57：18年上市制度改革扶持新兴产业

时间	发布机构	简介
2018年3月7日	2018年两会	中国证监会还有交易所需要抓紧推进新经济、独角兽企业在境内发行上市的试点和准备工作
2018年3月5日	2018年政府工作报告	实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，多领域推进“互联网+”，积极运用新技术、新业态、新模式，大力改造提升传统产业
2018年3月30日	国务院	《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》
2018年3月1日	中共中央办公厅、国务院	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》，强调保护知识产权就是保护创新
2018年2月9日	深交所	《发展战略规划纲要（2018-2020）》提出形成领先的创新支持市场体系，国家级高新技术企业占比、中小创企业成长性领先全球新兴市场，强化对“独角兽”等新兴行业企业服务
2018年1月30日	证监会2018年工作会议	增加制度的包容性和适应性，提出加大对新技术、新产业、新业态、新模式的支持力度
2018年1月19日	上交所	《2018 年上交所发展战略和工作重点》提出下一步要逐步把上交所市场建设成为具有多层次、包容性的新蓝筹市场

数据来源：广发证券发展研究中心

八、从 00-02 年纳斯达克看当前创业板的“同与不同”

创业板指在15年Q2突破4000点后，盈利回落与估值消化距今亦有3年。我们希望把当前的创业板和02年的纳指作对比，试图回答同样经历一轮成长股牛市后，当前的创业板与02年的纳指有哪些相同点？有哪些不同点？我们是否可以沿着当年纳指的线索，寻找创业板指数拐点的信号，并积极关注哪些可能率先上涨的行业和公司？

8.1 当前创业板与 02 年纳斯达克的相似点：“政策拐点”与“流动性拐点”先后出现，估值筑底

相比于16-17年金融去杠杆过程中、贴现率持续上行对创业板形成的估值挤压，18年创业板确实出现了一些积极的信号，首先是“政策拐点”的出现，其次是利率中枢的下移。

在上一轮创业板牛市中，“并购转型”提升风险偏好，“杠杆资金”带来增量筹码，而16-17年金融监管不断深化，针对跨界并购重组”、通道业务的严监管持续压制创业板的政策预期。但在十九大之后，一系列政策对科创领域的着墨显著增加，“政策拐点”或已出现，提升了市场的风险偏好。随着十九大提出供给侧改革思路由“去产能”向“补短板”发力，两会期间证监会、上交所、深交所品牌发声加大对“四新”独角兽企业的支持力度，鼓励创新企业上市融资，政策回暖迹象日益明确。

图58：独角兽相关政策

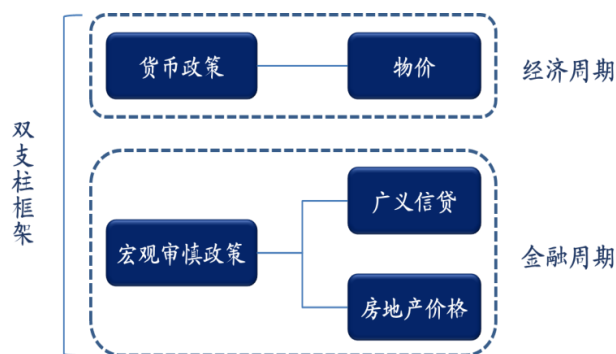


数据来源：广发证券发展研究中心

17年利率持续上行，牵引力来自于经济增长和宏观审慎双轮驱动。18年在双支柱框架下研判，利率中枢或相比17年回落，“流动性拐点”亦已出现。十九大报告强调要健全双支柱框架判断利率，双支柱框架之一的货币政策主要盯住通胀，今年除了油价冲击之外其它物价趋势很难形成大的通胀压力，因此持续高通胀对货币政策形成约束的情形可能性不大；宏观审慎政策主要盯住广义信贷和房

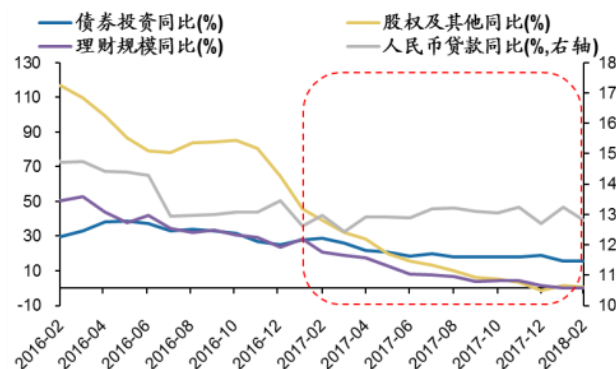
地产价格，广义信贷增速和房地产价格涨幅目前均已缓和，因此今年的宏观审慎应该是边际缓和而不是边际收紧的。在双支柱框架下，今年的狭义流动性要相比17年宽松，“流动性拐点”亦已确认。

图59：宏观审慎双支柱



数据来源：广发证券发展研究中心

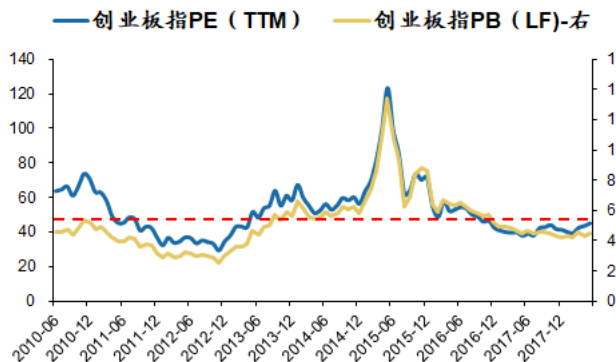
图60：广义信贷增速下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从创业板的板块估值与龙头公司的估值来看，也基本回到了上一轮牛市启动前的底部区域。

图61：创业板估值回归牛市启动前水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图62：创业板龙头公司估值下修



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

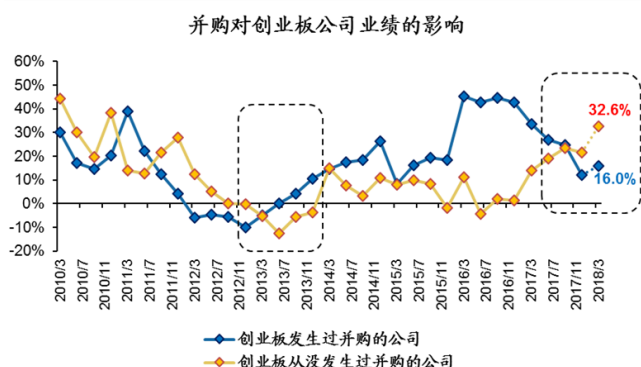
从纳斯达克的经验来看，贴现率下行就可以驱动一轮幅度在20%以上的反弹行情，但DDM分子端盈利底的“夯实”则是板块见底反转的“充分条件”。从18年的创业板来看，贴现率下行的条件已经具备，“盈利拐点”的确认是当前市场分歧的关键。

8.2 当前创业板与02年纳斯达克的不同点：“盈利拐点”尚未确认

从纳斯达克的经验来看，板块整体出现明确的“盈利拐点”领先指数走牛大约半年左右，而龙头公司的盈利修复出现的更早。可见市场在经历估值下修、盈利回落周期后，对“盈利底”的确认更显迟疑。

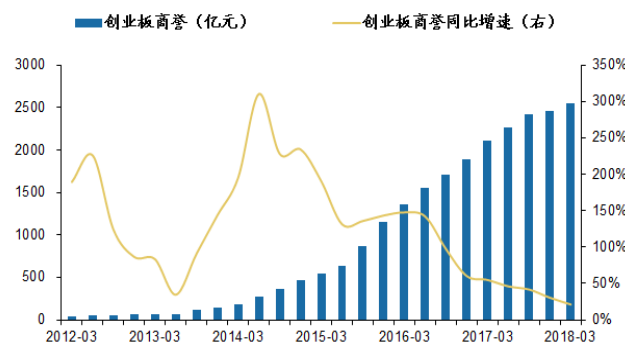
维持我们在A股一季报深度分析《盈利体现韧性，结构渐入佳境》中的观点，当前创业板的“盈利拐点”尚未确认。（1）剔除温氏、乐视、传媒三龙头（光线、东财、华谊）后，如果刨除17年报“业绩炸雷”的扰动，创业板18一季报的利润增速21.6%依然低于17三季报的24.2%，创业板的盈利并未走出16年以来的下行通道；（2）“并购逻辑”被破坏后，未发生过并购的创业板公司内生性增长已经持续回升7个季度，但创业板利润占比起主导作用的还是发生过并购的公司，15-16年并购高峰带来的业绩不达承诺对创业板的利润冲击还未消化完毕；（3）创业板商誉占净资产的比重仍有20%，远高于主板的2.5%以及A股剔除金融的6.3%，也接近纳指商誉占净资产比重的最高值（20.9%）。01年纳斯达克商誉减值超过千亿美元，商誉存量自高点下降26%，而18年Q1创业板商誉不仅没有下降、仍在以21%速度增长，存量的高商誉有待继续消化。

图63：并购对创业板公司业绩的影响



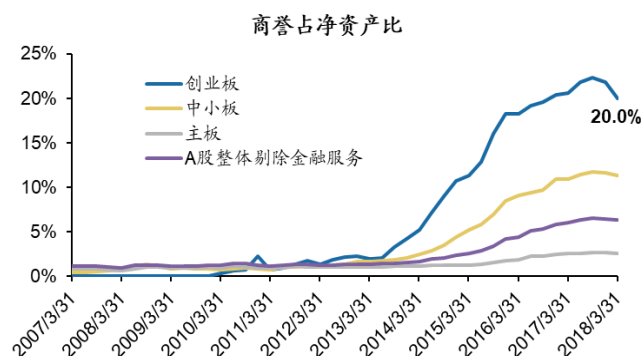
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图64：创业板的商誉仍以21%的速度增长



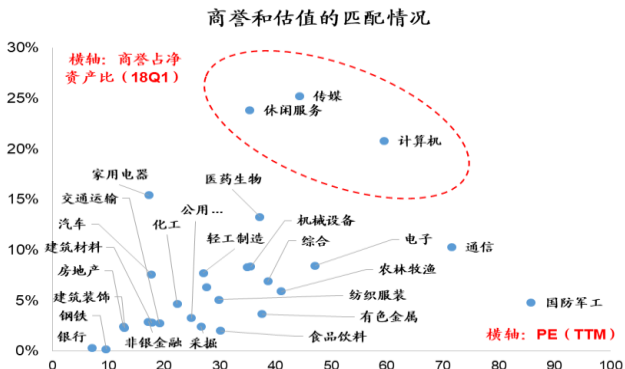
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图65：商誉占净资产比重接近20%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图66：商誉占净资产比重（18Q1）与估值的比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

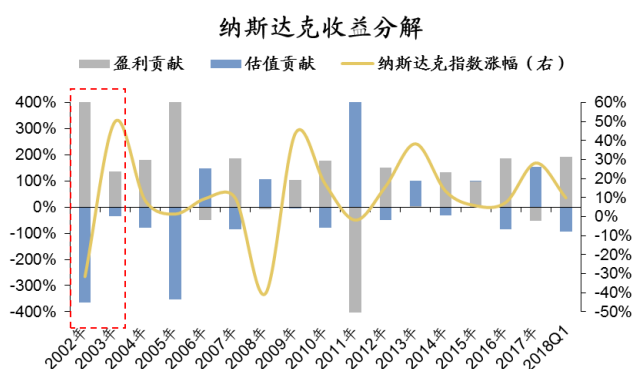
8.3 对比综述：条件欠佳，静候转机

再次简单回顾02年纳斯达克所处的位置，创业板还不具备走出反转行情的条件，DDM分子端“盈利底”的逐步确认则是转机。

02年纳斯达克DDM三因素全部确认积极信号——分子端的盈利持续改善半年且形成市场一致预期，分母端利率到达极度宽松水平、减税政策及生物科技领域的扶持提升市场风险偏好。

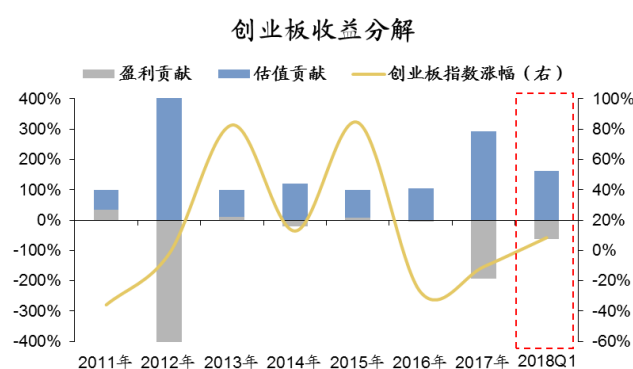
而创业板当前具备的条件欠佳——“政策拐点”出现，科创行业政策回暖是一个积极信号；“利率拐点”出现，18年利率中枢相比17年会有温和放缓；“盈利底”尚未出现，创业板的商誉减值压力还未消化完毕，且借鉴纳指的经验，“后泡沫时期”即使盈利拐点已经出现，市场也需要更多的时间与信号确认。

图67：纳指见底时盈利修复并已经填补估值



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图68：创业板前期估值扩张目前盈利依旧是负贡献



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

8.4 左侧关注创业板新产业、新模式、新业态的代表公司

在纳指见底前，已经有代表政策扶持方向的新技术、新产业、新业态、新模式的行业与公司率先筑底走牛，我们将沿此线索左侧关注创业板的受益公司。结合广发各行业研究员自下而上的推荐，左侧提前关注创业板具备“四新”特征的公司，将较板块整体更具先机（见下页表6）。

表 6: 创业板新产业、新模式、新业态的公司标的

行业	细分子行业	代码	标的名称	推荐逻辑	18 年预测 EPS (元)	19 年预测 EPS (元)
计算机	云计算	300628.SZ	亿联网络	1、海外商用模拟电话在向 VoIP 转变, 在 UCaaS 模式下空间大行业增速高; 2、公司积极布局 VCS 系统, 未来空间远大于当前 SIP 电话业务, 提供长期增长空间	6.41	8.70
	医疗信息化	300253.SZ	卫宁健康	医疗信息化受益, 订单持续向好, 创新业务理论上亏损收窄, 一季度增速较高	0.20	0.27
	车载信息	300496.SZ	中科创达	1、智能车载具备前装属性, 目前与国内超过 1/3 厂商合作, 未来有很大的弹性; 2 收购 Rightware 和 Mmsolition 并整合优质客户资源, 提供完整的算法解决方案; 3、布局机器人、VR 等领域, 随着产业落地能够带来向上弹性	0.62	0.89
机械	机器人	300607.SZ	拓斯达	机器人需求受益制造业升级趋势, 和机器人换人经济性提高, 机器人国产化推进, 公司机器人业务持续放量有望获得高于行业的增速	1.56	2.08
	半导体设备	300316.SZ	晶盛机电	公司光伏订单充沛 (18Q1 末 29 亿), 按交付进度 18 年该项业务将继续保持增长; 半导体业务占比提升的同时有望拉动整体盈利水平。	0.68	0.92
		300567.SZ	精测电子	受益于下游面板产业行业投资加快, 公司营业收入和净利润继续保持高增长通道, 并且产品结构不断优化, 品范围逐步从 Module 段向 Cell 和 Array 段扩散。此外, 公司积极布局半导体检测新业务, 打开未来成长天花板	3.26	4.85
医药	生物药	000661.SZ	长春高新	公司是生长激素龙头, 生长激素受益于医疗消费升级高速增长, 此外公司疫苗业务增长迅速	5.36	7.08
		300009.SZ	安科生物	公司也有生长激素产品, 水针剂型有望今年上市, 业绩加速成长; 公司创新药储备丰富	0.35	0.46
	新型疫苗	300122.SZ	智飞生物	公司是疫苗龙头, 代理默沙东的 4 价/9 价 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗, 业绩增长具有爆发力	0.83	1.29
	医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	公司是眼科龙头, 行业壁垒较高, 公司长期耕耘形成了稳固的品牌优势, 受益于医疗服务升级	0.42	0.55
传媒	互联网	300571.SZ	平治信息	受益于公众号变现红利的集中释放和正版化趋势, 今年公司 CPS 业务全面推广, 将带来业绩和用户量大幅度增长	2.28	3.12
	影视内容	300413.SZ	快乐购	芒果 TV 过会事项落地, 湖南系+芒果系的自制内容能力构成核心竞争力, 独占版权源源不断的供给让其有能力进一步挖掘版权价值、延续综艺强势地位。	1.19	1.44
	游戏	300467.SZ	迅游科技	公司移动加速和海外广告两条赛道正当风口, 移动加速受益于手游竞技化、社交化的进程; 海外广告受益于国内游戏公司出海的进程。	1.61	2.03

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 标的预测 EPS 均为广发研究员预测

风险提示

经济数据下行;

由于金融去杠杆进程加速, 使利率出现大幅上行;

中报创业板商誉减值压力释放引发业绩披露低预期。

广发投资策略研究小组

- 戴康：分析师，CFA，中国人民大学经济学硕士，8 年 A 股策略研究经验，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 廖凌：分析师，华东师范大学金融学，4 年策略及中小市值研究经验，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑恺：分析师，华东师范大学经济学硕士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 曹柳龙：分析师，华东师范大学管理学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 俞一奇：分析师，波士顿大学经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈伟斌：联系人，CPA，复旦大学经济学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 倪赓：联系人，中山大学经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。