

方正证券研究所证券研究报告

专题策略报告

策略研究

2020.05.12

分析师：胡国鹏

执业证书编号：S1220514080001

TEL：15210653408

E-mail：huguopeng@foundersc.com

分析师：郑小霞

执业证书编号：S1220512080002

TEL：13391921291

E-mail：zhengxiaoxia@foundersc.com

分析师：袁稻雨

执业证书编号：S1220519030001

TEL：13691353139

E-mail：yuandaoyu@foundersc.com

联系人：

刘超

TEL：13269985073

E-mail：liuchao5@foundersc.com

相关报告

2020.2.2 《先抑后扬，布局成长》

2020.1.5 《三因素共振，继续做多》

2019.12.21 《迎来曙光》

2019.12.1 《布局暖冬》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心要点：

- 1、2013 年是极端演绎的成长牛市，成长风格一骑绝尘，全年创业板涨幅为 82.73%，而沪深 300 指数下跌 7.65%；
- 2、产业周期向上是成长牛市的底层逻辑，中长期趋势向好往往伴随着新老科技需求的共振；
- 3、成长风格的崛起还需要宏观经济的企稳或繁荣，流动性的宽裕以及政策支持力度的持续加码共同推升风险偏好；
- 4、类似于 2013 年成长风格结构性行情的极致演绎依赖于宏观逻辑与产业逻辑的共振，2013 年创业板估值业绩双升，实现戴维斯双击；
- 5、2020 年春节前后成长风格的大涨与 2013 年最为类似，多层逻辑同步共振。当前与 2013 年的核心差别在于经济与风险偏好，后期风险偏好的提振主要依赖于政策的超预期加码与经济的企稳；

投资要点：

- 1、2013 年经济阶段性企稳，新中枢确立，进入到分水岭新阶段，为成长股创造了良好宏观环境，政策期待与改革红利为成长行情打下重要政策环境基础，风险偏好得到全面提振。经济层面，经过 2012 年下半年新一轮政策加力，经济在 2013 年阶段性企稳，经济新中枢确立，盈利得以修复，而成长股的业绩改善更为明显。同时防御姿态与底线思维的逐步松绑，股票市场由给与确定性溢价向给与弹性溢价过渡，成长股的估值弹性优势在经济企稳的宏观环境下得到体现。风险偏好层面，2013 年新一届政府上台，叠加三中全会之年，各类市场主体对于改革预期不断增强，而成长股与经济转型不谋而合，市场对移动互联网浪潮对中国经济的引领以及传统经济的结构性改革抱有极大期待，而十八届三中全会最终提出了一揽子改革计划，最终证实了投资者的预期。
- 2、产业趋势的中长期向好是成长牛的底层逻辑。具体来看，传统科技产业周期上行与新需求共振共同构筑了成长牛的底层逻辑。经历了 2012 年的低迷之后，2013 年全球半导体产业迎来了温和复苏，传统消费电子产品销量回升。其次移动互联网时代来临，智能手机普及率快速提升，下游应用开始具备了爆发的契机，使得“新兴”科技的需求量进一步大幅增加，软件与硬件同时爆发。2013 年产业重心向下游内容领域延伸，产业趋势及商业逻辑得到确认，新老需求的共振使得 2013 年全球科技产业涨势喜人。
- 3、互联网时代商业模式及投资模式的重塑。互联网重塑了商业模式与投资模式，轻资产与外延并购开始深入人心。伴随着经济转型呼声渐高与互联网的深入普及，以轻资产和外延式并购为核心的商业模式开始受到市场追捧，特别是一系列爆款电影及手游的

出现使得“流量”概念开始火爆，炒流量、炒票房、炒流水的投资模式出现，市场偏向于给与互联网概念以及轻资产模式的成长股更高溢价。其次是 IPO 暂停后，一级市场融资路径被冻结，但同时定增重组放开，一二级市场联动通过上市公司的并购重组实现，资产面临再次重估。

4、“钱荒”与流动性之惑：本质是经济增长模式的转型与宏观决策框架的扩容。2013 年成长牛行情起步于流动性宽松状态下，从市场走势来看，“钱荒”对主板形成了压制，强化了成长风格。其背后的原因是清理非标代表着传统融资渠道和信用扩张的进程受阻，以大金融、周期股为主要构成的主板相应受到打击。更为重要的是，随着杠杆率的加快提升，2009 年后依靠债务扩张拉动经济增长的模式走到尽头，经济亟待转型。同时，央行开始将宏观杠杆率纳入决策框架，从此货币政策空间开始受到经济增长，通胀及杠杆率三者的共同制约。

5、创业板估值业绩全部到位，戴维斯双击，成长结构性行情演绎到极致。2013 年创业板一枝独秀，成长风格的结构性行情演绎到了极致，成长股三年牛市也由此拉开大幕。全年创业板上漲 82.73%，上证综指却下跌 6.74%，深成指跌幅更深达 10.91%，创业板与主板走势严重背离。业绩层面来看，创业业绩的大幅改善引发中长期向好的业绩预期，并且这种乐观预期在全年四个季度均得到了逐季确认。估值层面来看，创业板全年估值由年初的 34.65 倍上涨至年末的 58.37 倍，涨幅达 68.47%，全年估值业绩双升，实现戴维斯双击。

6、当前与 2013 年的核心区别在于经济与风险偏好。从成长牛崛起的条件来看，2020 年一季度春节前后的成长风格大涨与 2013 年最为类似，不同层面的逻辑得以共振，成长风格出现极致演绎的倾向。当前流动性、政策、产业周期都已到位，核心差别在于经济企稳程度仍需进一步验证，风险偏好仍在恢复过程中，后续风险偏好的提升主要依赖于经济的企稳。

风险提示：根据历史分析推及未来的有效性及局限性、政策的不确定性、经济大幅下滑、外部环境出现重大变化等。

目录

1	2013 年成长牛市的宏观环境.....	5
1.1	经济企稳与良好的政策预期	5
1.2	流动性助力业绩预期向好	8
1.3	IPO 暂停与债市走熊间接助力股市.....	12
2	产业周期上行是成长牛的底层逻辑.....	14
3	商业模式及投资模式重塑利好成长股.....	19
4	钱荒为界，成长风格两轮极致演绎.....	20
4.1	以第一次钱荒为界，创业板经历了两轮上涨.....	20
4.2	良好的业绩预期成为创业板牛市的核心驱动.....	23
4.3	创业板估值先修复后扩张	26
4.4	当前与 2013 的核心区别在于经济与风险偏好	27

图表目录

图表 1:	经济在 2012 年 Q4 后开始企稳，新中枢确立.....	6
图表 2:	传统投资拉动经济的增长模式发生转变，波动消失.....	7
图表 3:	2013 年工业企业利润回升，相比前一年大幅改善.....	7
图表 4:	领先指标 PMI 在 2012 年底先行回升，且中小企业回升幅度更大	7
图表 5:	2013 价格指数走平，全年通胀无虞	8
图表 6:	2013 年货币政策保持稳健，并无降准降息操作	9
图表 7:	2013 年小幅社融回落，M2 保持稳健，整体维持紧货币+宽信用的政策组合	10
图表 8:	2013 年融资环境保持相对稳定	10
图表 9:	长短端国债收益率在 2013 年下半年才开始大幅上扬.....	11
图表 10:	2013 年信用利差冲高回落，融资成本并未大幅上行.....	11
图表 11:	经济刺激伴随着杠杆率的快速提升，债务扩张模式愈演愈烈.....	11
图表 12:	2013 年全年汇率走势波动不大，未对股市形成扰动.....	13
图表 13:	2013 年后平均首发市盈率大幅回落	13
图表 14:	2013 年外汇占款开始见顶，央行货币政策独立性逐步提升.....	14
图表 15:	2013 年大宗商品价格窄幅震荡	14
图表 16:	移动互联网产业周期带动费半指数持续走高.....	16
图表 17:	全球半导体销售额 2012 年后迎来上行周期	16
图表 18:	2010 年开始全球智能手机出货量迎来爆发	16
图表 19:	2013 年 APP 下载量高增，达 1020 亿次.....	17
图表 20:	2010 年后我国智能手机保有量快速提升	17
图表 21:	2013 年手机游戏市场迎来爆发式增长	17
图表 22:	2013 年是国产电影元年	18
图表 23:	2013 年视频付费市场规模大幅扩张	18
图表 24:	2013 年传媒行业大幅跑赢	18
图表 25:	2013 后全部 A 股商誉开始大幅膨胀，并购重组盛行	19
图表 26:	2013 年开始，创业板新增商誉占全 A 比重快速上行	19
图表 27:	2013 年成长风格一枝独秀	21
图表 28:	2013 年创业板一骑绝尘	21
图表 29:	以第一次钱荒为分界点，2013 年创业板经历了两轮上涨.....	22
图表 30:	以传媒为代表的 TMT 成长行业领涨全年	22
图表 31:	上海自贸区概念 8 月集中爆发	22
图表 32:	创业板业绩（归母净利润增速）改善幅度最大，从 2012 年一季度后逐季走高.....	23
图表 33:	2013 年成长风格归母净利润初期大幅改善，后期形成业绩优势.....	24
图表 34:	2013 年创业板盈利质量（滚动 ROE）持续改善，且幅度大于主板.....	24
图表 35:	2013 年三大板块全年盈利质量（全年 ROE）企稳.....	25
图表 36:	2013 年 IPO 暂停，定增重组市场开始火热.....	25

图表 37:	增发是 2013 年再融资的主流模式	25
图表 38:	2013 年创业板牛市开启前, 估值已经下杀到历史最低值.....	26
图表 39:	传媒、通信行业估值分位数已经下行至历史最低值, 计算机接近最低值.....	27
图表 40:	电子、电气设备行业估值分位数同样下行至历史最低值, 国防军工接近最低值.....	27

2013 年是成长股一骑绝尘的一年，全年创业板涨幅为 82.73%，沪深 300 指数下跌 7.65%，呈现出明显的“成长牛”特征，并开创了三年成长牛的起点。从 2013 年来看成长牛的崛起需要什么样的环境？第一，经济从 2012 年四季度后结束了快速下行，进入分水岭和新阶段，确立了新的增长中枢，经济的趋稳为成长牛提供了坚实的宏观环境基础；第二，2013 年的成长牛市起步于流动性宽裕的环境之中，虽然钱荒的惨烈给市场留下深刻影响，但全年来看信用利差维持稳定，实体融资环境稳定；第三，2013 年市场对经济转型以及改革预期所释放的政策红利抱有极大期待，科技成长与经济转型方向不谋而合，政策期待与改革红利为成长行情打下重要政策环境基础，大幅提振风险偏好；第四，科技创新所引领的产业周期上行是成长牛市的最底层逻辑，2013 年表现为移动互联网浪潮的来袭，硬件与软件同时爆发，商业模式与逻辑得到确认；最后，演绎到极致的成长结构性行情需要自上而下的宏观逻辑与自下而上的产业逻辑的同步共振，2013 年的成长牛行情是最为典型的一年。

1 2013 年成长牛市的宏观环境

1.1 经济企稳与良好的政策预期

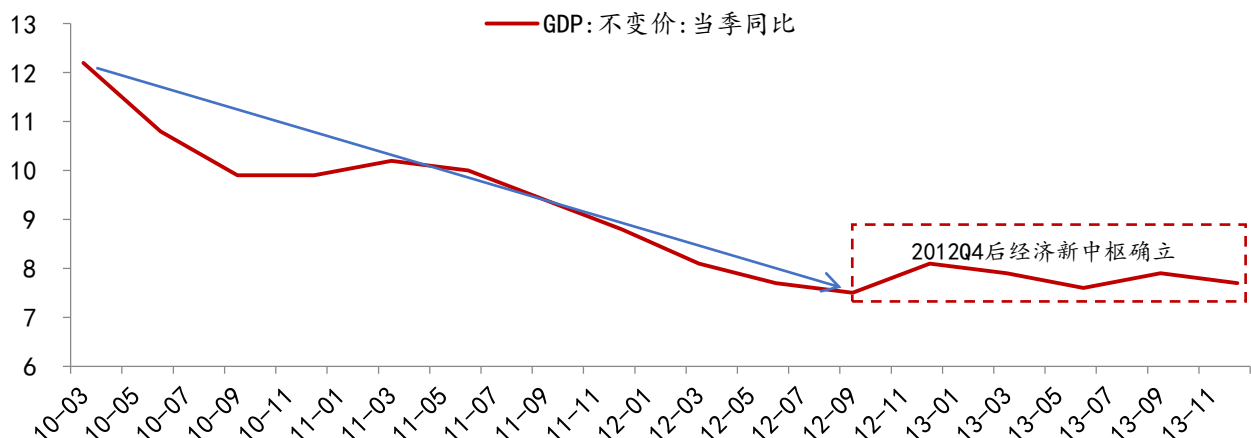
2013 年经济结束快速下行，阶段性企稳，经济的回暖为成长股创造了良好宏观环境。经过 2012 年的新一轮刺激，经济在 2013 年结束快速下行趋势，阶段性企稳，全年实现 7.8% 的 GDP 增速，仅比 2012 年小幅下降 0.1%，经济增长 7.5%—8% 的新中枢确立，且全年通胀并未持续走高，通胀无虞。经济在下行过程中的放缓或者企稳对于成长股具有重要的指示意义，其一，经济企稳自然而然的体现到上市公司的企业盈利回升上，2013 年全年工业企业利润总额同比增速 1.5%，相比 2012 年回升 0.7 个百分点，与之相对应的全部 A 股盈利质量都得到修复，而成长股的业绩弹性更强，改善更为明显。其二，经济快速下滑的结束意味着防御姿态与底线思维的逐步松绑，此时，股票市场由给与确定性溢价向给与弹性溢价过渡，成长股的估值弹性优势在经济企稳的宏观环境下得到体现。

政策期待与改革红利为成长行情打下重要的政策环境基础，直接提振了风险偏好。成熟资本市场本身对经济的绝对增速并不敏感，从美国、日本、韩国等发达经济体的中长期市场表现不难看出，在经济增长中枢逐步下移的几十年间，不断有波澜壮阔的大牛市出现，机会众多，真正影响资本市场走势的是经济增速变化背后的政策应对。2012 年中共十八大政府换届后，2013 年各类市场主体对三中全会及进一步改革的预期不断增强，其中“稳增长、调结构、促改革”成为了未来几年政府工作的绝对重心，尤其是“调结构”对成长股意义深远，市场期待改革所释放出的“政策红利”对经济、对股市的促进作用，而成长股与经济转型不谋而合，市场对移动互联网浪潮对中国经济的引领以及传统经济的结构性改革抱有极大期待，11 月三中全会的召开进一步证实了改革的落地。经济新老动能在 2013 年开始切换，这也为此后三年的成长牛市打下了坚实的政策环境基础。

具体来看,2013 年出台了一系列提高“科技创新”重要性地位的措施,为成长板块发展提供了有利的政策环境。(1) 2012 年 11 月召开的中央经济工作会议,明确提及将“调结构”作为 2013 年的重要经济工作任务,事后来看,这次“调结构”主要是围绕着如何促进科技创新发展进行的;(2) 2012 年底召开的“十八大”中明确提出了:科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑,必须摆在国家发展全局的核心位置,这一表述将科技创新的重要性提升到空前重要的位置。此外还明确提出了到 2020 年我国要进入创新型国家的行列;(3) 全国科技创新大会召开,实施创新驱动发展战略。2013 年初,全国科技创新大会召开,中共中央、国务院发布了《关于深化科技体制改革加快国家创新体系建设的意见》,此后坚定推行创新驱动发展战略,后续并出台了一系列的配套措施和文件。

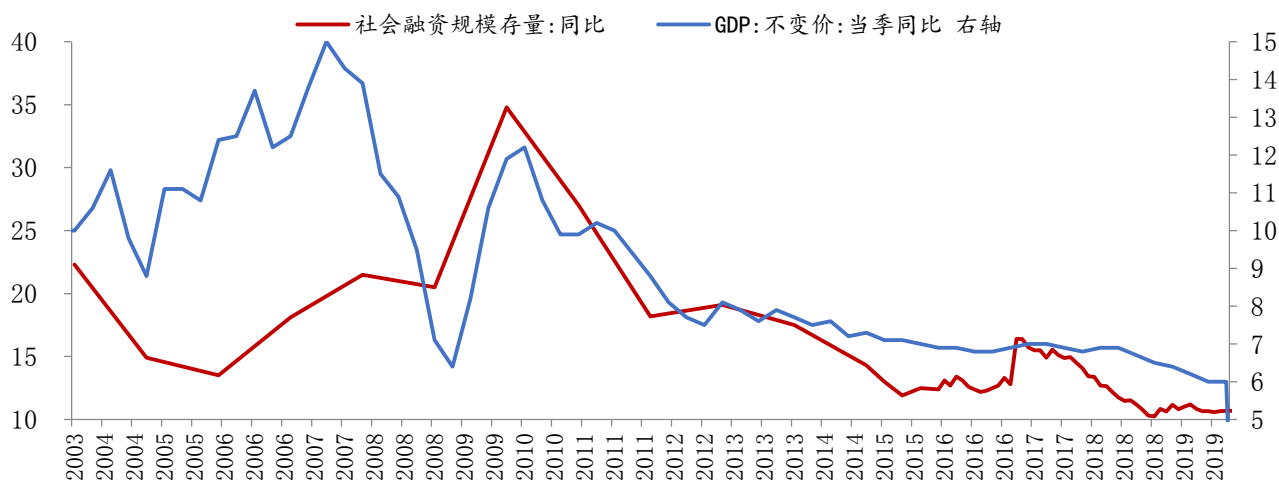
行业层面政策鼓励文化、技术产业发展。2012 年文化部发布了《十二五时期文化产业倍增计划》,要求文化产值 5 年之内至少翻一番,后续并陆续出台了一系列具体措施,《文化部“十二五”时期文化改革发展规划》、《文化部“十二五”文化科技发展规划》等;2012 年财政部发布《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策通知》采取两免三减半、五免五减半、国家规划内重点企业所得税优惠、增值税部分即征即退的措施等;计算机行业,提出智慧城市建设,2012 年国家颁发《中国云科技十二五专项规划》;2012 年 10 月十七届六中全会通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》等政策文件,鼓励支持文化、科技产业的发展。

图表1: 经济在 2012 年 Q4 后开始企稳,新中枢确立



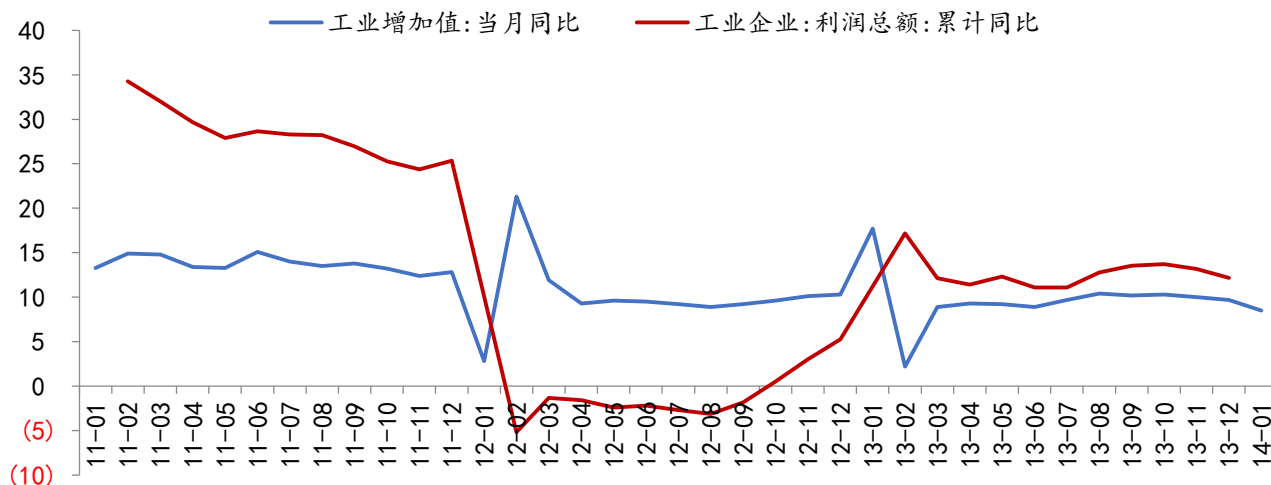
资料来源: wind、方正证券研究所

图表2： 传统投资拉动经济的增长模式发生转变，波动消失



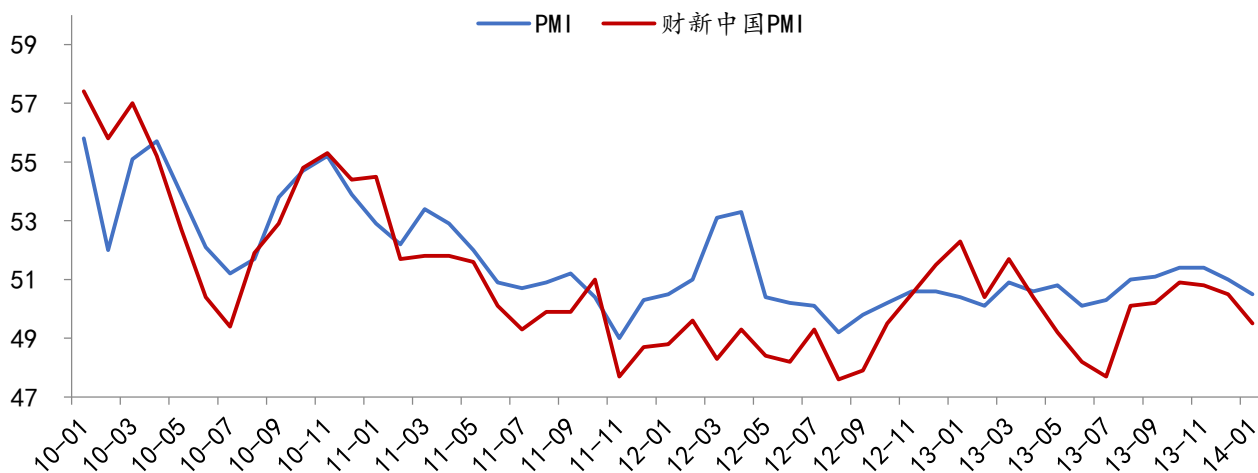
资料来源: wind、方正证券研究所

图表3： 2013 年工业企业利润回升，相比前一年大幅改善



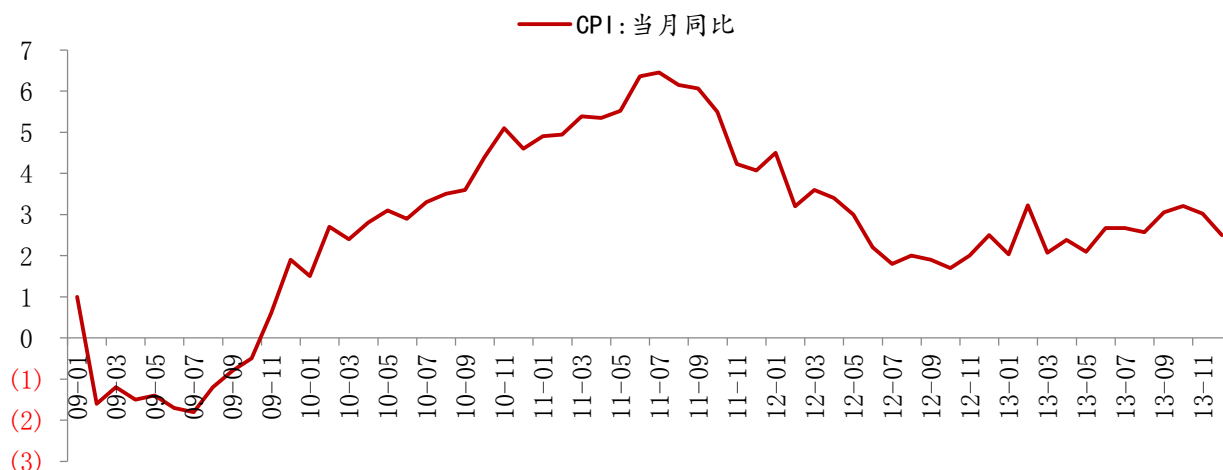
资料来源: wind、方正证券研究所

图表4： 领先指标 PMI 在 2012 年底先行回升，且中小企业回升幅度更大



资料来源: wind、方正证券研究所

图表5： 2013 价格指数走平， 全年通胀无虞



资料来源：wind、方正证券研究所

1.2 流动性助力业绩预期向好

2013 年成长牛行情起步于流动性宽裕格局下，相对稳定的流动性环境对成长牛的起步形成呵护与加持。经过了 2012 年的两次降准和两次降息，市场流动性维持了宽裕格局，2013 年成长牛行情起步于流动性宽松状态下，特别是在第一次钱荒之前，流动性的充裕也对成长风格的业绩预期向好形成了支撑和呵护。全年来看，货币政策相对稳健、流动性缓慢收紧，融资成本小幅上行。其中货币工具使用方面，在 2013 年全年并未进行过降准降息或者升准升息的操作；在市场流动性层面，伴随着压缩非标与清理影子银行，社融增速发生了较大幅度的下滑，甚至出现过数次为负的情形，此外 M2 同比增速也处在缓慢下滑的大趋势下；融资成本层面，成本的变动幅度相对缓和，下半年后融资压力出现一定幅度的上行，但整体也保持了相对稳定。

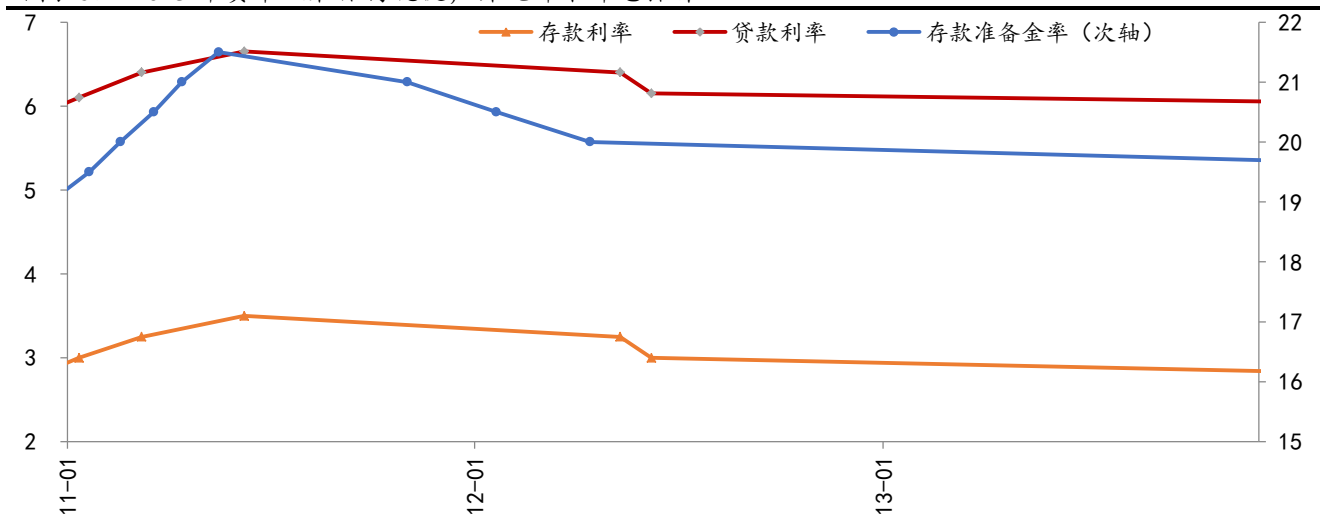
“钱荒”形成了短期流动性扰动，流动性管理主要作用于银行间市场，融资成本并未实质性大幅走高。事后来，虽然 2013 年整体的流动性是中性偏紧的，但收紧货币政策的目的是以压缩影子银行，清理非标业务为主，整体政策目标偏结构性，主要作用于银行间市场，与常规经济周期中通过货币政策收缩来抑制经济过热有本质区别。因此，各评级的信用利差在第一次钱荒前都呈现出缓慢下行的态势，钱荒导致短暂冲高后再次步入下行区间。由于 2013 年我国债券市场并未出现过实质性违约，信用利差以表征流动性风险为主，从这一角度来看，2013 年的流动性收紧对实体经济的融资成本扰动并不明显，且主要作用于银行间市场，年初与年末的信用利差持平，融资成本与 2012 年底流动性宽裕时走平，并未实质性走高。

大水漫灌与四万亿的路径依赖。四万亿刺激后，经济进入下滑通道，市场始终对“二次探底”心有疑虑，同时又对四万亿刺激政策形成了一定程度上的路径依赖。经过 2012 年的新一轮刺激，一系列经济数据显示经济增长下行压力不减。2013 年 4、5 月份的工业增加值、固定资产投资、出口增速等较一季度有所回落。汇丰制造业 PMI 等低于

市场预期，6 月份初值降至九个月新低。在此背景下，信贷继续大幅扩张，货币投放加快。2013 年前 5 个月，M2 月均增速达到 15.7%，明显超出年初确定的 13%左右的预期目标；社会融资总量屡创新高，1~5 月同比大幅多增 3.12 万亿元；同时，银行的同业业务异军突起，迅速膨胀，5 月末同比增速超过 50%。市场普遍预计流动性宽松力度会进一步加大，大水漫灌有可能再次出现，债务融资及流动性的需求迅速扩大，最终触发了“钱荒”。

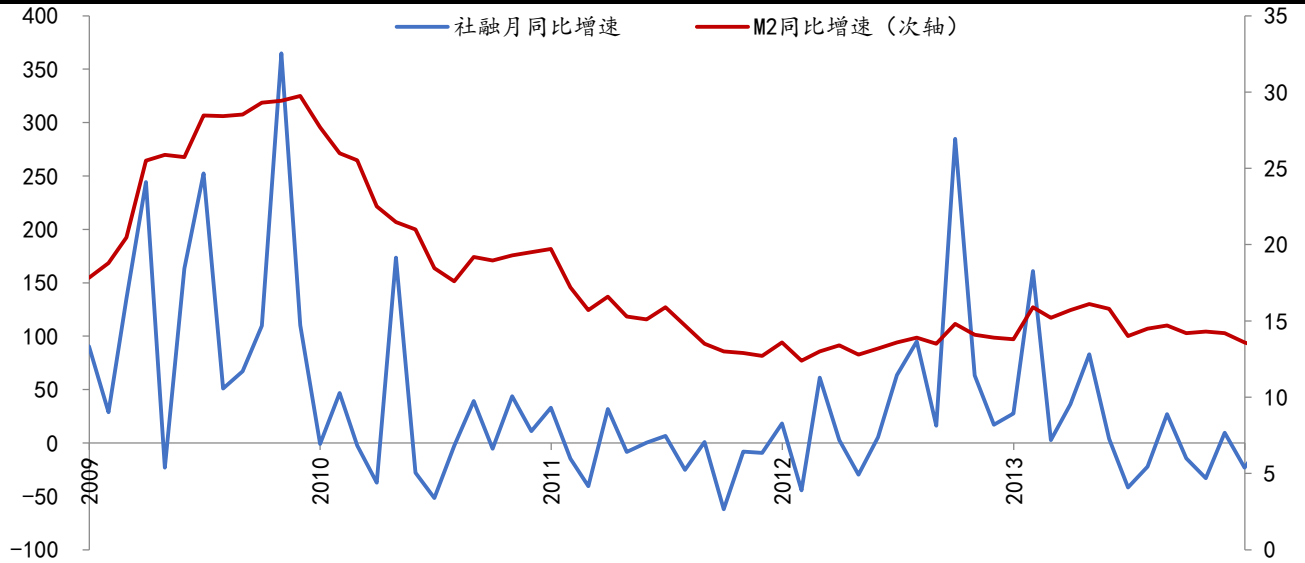
本质是经济增长模式的转型。尽管 2012 年开始，我国进行了又一轮的经济刺激计划，但效果不佳，经济并未如期回到高增长轨道，仅表现为降幅趋稳，说明我国的潜在经济增长率已经回落。每一轮的刺激都伴随着杠杆率的加快提升，需求侧的刺激带来的风险已经大过了经济增速的小幅滑落，2009 年后依靠债务扩张拉动经济增长的模式已经具有较高风险。我国经济面临转型，产业亟待升级，恰逢 2013 年新一届政府上台，并不断出台关于经济结构调整与大力发展科技创新产业的支持文件，市场的政策预期较高，并且给与科技创新引领的新经济模式以较高的溢价。同时自 2013 年后，我国经济开始失去波动，经济正式进入转型期，转型并非一蹴而就，但新经济模式给与了市场较大的想象空间，映射到市场层面就表现为成长风格的大幅上行。

图表6： 2013 年货币政策保持稳健，并无降准降息操作



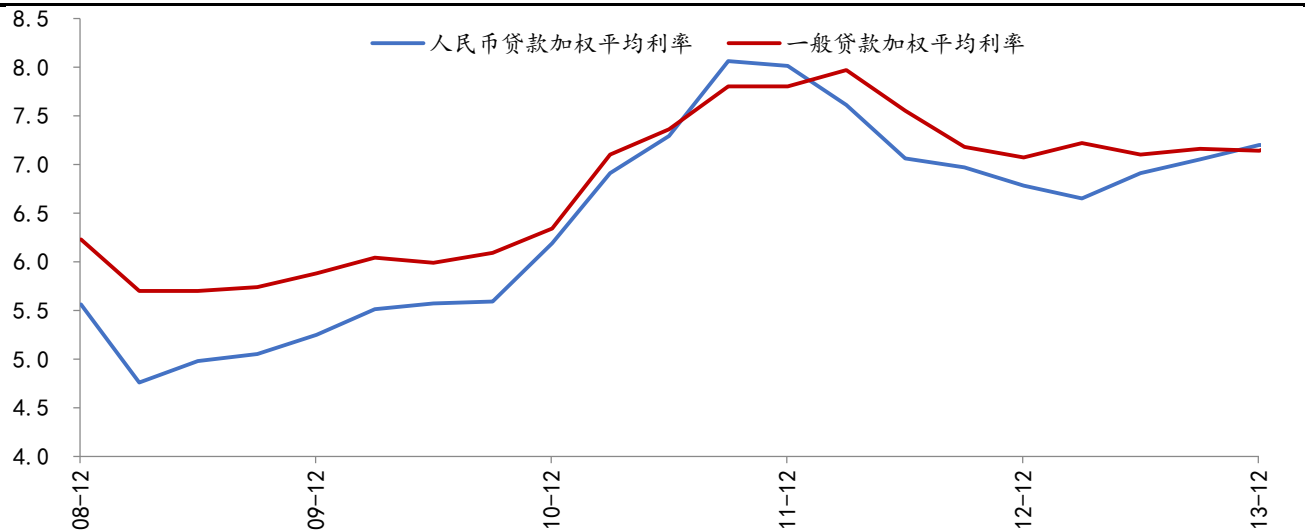
资料来源: wind、方正证券研究所

图表7： 2013 年小幅社融回落，M2 保持稳健，整体维持紧货币+宽信用的政策组合



资料来源: wind、方正证券研究所

图表8： 2013 年融资环境保持相对稳定



资料来源: wind、方正证券研究所

图表9： 长短端国债收益率在 2013 年下半年才开始大幅上扬



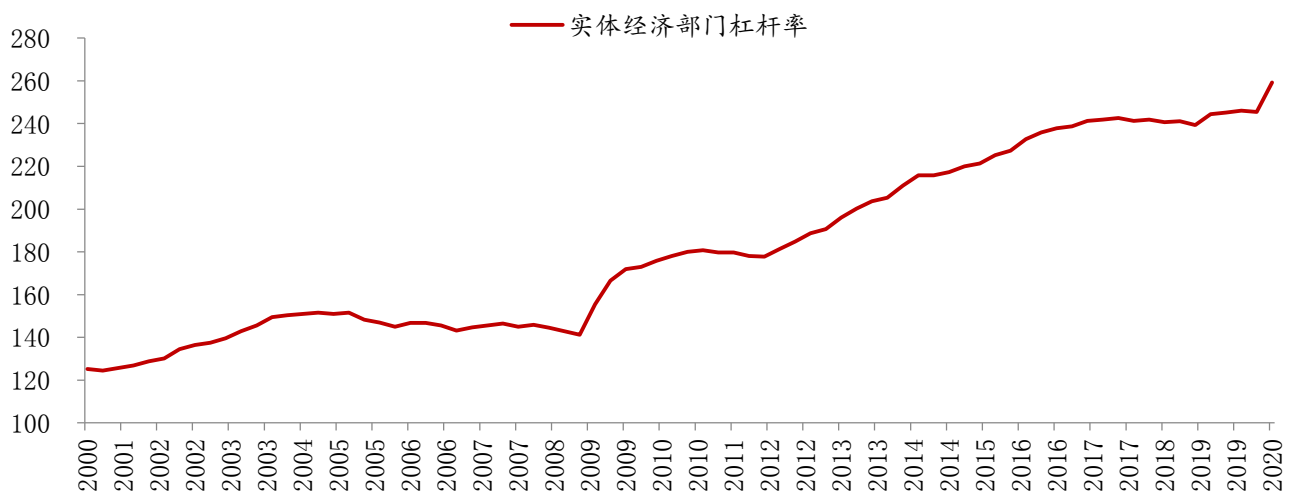
资料来源: wind、方正证券研究所

图表10： 2013 年信用利差冲高回落，融资成本并未大幅上行



资料来源: wind、方正证券研究所

图表11： 经济刺激伴随着杠杆率的快速提升，债务扩张模式愈演愈烈



资料来源: wind、方正证券研究所

1.3 IPO 暂停与债市走熊间接助力股市

股市 IPO 的停发与重启间接助力存量资金风险偏好的提升。2012 年经济加速下行，股市大跌。除基本面因素外，一级市场 IPO 占有资金巨大，抽血效应明显导致二级市场低迷的论调甚嚣尘上。郭树清主席上台后对于 IPO 进行了两项调整，一是发行市盈率不得超过同行业上市公司市盈率，二是叫停 IPO，IPO 于 2012 年 10 月正式停止，2014 年 1 月重启。从历史上多次的 IPO 暂停前后的市场走势来看，IPO 暂停不足以改变市场走向，但本次 IPO 暂停对市场情绪起到了抚慰作用，暂停期间有助于场内资金风险偏好的提升。同时，本次 IPO 改革重塑了此后的 IPO 定价机制。一级市场的平均首发市盈率由 2011 年、2012 年的 44.75 倍及 30.20 倍降至 2014 年及 2015 年的 23.82 倍及 21.87 倍，客观上的资金分流效应减弱。

债市下半年走熊，债务问题纳入决策框架。经过 2012 年的两次降准降息，债券市场在进入 2013 年后并无对货币政策进一步放松的预期，且 2012 年 7 月 19 日央行超预期上调逆回购利率 5BP 已对未来政策走向有所暗示，因此尽管 2013 年第一次钱荒前，通胀回落且经济再次出现掉头向下的态势，长端利率仅表现为窄幅波动和小幅下行。此后，6 月出现钱荒，下半年通胀及工业增加值开始触底回升，12 月出现第二次钱荒，债券基本面被打破，长端利率出现了明显上行，下半年债券市场出现了大熊市。更加深远的影响是 2013 年后，我国央行的独立性明显提升，其一是经过两次钱荒和压缩非标的行动，市场开始明确央行已将宏观杠杆率纳入决策框架，从此货币政策空间开始受到经济增长，通胀杠杆率的三者的共同制约。其二是 2013 年后我国的外汇占款开始走平，央行对于货币政策的操作空间与话语权开始提升，公开市场操作对于全市场的指导意义进一步加强。

汇市窄幅波动，并未对股市形成大的扰动。2013 年人民币全年兑美元小幅升值 2.91%，从年初的 6.23 升至年底的 6.05。分阶段来看，1-2 月，人民币对美元汇率即期价格小幅走贬。3-5 月，人民币对美元中间价连续高开，带动即期价格上升，从 6.24 升值至 6.12。6-9 月底，外管局下发的 20 号文以及由此导致的新增外汇占款的下降，降低了人民币升值压力，加上美联储明确了退出量化宽松政策的路线图，人民币对美元汇率回稳，波动区间在 6.11-6.15。10-12 月份，中国贸易顺差明显增加，人民币从 6.12 升值至 6.05，特点是阶梯性升值。年全球经济都呈现了趋稳态势，尽管有 QE 扰动，但汇市整体波动不大，并未对股市形成大的冲击。

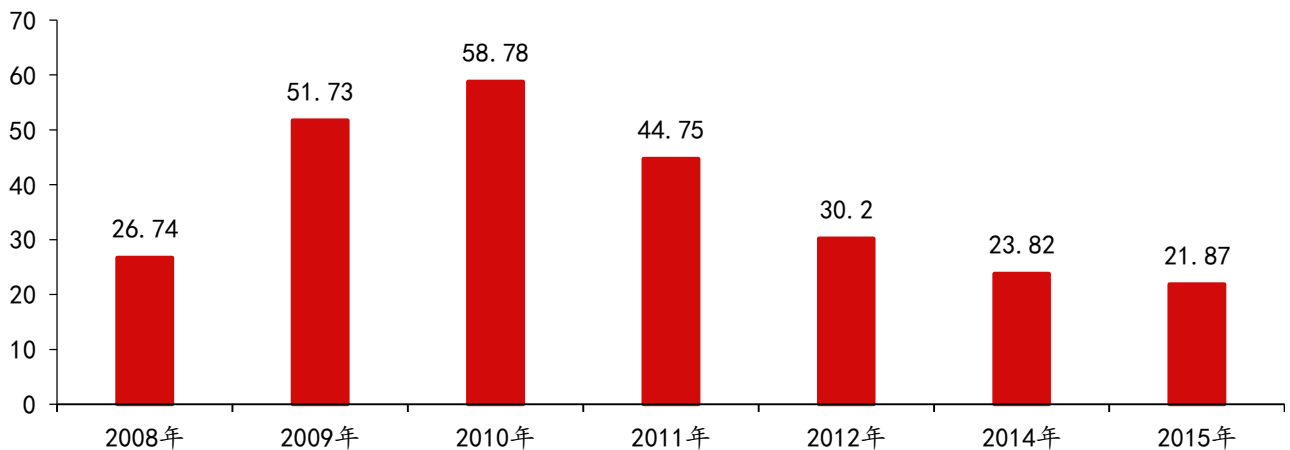
大宗商品价格呈现震荡格局。2013 年全球经济表现为温和回升，总需求相对于 2009 年及 2010 年没有明显放大，以铜和原油为代表的大宗商品价格整体呈现震荡格局，周期板块及能源品并没有明确的趋势。

图表12: 2013年全年汇率走势波动不大, 未对股市形成扰动



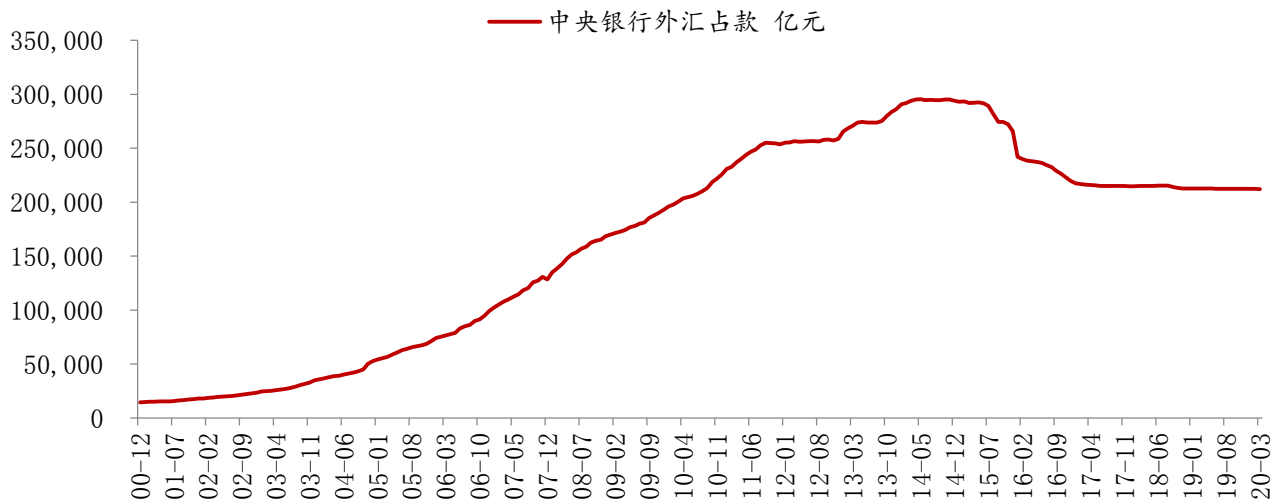
资料来源: wind、方正证券研究所

图表13: 2013年后平均首发市盈率大幅回落



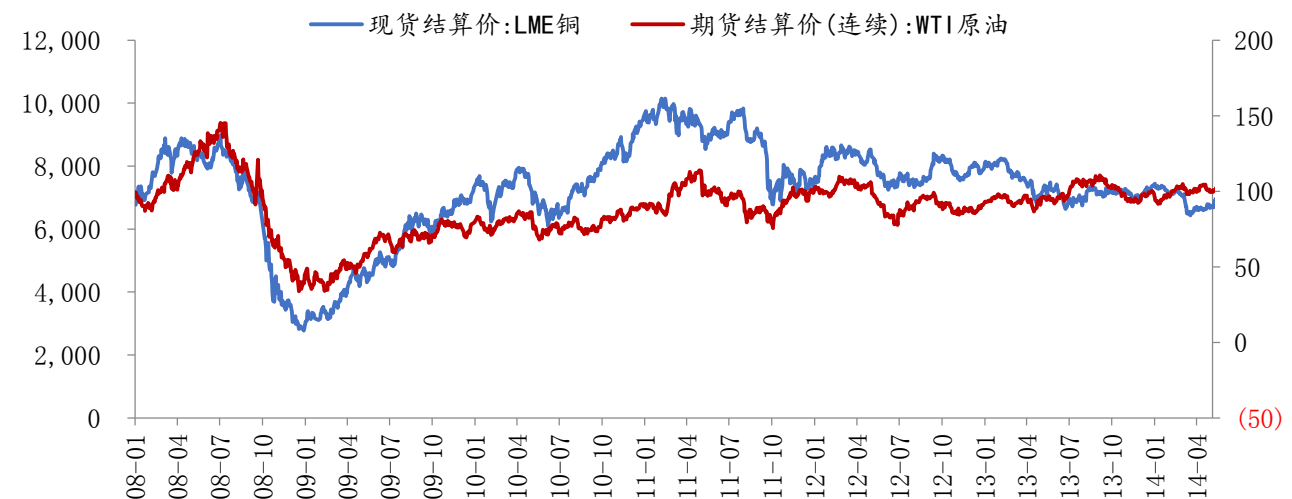
资料来源: wind、方正证券研究所

图表14: 2013 年外汇占款开始见顶，央行货币政策独立性逐步提升



资料来源: wind、方正证券研究所

图表15: 2013 年大宗商品价格窄幅震荡



资料来源: wind、方正证券研究所 单位: 美元

2 产业周期上行是成长牛的底层逻辑

传统科技产业周期上行与新需求共振构筑了成长牛的底层逻辑。科技产业长期向好趋势的确立往往伴随着新老需求的共振。经历了 2012 年的低迷之后，2013 年全球半导体产业迎来了温和复苏，智能终端、电视与计算机等传统的消费电子产品销量回升，推动半导体营业收入的快速增长，“传统”科技产业步入上行周期。同时，2010 年 iPad 问世，此后三年，三星、华硕、LG、亚马逊、谷歌纷纷推出各自的安卓系统平板电脑，组成了第一批安卓平板阵营，国内平板品牌也相继问世，推动了平板电脑在国内的快速普及，2013 年 iPhone4 的火爆与我国 4G 建设加快相契合，移动互联网时代来临，全球智能手机制造商开始纷纷推出大屏幕产品，推动了智能手机、平板电脑、面板、摄像

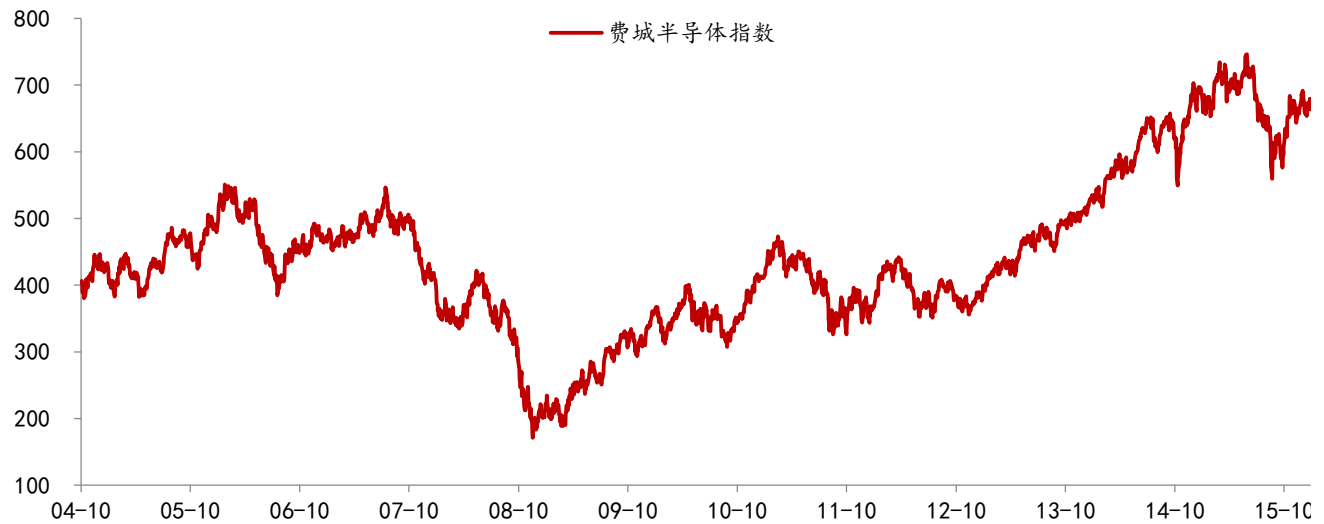
头、光模块等重要消费电子及零部件订单的增长。普及率快速提升后，下游应用开始具备了爆发的契机，使得“新兴”科技的需求量进一步大幅增加。新老需求的共振使得 2013 年全球科技产业走势喜人，费城半导体指数 2013 年全年上涨 39.31%。

科技创新得到空前重视，加成产业周期。2013 年科技创新得到空前重视，2013 年 1 月 16 日国务院常务会议讨论通过《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012-2030 年）》，确定了七大重点科学领域。2013 年 1 月 19 日全国科技创新大会召开，中共中央、国务院发布了《关于深化科技体制改革加快国家创新体系建设的意见》，此后坚定推行创新驱动发展战略，出台了一系列的配套措施和文件。2013 年 12 月 4G 牌照下放，极大带动了 ICT 产业的发展，带动 2013 年成为移动互联网元年、国产电影元年、手游元年。

2013 年产业重心向下游内容领域延伸，产业趋势及商业逻辑得到确认。2010 年是移动互联网产业趋势确立的元年。2009 年 11 月 3 日，温家宝总理发表《让科技引领中国可持续发展》的讲话，正式提出七大战略新兴产业。其中新一代信息技术包括了新一代宽带移动通信、物联网、下一代互联网、云计算、三网融合等。同年我国 3G 牌照正式下发，通信领域基础设施建设加速。2010 年 iPhone4 的推出具有划时代的意义，标志着智能手机时代的到来，全球移动互联网的产业趋势也由此正式确立。此后全球智能手机出货量连续多年快速增长，带动费城半导体指数以及全球半导体销售额走高。2013 年，伴随着《愤怒的小鸟》《水果忍者》等一系列游戏的爆火，手游开始爆发。2013 年春节档《泰囧》突然爆发，以 12.67 亿人民币最终票房间鼎当年春节档票房冠军。

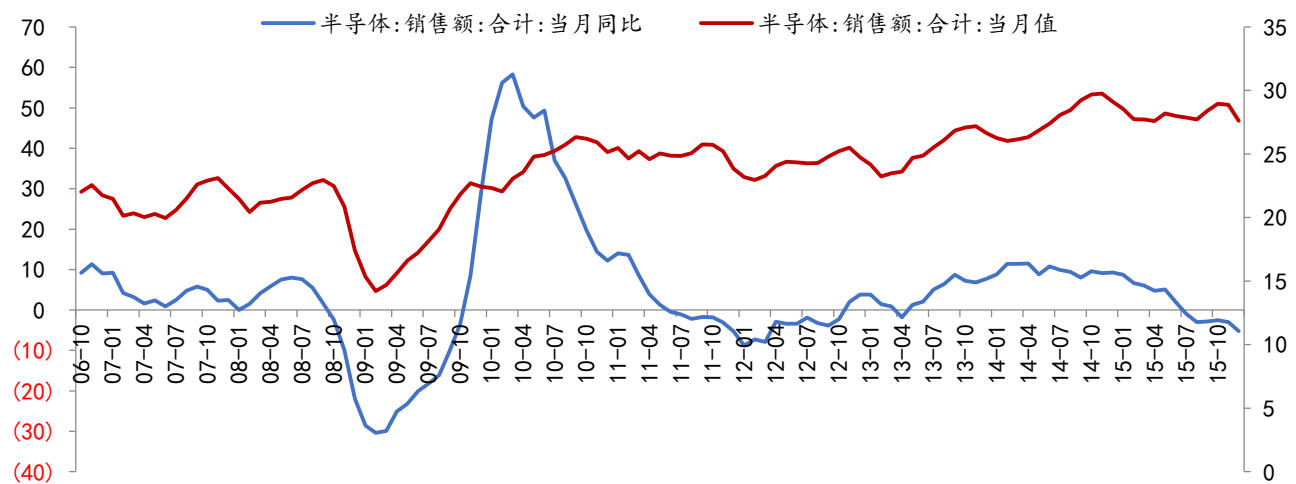
普及率提升后，下游应用迎来爆发。智能手机经过三年的集中放量后，普及率快速提升，内容端首先迎来爆发，2013 年成为手游元年、国产电影元年、视频付费元年。2013 年手机网络游戏用户数突破 3.1 亿，手机网络游戏市场规模全年保持了 30% 以上的季度扩张速度，全年市场规模达到 139.19 亿，相比 2012 年的 53.27 亿增幅超过 160%。随着游戏市场的火热，游戏产品分发渠道竞争也同步升级，2013 年再融资与并购重组均处于宽松周期，年内 A 股上市公司出现 6 家游戏渠道公司并购，涉及金额达 128 亿元，移动互联网的重要商业逻辑得到确认。2013 年全国总票房 217.69 亿元，同比增长 27.51%。全年内地地上映电影 305 部，其中 60 部电影票房过亿，国产片占到了 33 部。国产影片票房 127.67 亿元，同比增长 54.32%，占比 58.65%，国产片占比开始超过进口片。与之相伴随的视频领域市场规模同样进入快速扩张阶段，移动互联网及新媒体的出现为内容领域打开了市场空间，产业重心由硬件向内容及应用领域延伸。

图表16: 移动互联网产业周期带动费半指数持续走高



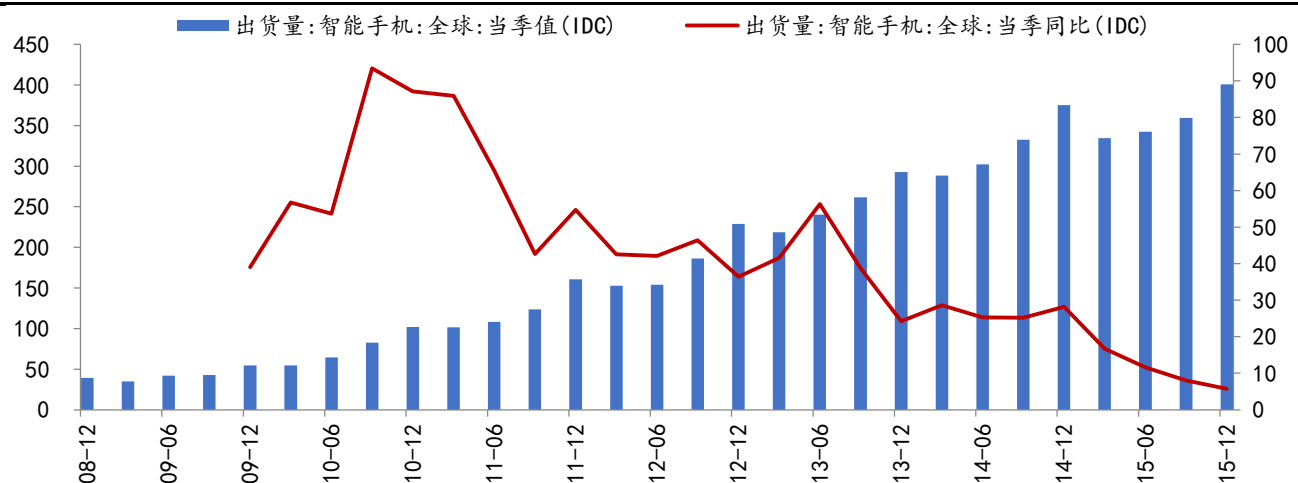
资料来源: wind、方正证券研究所

图表17: 全球半导体销售额 2012 年后迎来上行周期



资料来源: wind、方正证券研究所

图表18: 2010 年开始全球智能手机出货量迎来爆发



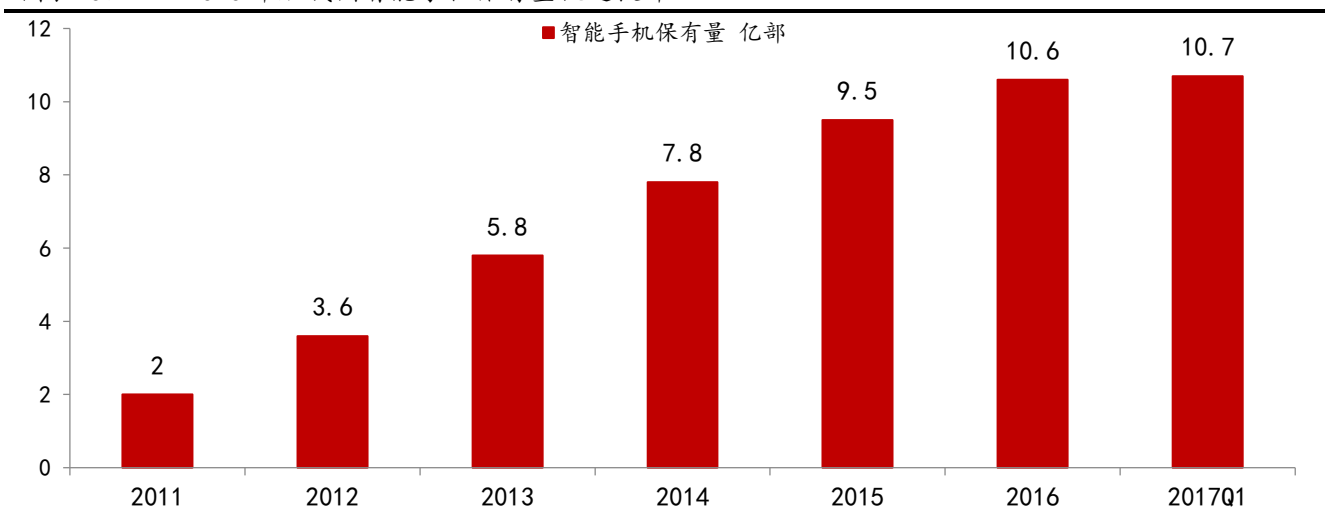
资料来源: Wind、IDC、方正证券研究所 单位: 百万部

图表19: 2013 年 APP 下载量高增, 达 1020 亿次

类型	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
免费下载 (百万)	57331	82876	127704	167054	211313	253914
付费下载 (百万)	6654	9186	11105	12574	13488	14778
总下载 (百万)	63985	102062	138809	179628	224801	268692
下载量增速	/	59.51%	36.00%	29.41%	25.15%	19.52%
付费占比 %	89.6%	91%	92%	93%	94%	94.5%

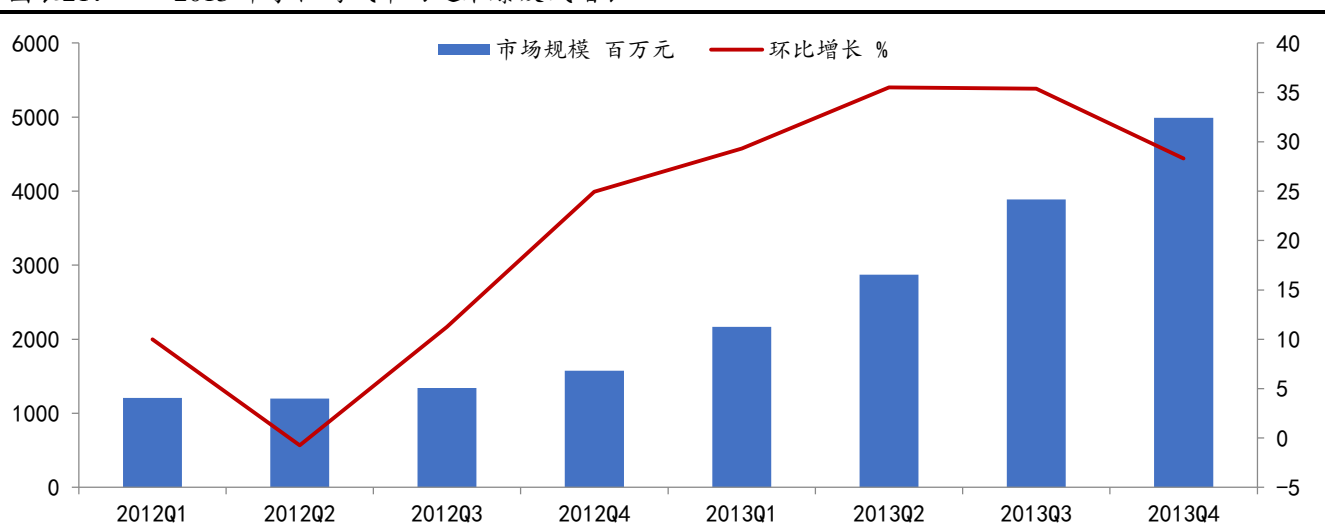
资料来源: Gartner、方正证券研究所

图表20: 2010 年后我国智能手机保有量快速提升



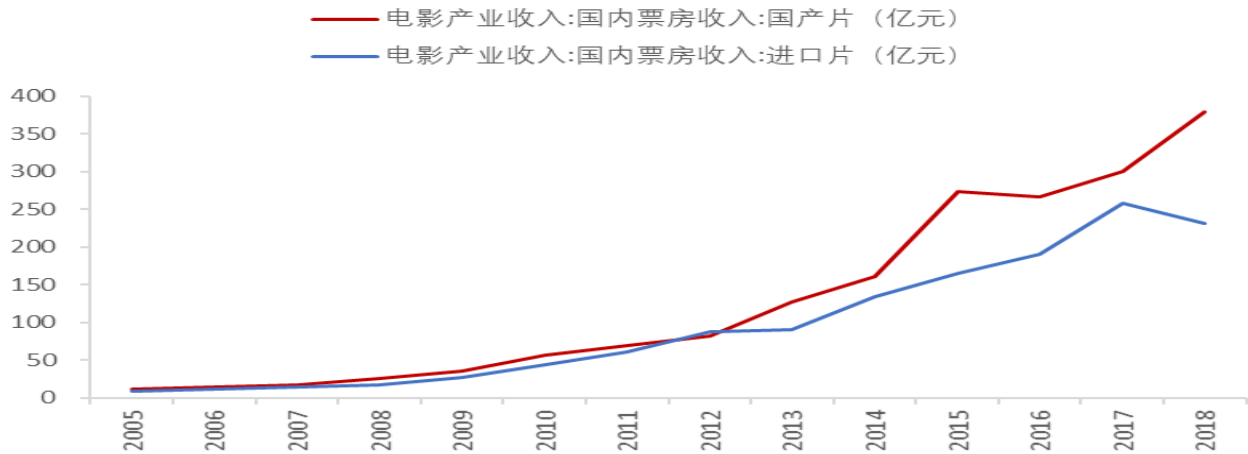
资料来源: 中国产业信息网、方正证券研究所

图表21: 2013 年手机游戏市场迎来爆发式增长



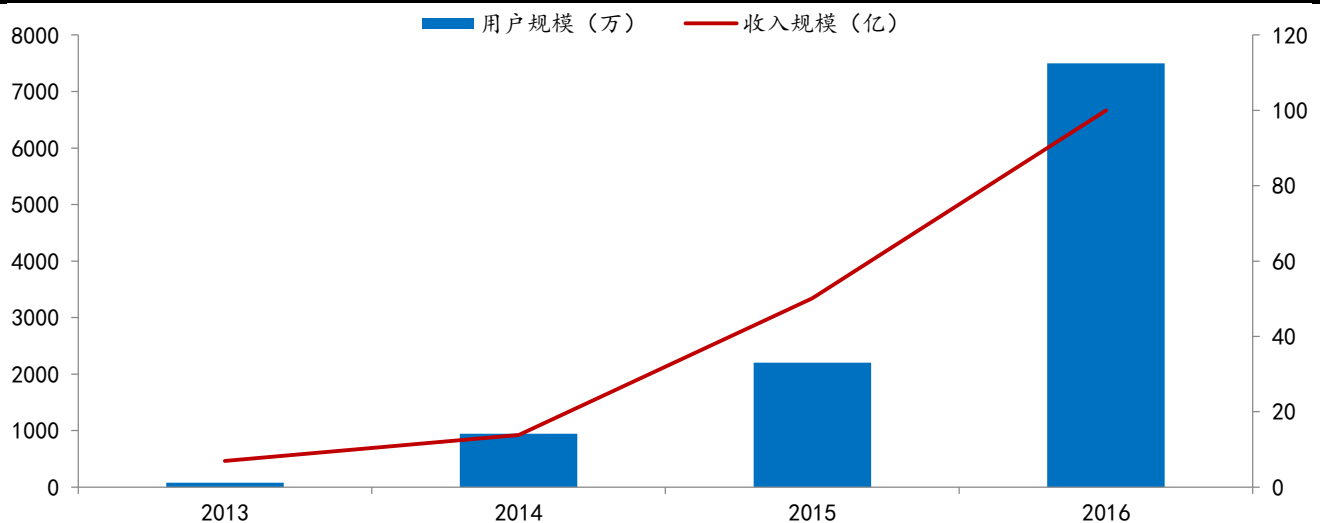
资料来源: 伽马数据、方正证券研究所

图表22: 2013 年是国产电影元年



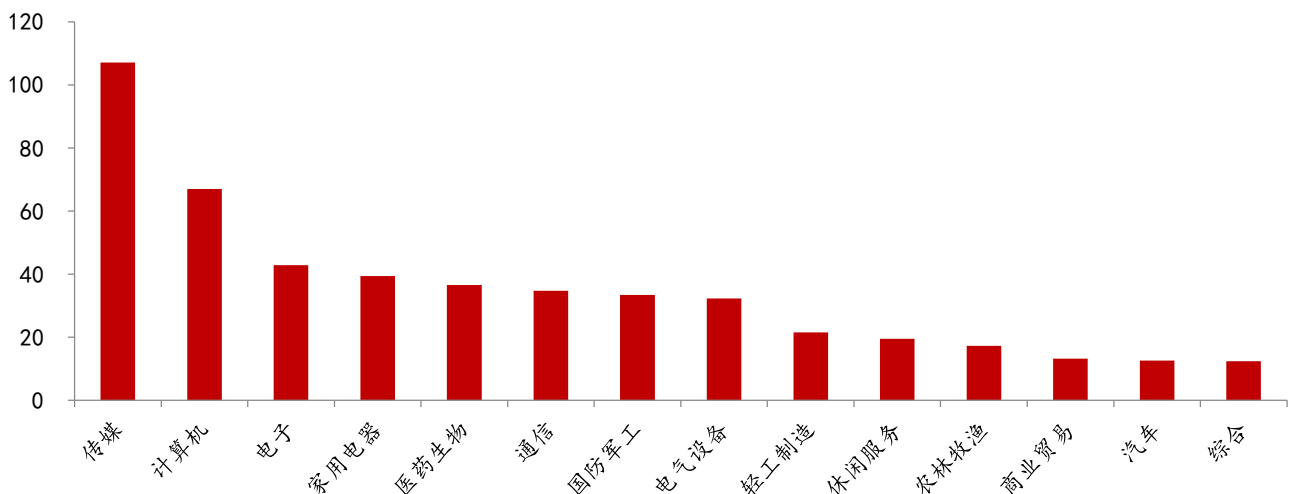
资料来源: wind、方正证券研究所

图表23: 2013 年视频付费市场规模大幅扩张



资料来源: wind、方正证券研究所

图表24: 2013 年传媒行业大幅跑赢

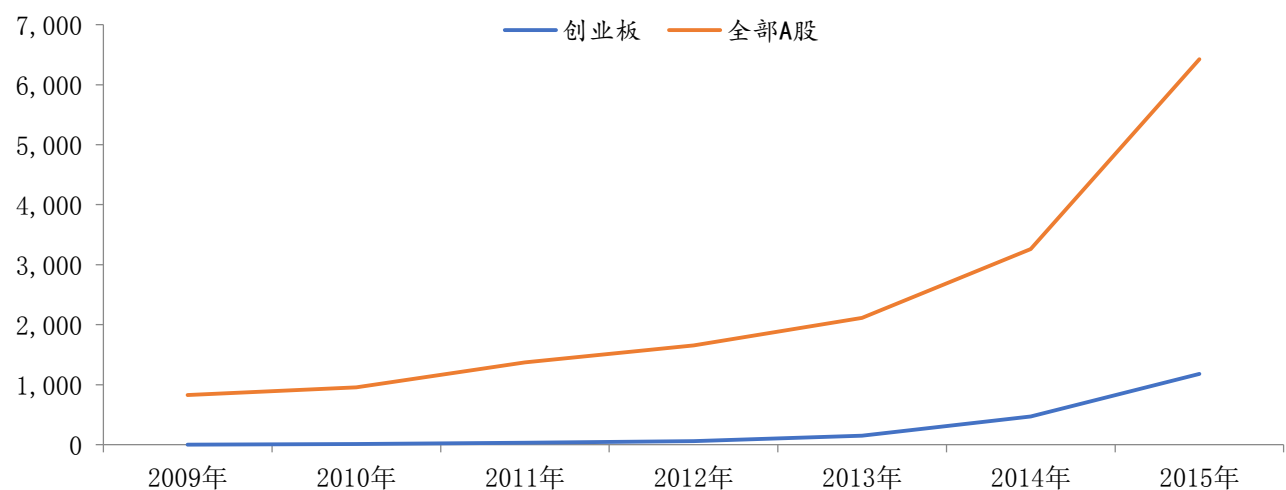


资料来源: wind、方正证券研究所。图表中单位为: %

3 商业模式及投资模式重塑利好成长股

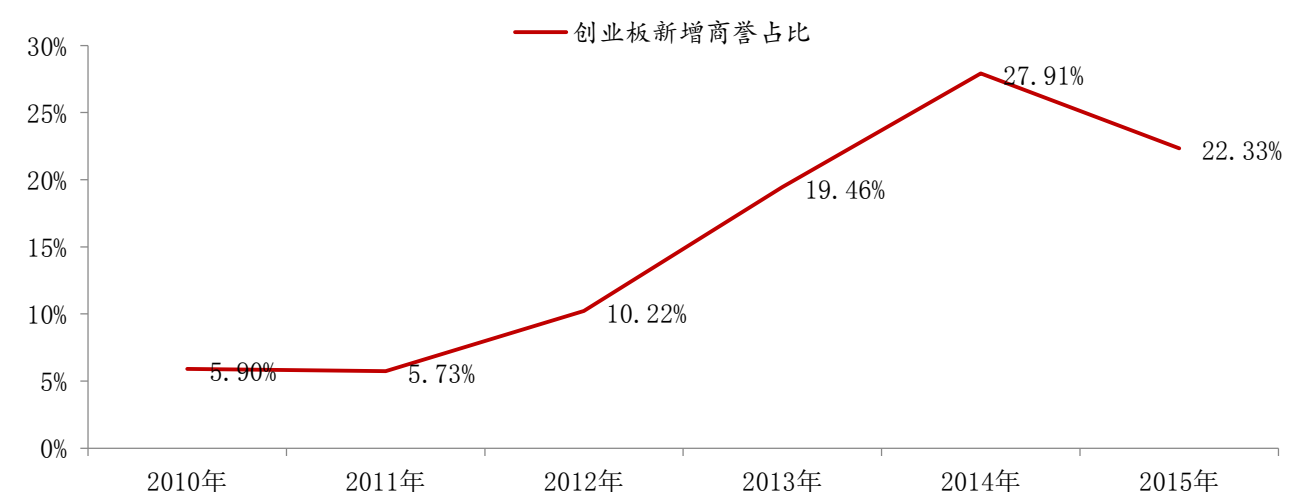
互联网重塑商业模式及投资模式，轻资产与外延并购开始深入人心。伴随着经济转型呼声渐高与互联网的深入普及，以轻资产和外延式并购为核心的商业模式开始受到市场追捧，特别是《泰囧》、《致青春》等一系列电影及手游的爆发使得“流量”概念开始火爆，炒流量，炒票房，炒流水的模式出现，传媒股、游戏股涨幅惊人，传统的资产定价模式开始出现分支，市场偏向于给与互联网概念以及轻资产模式的成长股更高溢价。其次是 IPO 暂停后，一级市场融资路径被冻结，但同时定增重组放开，一二级市场联动通过上市公司的并购重组实现，一级市场投资者通过被上市公司收购实现退出，二级市场企业通过购入相对低估值的资产获得估值溢价，进一步推高市值，形成大量商誉。特别是创业板，新形成的商誉占全部 A 股比重由 2012 年的 10.22% 单年快速提升至 19.46%。叠加经济波动消失，传统以经济周期和资产重估为代表的投资框架受到挑战。

图表 25: 2013 后全部 A 股商誉开始大幅膨胀，并购重组盛行



资料来源: wind、方正证券研究所。图表中单位为: 亿元

图表 26: 2013 年开始，创业板新增商誉占全 A 比重快速上行



资料来源: wind、方正证券研究所

4 钱荒为界，成长风格两轮极致演绎

4.1 以第一次钱荒为界，创业板经历了两轮上涨

2013 年创业板一枝独秀，成长股三年牛市由此拉开大幕。自 2009 年 10 月创业板开板以来，由于初期标的较少，市场容纳量有限，且四万亿经济刺激计划带来的周期、大金融板块投资机会精彩纷呈，创业板初期并未受到市场主流资金的关注，指数也一路下探至 2012 年 12 月 4 日 585 点的最低点，较之前最高点跌去五成，但创业板的反弹就此开启，成长股的三年长牛也由此拉开大幕。2013 年市场出现明显的结构性行情，全年创业板上涨 82.73%，上证综指却下跌 6.74%，深成指跌幅更深达 10.91%，创业板与主板走势严重背离。

全年涨势分为两个阶段。分阶段来看，全年创业板以六月第一次钱荒为界，经历了两轮上涨。第一轮由年初到 6 月 18 日，创业板上涨 50.30%。随后几日，叠加美联储暗示可能退出 QE，“钱荒”对市场的冲击达到顶峰，创业板回调 9.52%。6 月 25 日，央行表态提供流动性支持，Shibor 利率回落，第一次“钱荒”暂时解除。创业板指也重拾升势开启第二轮上涨，直至十一长假，上涨 40.81%。此后直至年底，受 IPO 重启、美国退出 QE3，第二次“钱荒”等因素影响，创业板指开启震荡模式，趋势性做多窗口暂时关闭。

“钱荒”进一步强化了成长风格，领涨品种从传媒向计算机、电子等其他成长行业扩散。从领涨行业来看，全年传媒、计算机、电子表现抢眼，分别上涨 107.02%、66.94% 及 42.78%。分阶段来看，第一次“钱荒”之前，传媒行业领涨市场，涨幅达 43.38%，其他成长子行业表现相对平淡。在 6 月初第一次“钱荒”从初露端倪到逐步发展到顶峰的半个月里，创业板保持强势，抗跌属性明显，而主板则接连下挫，市场方向从此明晰。“钱荒”的短期冲击成为了成长板块的“试金石”，冲击过后，成长风格的相对优势更加明确，领涨的子行业也从传媒向计算机、电子、通信、国防军工、电气设备等所有成长行业扩散。

清理非标制造了“钱荒”，对主板形成了压制，强化了成长风格。政策层面除总量及结构性的利好对成长股形成支撑外，2013 年清理“非标”和影子银行业对成长风格形成了间接利好。为了压缩影子银行，化解金融风险，3 月 25 号，银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，其中对银行理财资金投资“非标”类项目进行了限制，规定理财资金投资非标余额占比不得超过 35%。此后的两次钱荒体现了中央清理“非标”、“影子银行”、“多层嵌套”等问题的决心，而 2009 年以来大量的房地产、基建项目通过影子银行获得信用增进和资金下沉，清理非标预示着传统融资渠道和信用扩张的进程受阻，以大金融、周期股为主要构成的主板相应受到打击，以第一次“钱荒”为例，A 股在一个月下跌 15%，彻底拉开了与创业板的差距。而创业板本身受清理“非标”影响较小，且在“定增潮”下不断拓展着自身的融资渠道，此消彼长，“钱荒”客观上压制了主板，并间接强化了成长风格。

下半年风险偏好显著提升，成长风格同时向主题投资扩散。随着全市

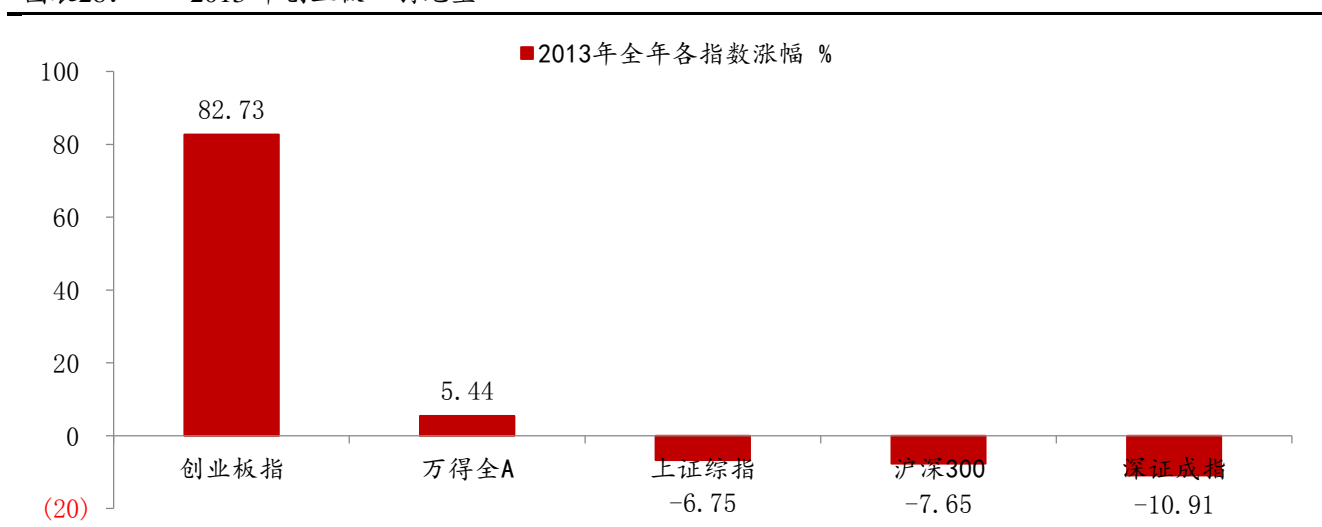
场风险偏好的抬升，成长风格也向主题热点进一步扩散，下半年进入主题投资重要机遇期，其中以上海自贸区最为典型，上海自贸区首发效应明显且累计超额收益巨大。自贸区行情启动以2013年3月27日李克强总理考察上海并首次提出建设自贸区为标志性事件，此后市场经历了四个月的政策学习和解读期，区间累计超额收益15.30%。下半年，随着相关政策的落地，八月行情开始集中爆发，行情持续时间为一个半月，区间累计超额收益高达84.63%，资本市场对上海自贸区上升为国家战略表现出极大的热情和认可，十一后挂牌落地行情结束。上海自贸区作为全国第一个自贸试验区，涨幅始终位列各自贸区版块首位，自提出以来相对沪深300指数的累计超额收益达126%。全年来看，中信成长风格指数全年上涨40.62%，而“钱荒”后的下半年上涨29.29%，占全年涨幅的72.13%。尽管创业板下半年的涨幅不及上半年，但多数成长子行业涨幅由第二轮上涨贡献。

图表27: 2013年成长风格一枝独秀

年份	金融 (风格. 中信)	周期 (风格. 中信)	消费 (风格. 中信)	成长 (风格. 中信)	稳定 (风格. 中信)
2005年	3.03	-20.85	-9.15	-18.82	-14.63
2006年	162.89	80.30	94.29	64.02	40.19
2007年	142.15	210.43	158.35	147.32	156.42
2008年	-65.50	-67.13	-56.16	-59.73	-56.17
2009年	109.11	129.95	110.67	117.07	50.13
2010年	-25.93	2.54	15.02	24.94	-13.33
2011年	-16.17	-33.65	-25.63	-35.16	-21.29
2012年	26.19	-1.88	1.89	0.42	6.47
2013年	-6.66	-2.60	19.01	40.62	-1.62

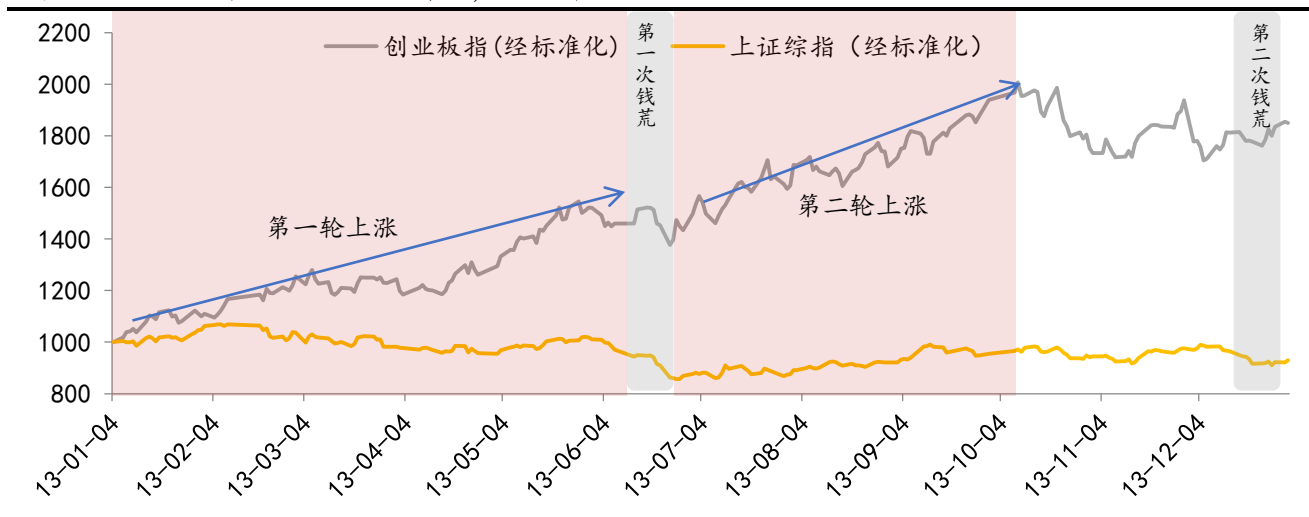
资料来源: wind、方正证券研究所 标红为当年涨幅第一，标绿为当年涨幅最后

图表28: 2013年创业板一骑绝尘



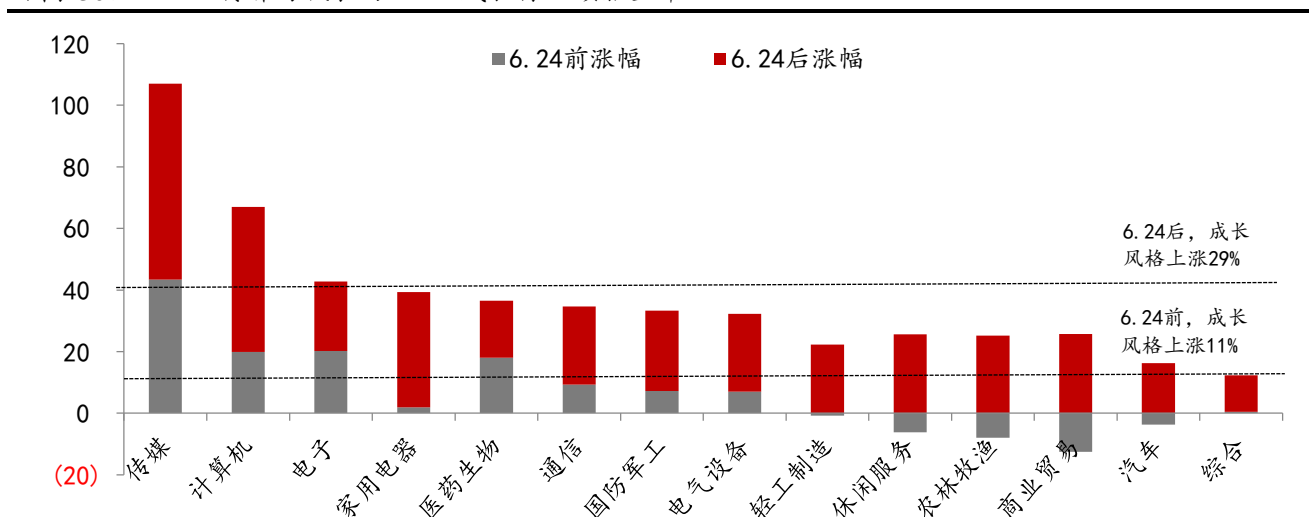
资料来源: wind、方正证券研究所

图表29: 以第一次钱荒为分界点, 2013年创业板经历了两轮上涨



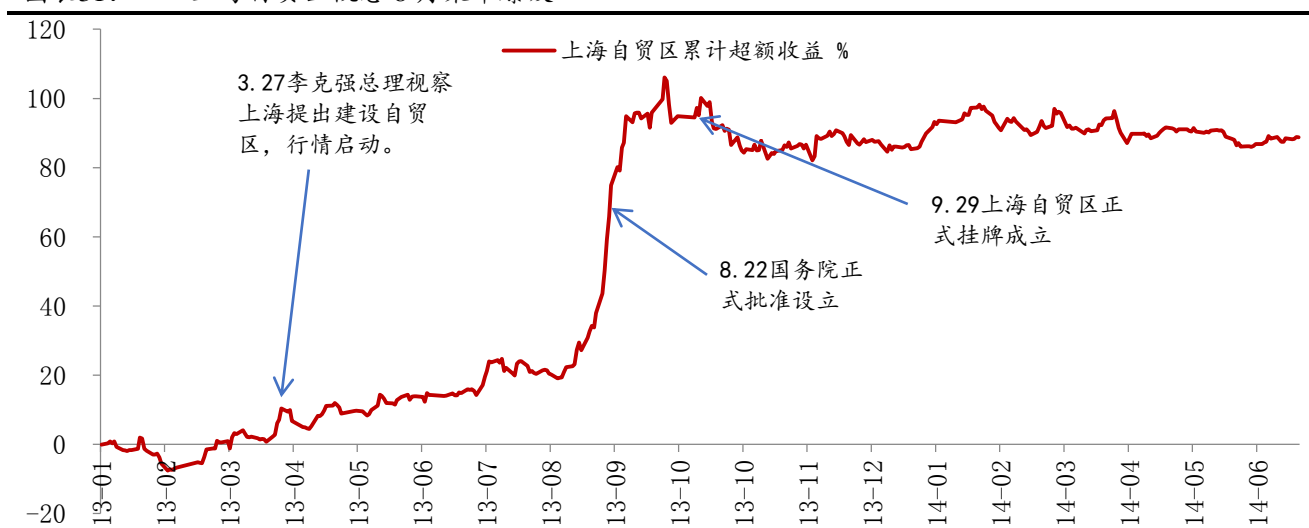
资料来源: wind、方正证券研究所

图表30: 以传媒为代表的TMT成长行业领涨全年



资料来源: wind、方正证券研究所

图表31: 上海自贸区概念8月集中爆发



资料来源: wind、方正证券研究所

4.2 良好的业绩预期成为创业板牛市的核心驱动

2013 年创业板业绩大幅改善使得成长股形成了良好的业绩预期。整体来看，2013 年全年全部 A 股归母净利润增速为 14.5%，主板归母净利润增速 15.1%。创业板为 10.5%。分季度来看，在全年的前三季度中创业板业绩都未形成相对优势，仅在四季度大幅领先全部 A 股及主板，但创业板的两轮上涨在十一长假后已经基本告一段落。无论是全年还是分季度来看，创业板业绩的绝对增速及相对业绩优势均并非行情的领先指标，更重要的是业绩的大幅改善引发的中长期向好的业绩预期，并且这种乐观预期在全年四个季度均得到了逐季确认。

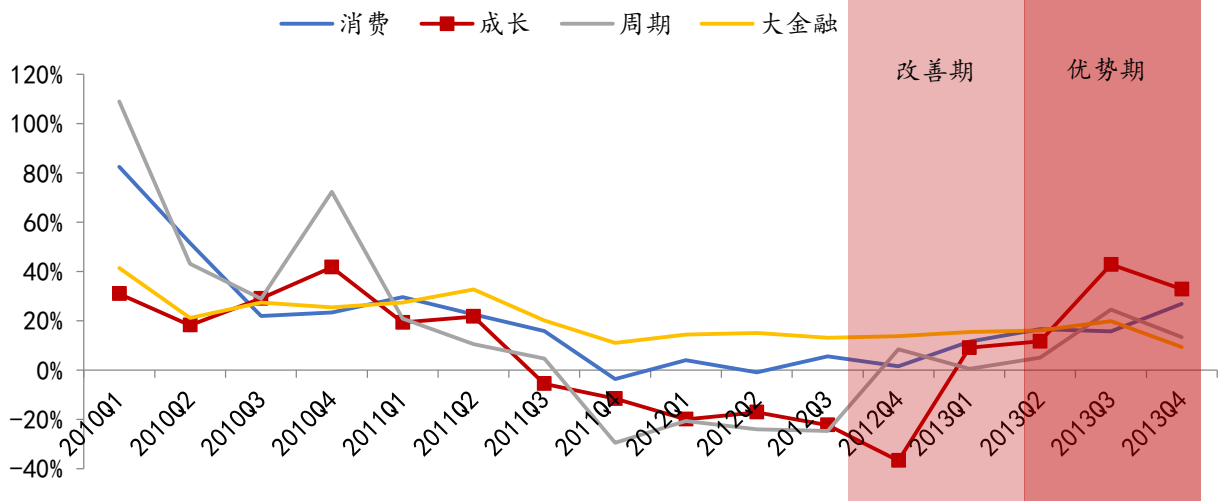
产业周期与政策导向的共振，进一步放大了业绩向好预期。具体来看，2013 年一季度，创业板归母净利润增速由上一年的四季度的-16.7%大幅收窄至-1.8%，而同期主板的业绩改善幅度仅为 0.4 个百分点。二季度创业板业绩单季度增速转正，并逐季走高。风格层面同样如此，上半年成长风格业绩虽然没有领先，但改善幅度最大。2013 年自上而下的宏观逻辑与自下而上的产业逻辑在这一年形成强烈共振，由此引发的业绩向好预期逐季得到确认，股价作为领先指标也先于业绩展开演绎。更长周期来看，2013 年开始的移动互联网浪潮带动成长板块需求爆发，同时外延并购的放松引发了市场对业绩的更高期待。2011 年—2016 年，并购重组进入放松周期，这一阶段中的重组和再融资扩张给成长性企业的业绩增速装上了“放大镜”和“保护垫”，并且这种效果会在当期明显体现，业绩预期得以进一步放大。

图表32： 创业板业绩（归母净利润增速）改善幅度最大，从 2012 年一季度后逐季走高

2013 年	2013Q4	2013Q3	2013Q2	2013Q1
全部 A 股	12.6%	21.5%	13.1%	11.0%
全 A 剔金融	14.4%	24.5%	10.2%	4.9%
主板	13.3%	22.8%	13.4%	11.5%
主板剔金融	16.3%	28.4%	10.5%	5.3%
中小企业板	-3.1%	0.3%	10.0%	3.7%
中小企业板剔金融	-4.5%	-0.6%	9.7%	2.3%
创业板	25.8%	12.3%	3.8%	-1.8%
2012 年	2012Q4	2012Q3	2012Q2	2012Q1
全部 A 股	9.0%	-2.3%	-1.0%	0.8%
全 A 剔金融	6.4%	-17.8%	-17.3%	-14.6%
主板	11.1%	-2.1%	-0.4%	1.4%
主板剔金融	10.5%	-19.3%	-18.2%	-15.3%
中小企业板	-15.6%	-5.6%	-11.6%	-9.1%
中小企业板剔金融	-16.0%	-7.0%	-12.9%	-10.6%
创业板	-16.7%	-7.7%	-2.0%	-3.1%

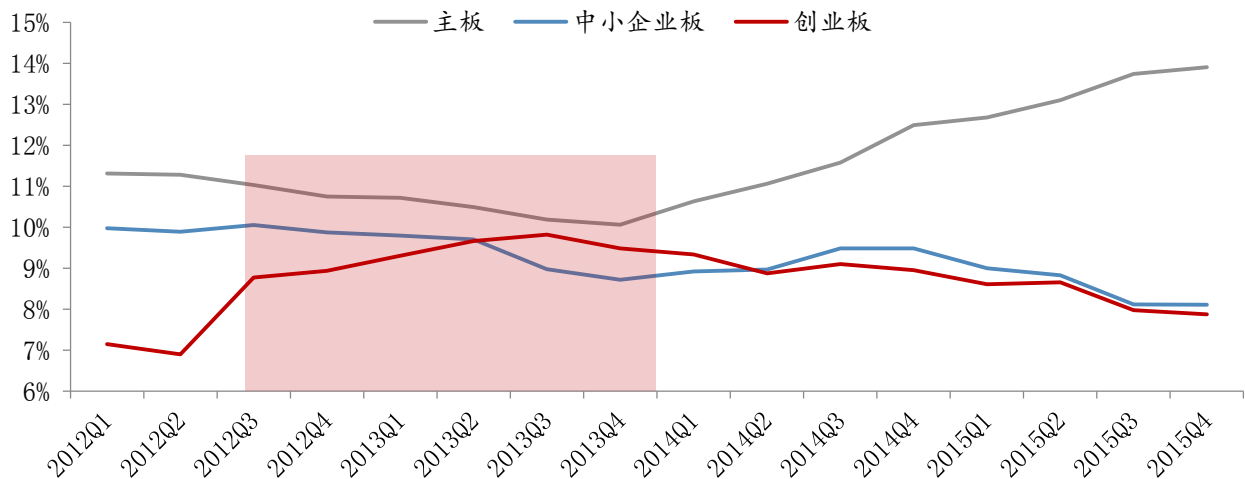
资料来源：wind、方正证券研究所

图表33: 2013 年成长风格归母净利润初期大幅改善, 后期形成业绩优势



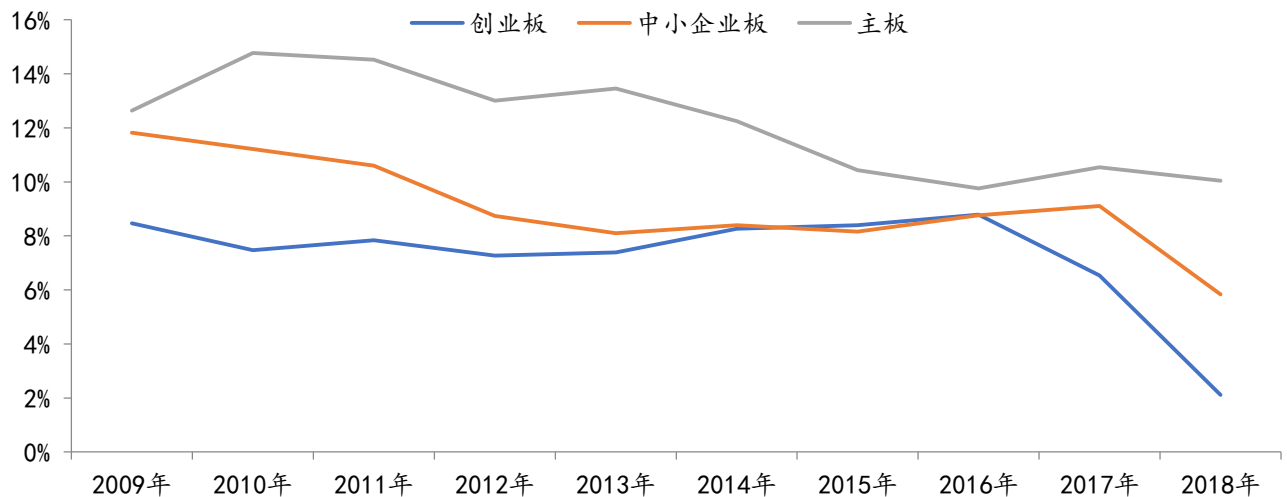
资料来源: wind、方正证券研究所

图表34: 2013 年创业板盈利质量 (滚动 ROE) 持续改善, 且幅度大于主板



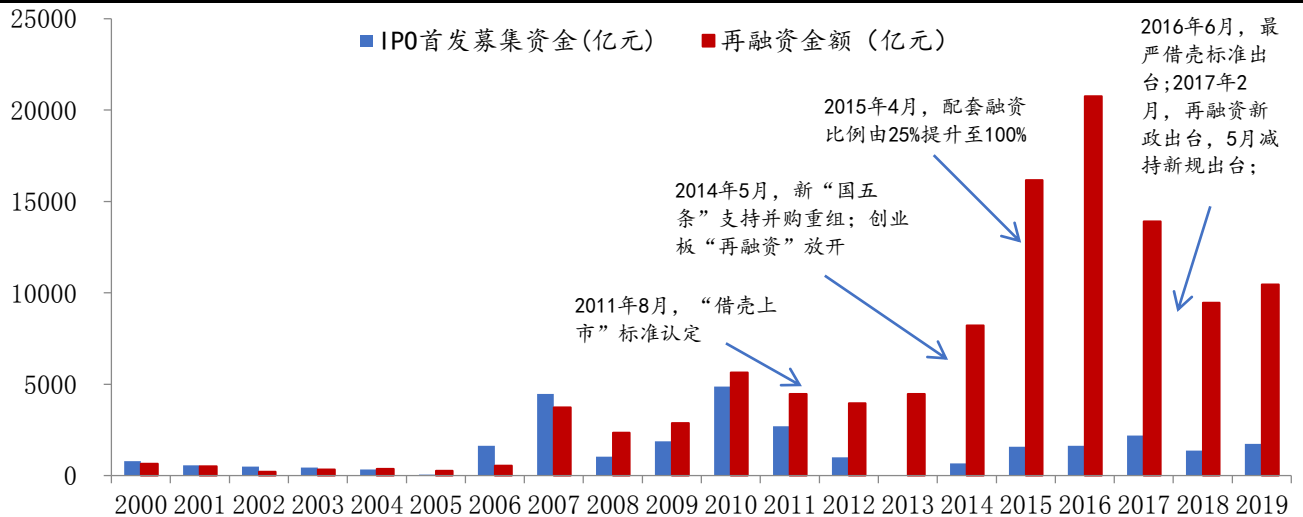
资料来源: wind、方正证券研究所

图表35: 2013年三大板块全年盈利质量(全年ROE)企稳



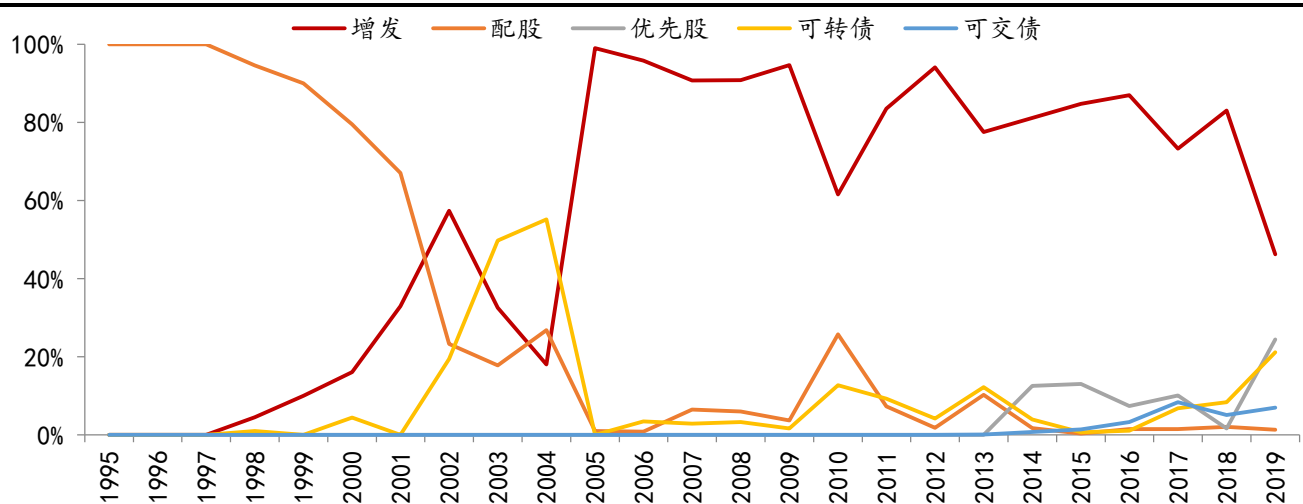
资料来源: wind、方正证券研究所

图表36: 2013年IPO暂停,定增重组市场开始火热



资料来源: wind、方正证券研究所

图表37: 增发是2013年再融资的主流模式



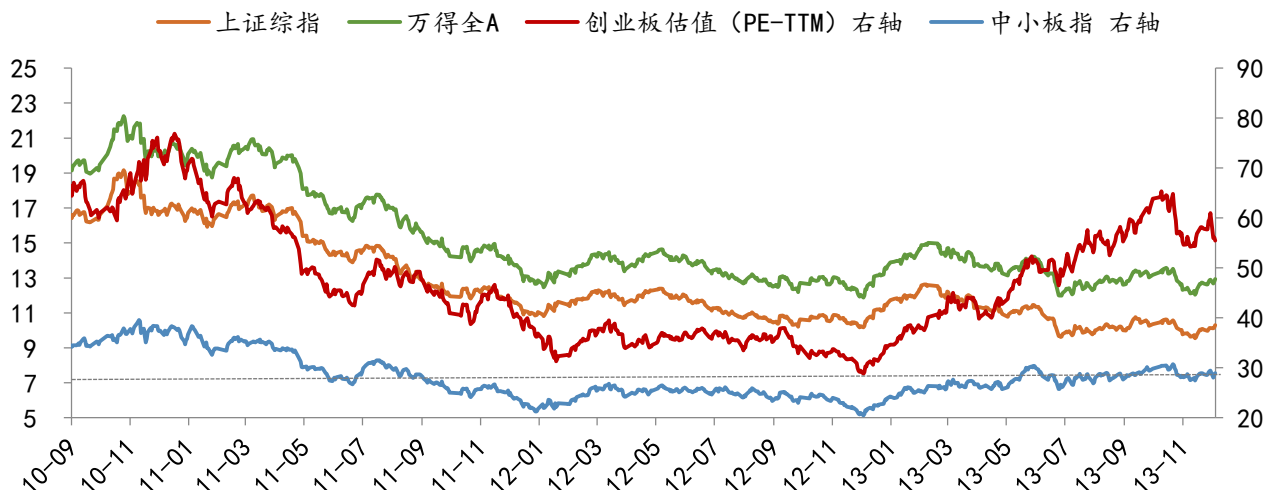
资料来源: wind、方正证券研究所

4.3 创业板估值先修复后扩张

板块估值的历史最低值成为上涨的起点，全年涨幅中估值扩张贡献逾8成，实现戴维斯双击。2013年创业板牛市启动之前，估值经过了三年多的消化，已经由创业板开板初期2010年6月的69.41倍下降至2012年12月的29.22倍的历史最低值，与主板的估值差也收敛至18.65的最小值，无论横向还是纵向来看，2012年底的创业板已经形成了相对的价值洼地，估值有修复的必要也有上涨的空间。2013年全年来看，创业板估值由34.65倍上涨至58.37倍，涨幅达68.47%，估值领先于业绩展开演绎，估值扩张对于全年涨幅的贡献达82.76%，全年估值业绩双升，实现戴维斯双击。

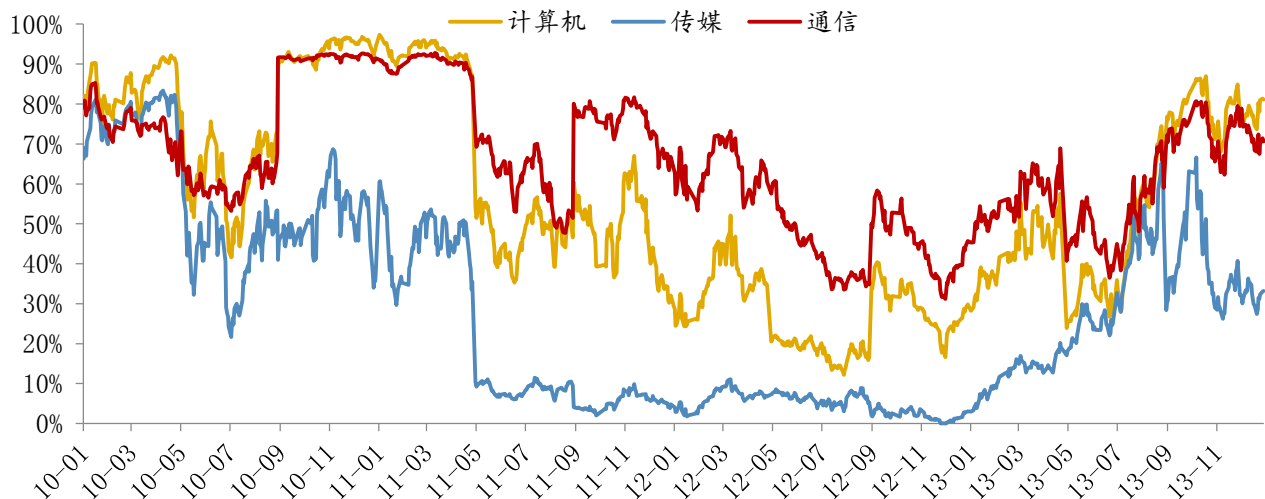
六大成长行业在2012年底估值分位均达到或接近历史最低水平。分行业来看，六大成长子行业在2012年四季度均经历了一波猛烈的估值回调。特别是传媒行业，2012年11月底估值降至27.3倍的历史最低值，对应2002年以来的10年最低水位，性价比凸显。电子行业12月初估值降至27.4的10年5.1%水位，同样处于历史较低水平。其余成长行业中，虽然估值经历了大幅下杀，但全市场比较仍处于中高水平，估值的绝对低点不能完全解释行情的爆发。相反，经过猛烈的回调，市场仍然愿意给与部分成长行业相对较高的溢价，客观上说明行业的景气度已经见底，反转的概率更大。

图表38： 2013年创业板牛市开启前，估值已经下杀到历史最低值



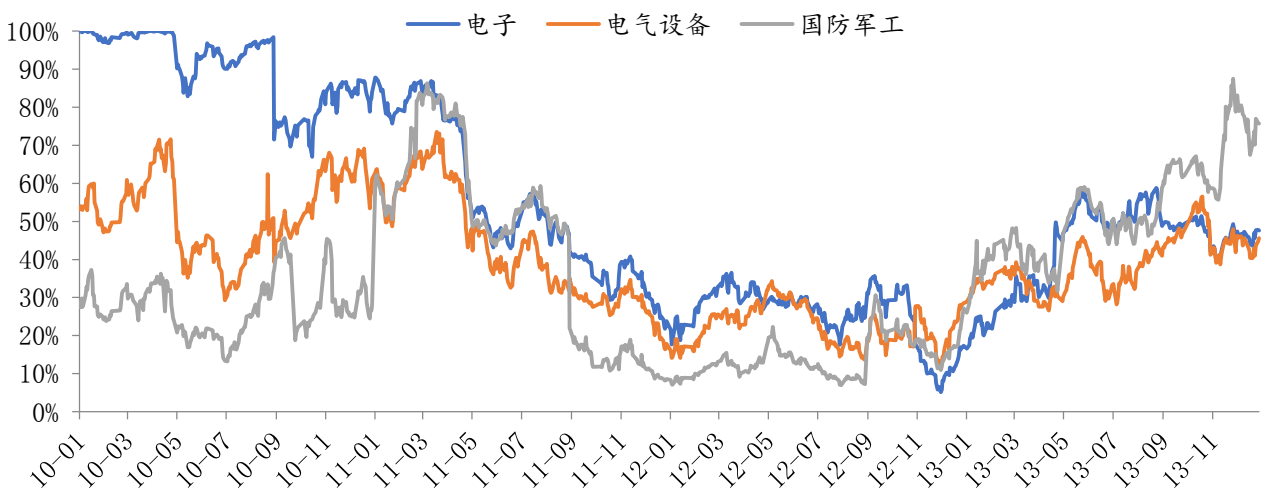
资料来源：wind、方正证券研究所

图表39: 传媒、通信行业估值分位数已经下行至历史最低值，计算机接近最低值



资料来源: wind、方正证券研究所

图表40: 电子、电气设备行业估值分位数同样下行至历史最低值，国防军工接近最低值



资料来源: wind、方正证券研究所

4.4 当前与2013年的核心区别在于经济与风险偏好

春节前后的行情走势与2013年十分类似，而当前与2013年的核心区别在于经济与风险偏好。从成长牛崛起的条件来看，一季度春节前后的成长风格大涨与2013年最为类似，不同层面的逻辑得以共振，成长风格出现极致演绎的倾向。当前来看，产业层面新基建、5G及其应用所引领的产业周期已经步入确定性上行阶段，成长牛仍然具备持续爆发的最重要底色，成长风格也从2019年三四季度开始明显跑赢。从流动性环境来看，当前流动性较2013年已经更加宽裕，在全球经济面临衰退以及我国经济前景尚不明晰的阶段，下半年流动性大幅收紧的概率也极低。从经济增长角度来看，2013年成长牛起步之初，经济已经出现企稳迹象，而当前在新冠疫情全球爆发的扰动下，我国经济复苏进程有待持续验证。从政策支持来看，当前新基建支持力度不

断加大，行业及层面政策支持仍在加码，产业支持力度与 2013 年类似，同时并购重组放开，外延式并购窗口打开。从风险偏好的角度来看，由于宏观环境的不同，当前市场的风险偏好仍在缓慢恢复和提升过程中，与 2013 年相比差别最大，后续风险偏好的提升主要依赖于经济的企稳。若经济企稳确认或超预期的刺激政策出台，风险偏好将进一步上行，成长风格结构性行情有望接力一季度上行。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区展览馆路42号新联写字楼6楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com