

方正证券研究所证券研究报告

专题策略报告

策略研究

2020.5.10

分析师：胡国鹏

执业证书编号：S1220514080001

E-mail huguopeng@foundersec.com

分析师：郑小霞

执业证书编号：S1220512080002

E-mail zhengxiaoxia@foundersec.com

分析师：袁稻雨

执业证书编号：S1220519030001

E-mail yuandaoyu@foundersec.com

分析师：刘超

执业证书编号：S1220520040002

E-mail liuchao5@foundersec.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心要点：

- 1、2010、2013、2015 年都是典型的成长风格的牛市，成长股表现远超其他风格，而 2010 年是第一次结构性的成长牛演绎，我们本系列研究的是典型的结构性成长牛，本篇是第一篇。
- 2、2010 年宏观环境、政策导向以及科技周期有利于成长行情。
- 3、2010 年成长行情分为三阶段，呈现上涨、回调、加速的步调。
- 4、当前经济、流动性、政策和产业周期的组合下，成长继续占优的概率较大。

投资要点：

1、2010 年是第一次结构性的成长牛市，成长超额收益明显。这次典型的结构性成长牛市起步于 2009 年底，从 2009 年 9 月至 2010 年 11 月，中小板指数大幅上涨 80%，同期沪深 300 指数上涨 24%，呈现出明显的“成长牛”特征。

2、2010 年宏观环境、政策导向以及科技产业周期有利于成长行情。经济在 2010 年保持繁荣，在全年的大部分时间既没有快速下行又没有过热，经济保持较快增长为成长牛提供了坚实的宏观环境基础；流动性整体保持宽裕，社融和 M2 增速保持高位，货币政策处于紧缩的开端，但直到 2010 年四季度才持续加码，成长充分受益于流动性的溢出效应；2010 年虽然总量政策紧，但产业政策有亮点，七大战略新兴产业扶持力度逐步增强，贯穿全年，相关机会层出不穷；科技产业周期从 2009 年开始启动，核心是以苹果手机为代表的 3G 应用的场景横空出世，开启了移动互联网浪潮，随着 3G 版 iPhone 进入中国，苹果产业链崛起。

3、2010 年成长行情分为三个阶段，呈现上涨、回调、加速的步调。2010 年成长行情分为三个阶段，第一阶段是从 2009 年 9 月初至 2010 年 4 月中旬，中小板指数上涨 48%，2009 年 9 月份开始成长股相对估值、基金持仓开始提升，此阶段的主线是苹果产业链，TMT 领涨。随着 2010 年 1 月政策超预期早调，成长估值提升结束。第二阶段是从 2010 年 4 月中旬至 2010 年 7 月初，中小板指数下跌 21%，随着紧缩政策加码以及欧债危机爆发，全球市场大幅下跌，A 股普调，市场、风格以及行业指数跌幅较为平均，在 20% 以上。第三阶段是从 2010 年 7 月初至 2010 年 11 月上旬，中小板指数上涨 55%，政策由压转保，战略新兴产业政策不断落地，iPhone4 销量火爆，成长迎来加速行情，细分领域中新材料、医药生物、计算机、电子轮番上涨。

4、当前经济、流动性、政策和产业周期的组合下，成长继续占优的概率较大。参考 2010 年成长行情结束的原因，体现为两方面，一是宏观层面的政策密集收紧压制全市场估值水平。二是成长股

的估值难以扩张，业绩比较优势丧失，盈利能力见顶。此外，政策倾斜力度边际减弱、出现新的行情主线也会加速成长行情的终结。目前来看，经济短期冲击不改中长期高质量发展的方向；流动性处于宽裕状态，利率水平处于低位，收紧的诱发因素尚不具备；政策方面，短期来看货币和财政政策较为积极，发力 5G 相关的新基建，中长期来看，在大国博弈的背景下促开放、鼓励科技创新趋势明确；科技产业周期角度来看，目前处于 5G 引领的产业周期初期，大规模的基站建设、5G 手机换机潮即将来临，即使受疫情影响有所延后但不会缺席。综合而言，成长自 2019 年 8 月开始占优以来，后续继续跑赢的概率较大。

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	2010 年成长行情所处环境	4
1.1	经济繁荣，通胀压力初步显现	4
1.2	流动性整体宽裕，货币政策处于紧缩的开端	6
1.3	总量政策紧，产业政策有亮点	8
1.4	科技产业周期启动，苹果产业链崛起	10
2	2010 年成长牛市三阶段	12
2.1	第一阶段：2009.9.1-2010.4.15，政策微调、成长启动	13
2.2	第二阶段：2010.4.16-2010.7.2，紧缩加码、市场普调	16
2.3	第三阶段：2010.7.3-2010.11.11，市场回暖、成长加速	17
3	2010 年成长牛市结束原因	20
4	2010 年成长牛市启示	22

图表目录

图表 1:	成长风格在 2010、2013、2015 年跑赢	4
图表 2:	2010 年经济延续高增长	5
图表 3:	2010 年经济增长驱动力为出口和地产	5
图表 4:	2010 年第二产业 GDP 贡献率达到峰值	6
图表 5:	2010 年四季度通胀破 4	6
图表 6:	2010 年融资需求仍很旺盛	7
图表 7:	2010 年 M2 增速维持较高水平	7
图表 8:	2010 年四季度市场利率才开始明显走高	8
图表 9:	2010 年四季度货币政策紧缩升级	8
图表 10:	2008 年以来的政策拐点以及 2010 年政策基调	9
图表 11:	2010 年战略新兴产业扶持政策层出不穷	10
图表 12:	2009 年初开始费半指数持续上行至 2011 年年初	11
图表 13:	2009 年是年初半导体景气周期反转	11
图表 14:	2010-2011 年运营商 3G 用户数大幅增长	11
图表 15:	2009 年开始 IPHONE 放量带动智能手机销量增速抬升	12
图表 16:	2010 年成长行情来源于业绩大幅增长	13
图表 17:	2010 年成长行情估值小幅抬升	13
图表 18:	2009 年 9 月是 2010 年成长行情的起点	14
图表 19:	估值的岔口佐证风格切换	15
图表 20:	成长持仓比例在 2019 年二季度非常低	15
图表 21:	第一阶段行情中成长和消费领涨	15
图表 22:	第一阶段行情中 TMT、苹果产业链相关行业领涨	16
图表 23:	1 月中旬政策超预期早调是第一阶段行情的分水岭	16
图表 24:	第二阶段市场普遍下跌	17
图表 25:	第二阶段行业普跌，跌幅较为均匀	17
图表 26:	2010 年苹果产业链公司业绩大幅增长	18
图表 27:	第三阶段成长加速行情分为三部分	19
图表 28:	第三阶段各行业表现（刷黑为各部分表现前五行业）	19
图表 29:	2010 年 6 月之后人民币持续升值	21
图表 30:	中小板估值水平自 2010 年 11 月之后持续回落	21
图表 31:	成长的业绩比较优势在 2010 年底后逐步丧失	21
图表 32:	中小板 ROE 于 2010 年二季度见顶回落	22
图表 33:	成长自 2019 年 8 月开始跑赢	23

2009 年 9 月至 2010 年 11 月，中小板指数大幅上涨 80%，同期沪深 300 指数上涨 24%，呈现出明显的“成长牛”特征。2010 年成长牛的崛起需要什么样的环境？第一，经济在 2010 年保持繁荣，在全年的大部分时间既没有快速下行又没有过热，经济保持较快增长为成长牛提供了坚实的宏观环境基础；第二，流动性整体保持宽裕，社融和 M2 增速保持高位，货币政策处于紧缩的开端，但直到 2010 年四季度才加码，成长充分受益于流动性的溢出效应；第三，2010 年虽然总量政策紧，但产业政策有亮点，战略新兴产业扶持力度逐步增强，贯穿全年，相关机会层出不穷；第四，科技产业周期从 2009 年开始启动，核心是以苹果手机为代表的 3G 应用的场景横空出世，开启了移动互联网浪潮，随着 3G 版 iPhone 进入中国，苹果产业链崛起。2010 年成长行情的终结在于政策层面“三率齐发”，全面收紧。

图表1： 成长风格在 2010、2013、2015 年跑赢

年份/涨跌幅 (%)	金融	周期	消费	成长
2019	35	22	47	39
2018	-19	-33	-26	-36
2017	14	-1	13	-4
2016	-8	-12	-10	-24
2015	3	45	55	75
2014	94	43	25	34
2013	-7	-3	19	41
2012	26	-2	2	0
2011	-16	-34	-26	-35
2010	-26	3	15	25
2009	109	130	111	117
2008	-65	-67	-56	-60
2007	142	210	158	147
2006	163	80	94	64
2005	3	-21	-9	-19

资料来源：wind、方正证券研究所

1 2010 年成长行情所处环境

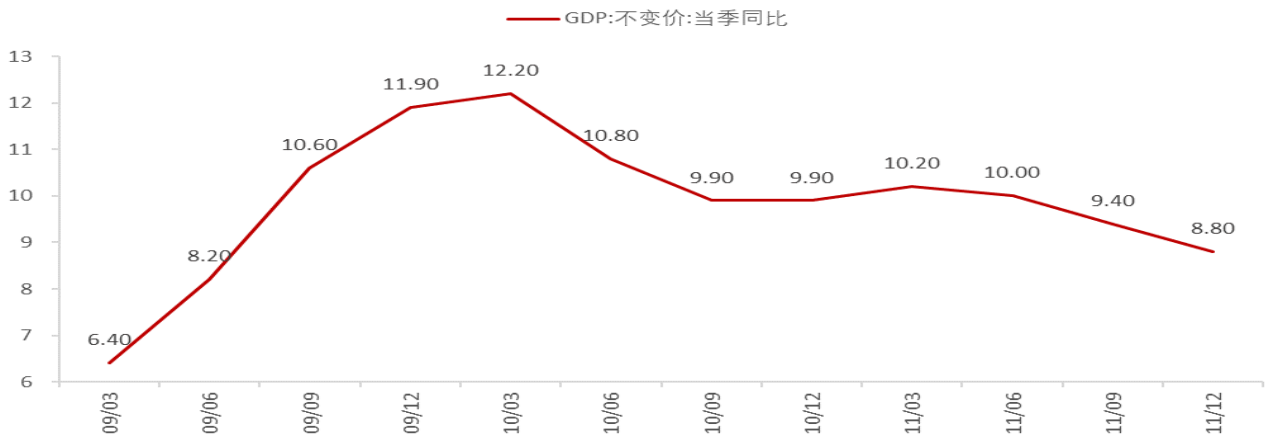
1.1 经济繁荣，通胀压力初步显现

2010 年经济高位运行，保持繁荣。2010 年全年经济基本延续了 2009 年以来的复苏趋势，在四万亿的刺激下，GDP 增速在 2009 年逐季攀升，在 2010 年一季度达到峰值（12.2%），随后虽有所下滑但基本保持在 10%左右的增速，全年增速达到 10.6%（图表 2）。从经济的驱动力来看，出口在金融危机担忧消除后大幅改善，由 2009 年底的 -16%反弹至 2010 年底的 31.3%；地产投资再上台阶，弥补了基建投资增速下滑的空缺，制造业投资则基本持平，维持在 26%左右的增速；消费增速出现弱修复（图表 3）。总体而言，2010 年经济改善的驱动力来自于外需以及地产投资，整体呈现高位企稳的特征，四万亿刺激之后经济 V 型反转，在 2010 年全年维持较为繁荣的格局。2010 年之

后,经济增速开始逐级下行,告别了2002年以来10%的高速增长中枢,经济换挡降速的特征愈发明显,2010年第二产业对GDP增长的贡献率达到峰值,意味着中国经济依靠重化工业驱动的模式达到顶峰(图表4)。

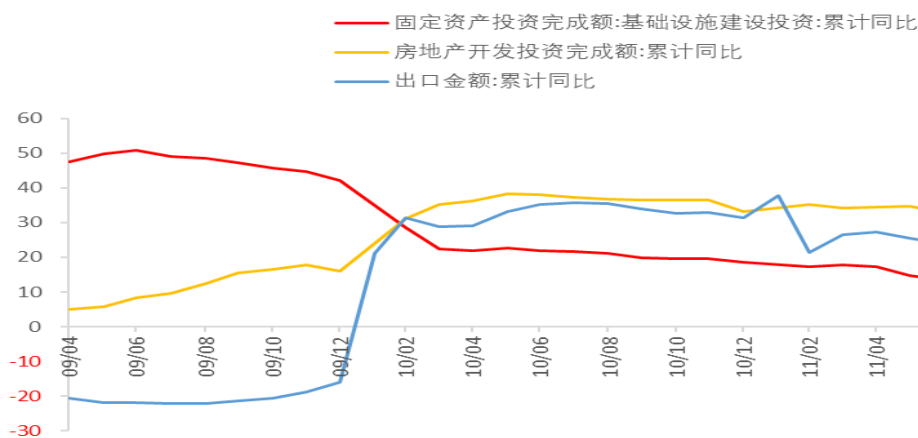
通胀持续爬升,在2010年四季度压力开始显现。2010年通胀呈现逐步爬升的趋势,由年初的1.5%逐步上升到年底的4.6%,其中前三季度通胀的抬升较为缓慢,由1月份的1.5%提升至9月份的3.6%,但进入四季度之后CPI破4,10月CPI同比上涨4.4%,11月CPI进一步上涨至5.1%,呈现加速上扬的趋势(图表5)。和9月13日的天津达沃斯论坛上“物价基本稳定”表态相比,时隔仅10天,温总理在9月23日接受CNN专访时,转而强调“中国确实存在通货膨胀的风险”,同时,央行行长周小川也明确指出国内的通胀压力有所提高,9月底的货币政策会议将通胀重新提到第一要务。

图表2: 2010年经济延续高增长



资料来源: wind、方正证券研究所

图表3: 2010年经济增长驱动力为出口和地产



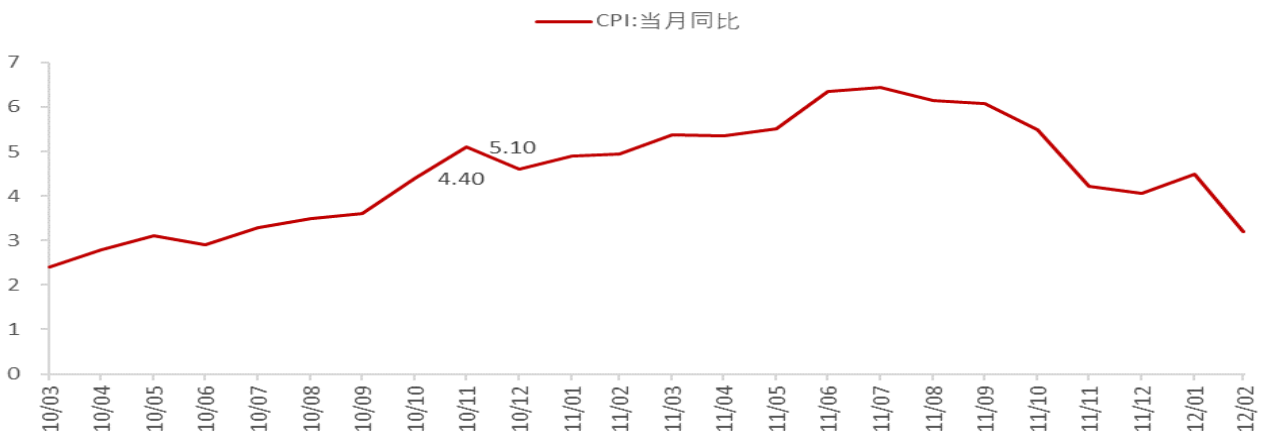
资料来源: wind、方正证券研究所

图表4： 2010 年第二产业 GDP 贡献率达到峰值



资料来源：wind、方正证券研究所

图表5： 2010 年四季度通胀破 4



资料来源：wind、方正证券研究所

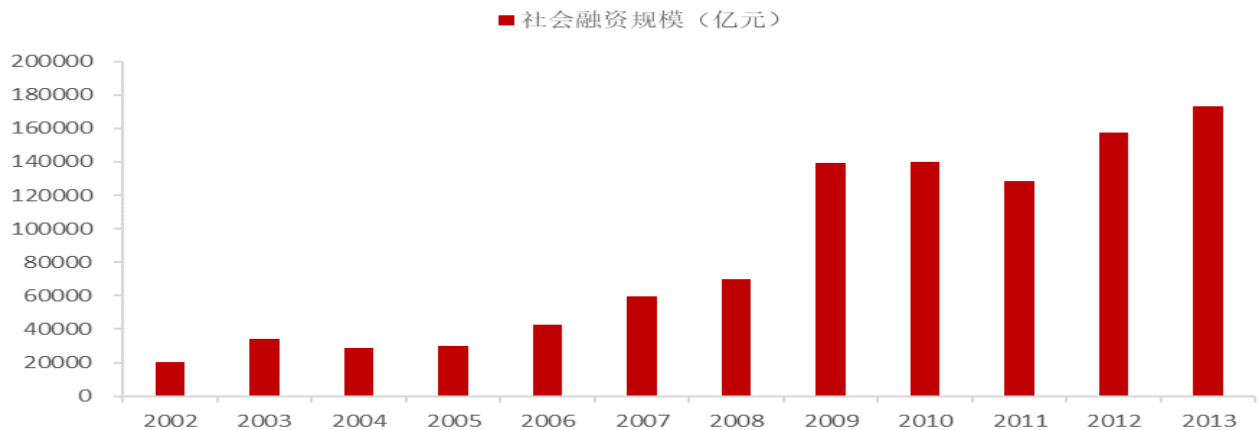
1.2 流动性整体宽裕，货币政策处于紧缩的开端

流动性在四万亿刺激之后保持充裕,2010 年全年货币供应量保持高位运行,各项利率直至四季度紧缩加码之后才明显抬升。从社融来看,2010 年社融规模同 2009 年的天量社融基本持平,融资需求旺盛(图表 6);从货币供应量来看,2010 年全年 M2 增速前高后低,由年初的 26%下移至年底的 20%,全年维持在较高水平(图表 7);从各项利率水平来看,十年期国债收益率在前三季度持续下行,仅在四季度货币政策密集加码之后才快速走高,票据直贴利率也是在四季度才明显走高(图表 8)。总体而言,四万亿刺激之后,虽然 2010 年货币政策开始收紧,但 2010 年流动性仍然保持相当充裕的状态。

2010 年货币政策处于紧缩的开端,在四季度通胀抬头后陡然加码。2010 年一季度经济增速明显过高,货币政策在 2010 年开始试探性紧缩,标志是 1 月 18 日央行上调存款准备金率,政策超预期早调。随后央行在上半年于 2 月和 5 月再上调两次存款准备金率。5 月开始欧

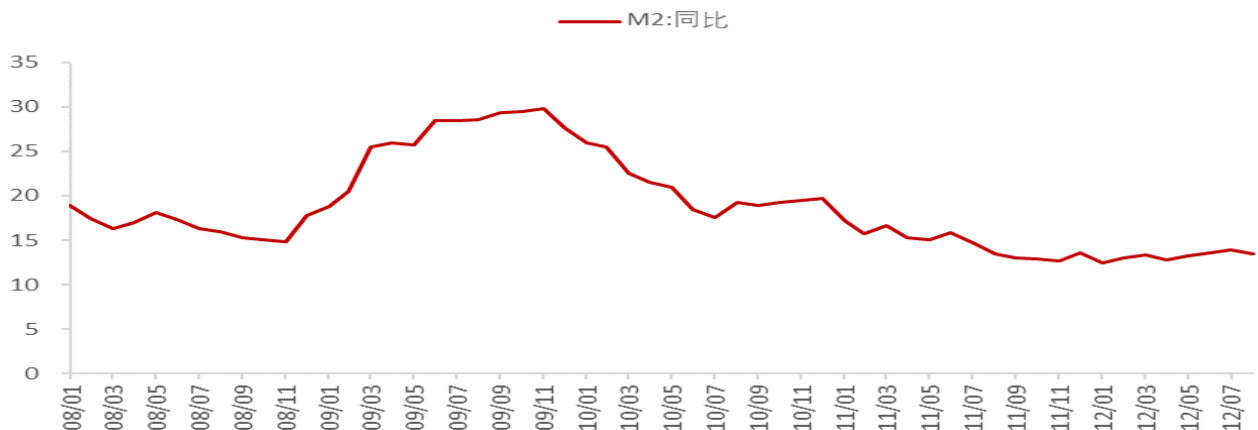
债危机出现蔓延，5-7 月经济数据偏弱，7 月温总理在调研时释放政策由压转保的信号，货币政策紧缩放缓。随着经济数据企稳、四季度通胀连续破 4 破 5、美国 QE2 预期强化加剧通胀担忧，10 月份开始央行紧缩政策陡然加码，随着 10 月 20 日央行加息，四季度央行加息两次，上调存款准备金率 3 次。全年加息两次，上调存款准备金六次，货币政策在前三季度总体处于紧缩的开端，较为温和，在四季度陡然加码（图表 9）。

图表6： 2010 年融资需求仍很旺盛



资料来源：wind、方正证券研究所

图表7： 2010 年 M2 增速维持较高水平



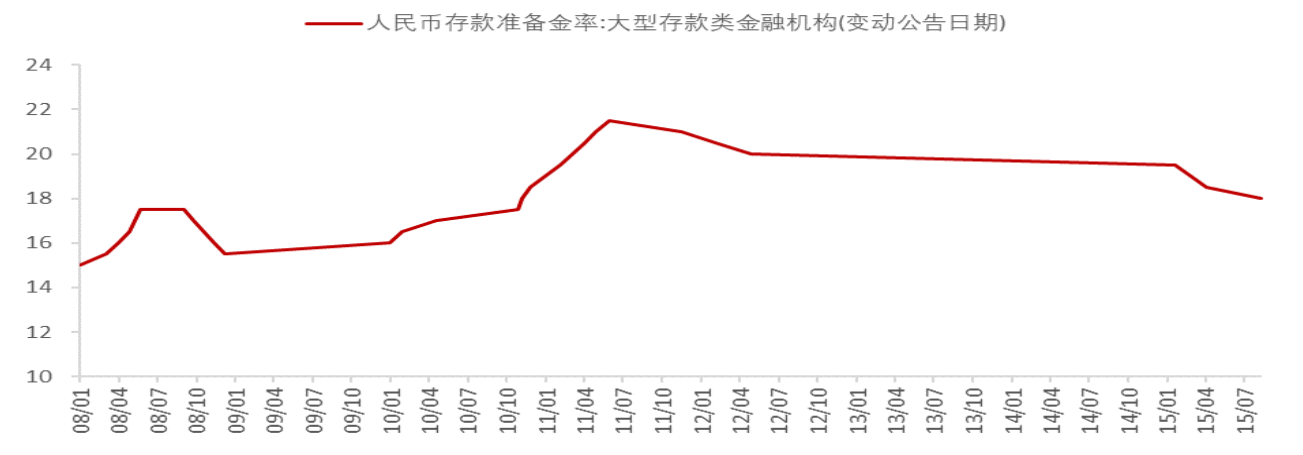
资料来源：wind、方正证券研究所

图表8： 2010 年四季度市场利率才开始明显走高



资料来源：wind、方正证券研究所

图表9： 2010 年四季度货币政策紧缩升级



资料来源：wind、方正证券研究所

1.3 总量政策紧，产业政策有亮点

2010 年政策逐步收紧，地产调控政策不断加码。2009 年 7 月 24 日的政治局会议强调在保增长中更加注重推进结构调整，标志着大规模刺激政策的逐步退出，2009 年 8 月国常会研究部署了抑制部分行业产能过剩和重复建设，政策逐步开启了紧缩周期，从政治局会议的表态来看，这一轮紧缩周期持续到了 2011 年年中（图表 10）。政策的紧缩分别在 2010 年 4 月和 2010 年 11 月达到了阶段性高点。2010 年 4 月的标志是一季度经济数据明显过热，地产调控加码，4 月 14 日最严厉地产调控措施“新国四条”的出台，随后 4 月 17 日，国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，地产调控骤然升级。此外，资本市场方面，2010 年 3 月 31 日融资融券交易业务正式推出，4 月 16 日股指期货上市交易，A 股正式具备做空机制，与房地产调控不期而遇，加剧了政策的紧缩效应冲击。2010 年 11 月的标志是通胀加速上行确认之后，密集的利率、存款准备金率调整，2010 年

四季度央行共两次加息，三次提高存款准备金率。

总量政策紧，但产业政策有亮点，战略新兴产业扶持力度逐步增强。2010年总量政策整体紧缩，主要体现在4月疾风骤雨般的地产调控、四季度陡然加码的货币紧缩政策以及11月国办发布的“国16条”严控通胀上，此外，政策重拳出击淘汰落后产能并推动企业兼并重组。产业政策有亮点，2009年7月政治局会议强调调结构，在此背景下，2009年11月，温总理向首都科技界发表了《让科技引领中国可持续发展》的讲话，首次将新能源、节能环保、电动汽车、新材料、医药、生物育种和信息通信七大产业列为战略性新兴产业。随后一系列配套政策逐步出台，2010年3月温总理在政府工作报告中指出大力培育战略性新兴产业，抢占经济科技制高点。2010年9月国常会审议并通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，随后2010年10月决定正式发布，写入“十二五”规划，12月的经济工作会议亦提出要调整优化产业结构，改造提升传统制造业，扎实发展战略型新兴产业（图表11）。此外，2010年1月国常会敲定了三网融合的时间表和路线图，为推动以信息技术为代表的新兴产业发展提供了重要的基础设施支撑。

图表10： 2008年以来的政策拐点以及2010年政策基调

拐点大致时间	政策基调	政策拐点
2008年9月	放	央行双降
2009年7月	收	政治局会议释放调结构信号
2009年11月		推动经济发展方式转变和经济结构调整
2010年2月		推动经济发展方式转变
2010年7月		管理通胀预期
2010年9月		经济结构战略性调整为主攻方向
2010年12月		以加快转变经济发展方式为主线
2011年2月		保持物价总水平基本稳定，推进经济结构调整
2011年7月		把稳定物价总水平作为首要任务
2011年10月	放	预调微调开启
2013年2月	收	地产调控收紧
2014年4月	放	政治局会议将稳增长放在各项任务之首
2016年10月	收	政治局会议弱化稳增长，注重防范金融风险 and 去杠杆
2018年7月	放	政治局会议提出六稳

资料来源：wind、方正证券研究所

图表11: 2010 年战略新兴产业扶持政策层出不穷

时间	政策主体	具体内容
2009/11/1	温家宝总理向首都科技界发表《让科技引领中国可持续发展》讲话	温家宝发表讲话时系统提出了七个以科技引领的新兴产业，包括新能源、新材料、信息网络、新医药、生物育种、节能环保和新能源汽车。
2009/12/27	温家宝总理接受新华社记者专访	提出着手研究培育新的经济增长带，特别是新兴的战略型产业。占领新兴产业的制高点决定着一个国家的未来。
2010/2/20	发改委	由发改委牵头组成的加快培育战略性新兴产业研究部际协调小组成立
2010/3/5	十一届全国人大三次会议	温家宝在政府工作报告中指出：大力培育战略新兴产业，抢占经济科技制高点，要大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络、新能源汽车和高端制造产业。
2010/6/7	中国科学院、中国工程院院士大会	胡锦涛提出重点推动新兴产业方向的八项科技工作后，省政府开始调研和制定省级新兴产业规划。
2010/9/8	国常会	审议通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》
2010/10/18	中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议	通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，战略新兴产业写入“十二五”规划
2010/12/3	中共中央政治局会议	提出扎实推动产业结构调整，制定出台战略型新兴产业发展规划。
2010/12/10	中央经济工作会议	加快经济结构战略性调整，优化投资结构，提高投资质量和效益，严控投资产能过剩行业，调整优化产业结构，改造提升传统制造业，扎实发展战略型新兴产业。

资料来源：wind、方正证券研究所

1.4 科技产业周期启动，苹果产业链崛起

科技产业周期从 2009 年开始启动，核心是 3G 应用的横空出世，开启了移动互联网浪潮。从费城半导体指数来看，从 2009 年初开始其结束了长达多年的下行开始缓慢抬升并一直持续至 2011 年年初，指数由 200 增长到了 470，上涨幅度超过 2 倍，标志着新的科技产业周期正在兴起（图表 12），此外，金融危机过后全球半导体市场显著复苏，销售额反转，增速一度达到 50% 以上（图表 13）。产业周期的兴起有两方面因素，一是由于全球经济经历了金融危机之后开始恢复，提供了良好的宏观层面条件；另一方面则是以 iPhone 为代表的智能手机补齐了 3G 的最后一块拼图，通信技术实现了 2G 到 3G 的跨越。实际上，从 2000 年开始，通信业就在呼喊 3G，3G 的网络部署与网络速度的提升，早在 2005 年便已完工，直到 2007 年 1 月苹果发布第一代 iPhone，3G 应用上的短板才得以补齐，用户才能真正体会到 3G 较 2G 相比带来的改变，比如传送数据、视频、上网、游戏等，移动互联网浪潮由此开启。

产业周期对于国内的影响：3G 版 iPhone 进入中国，苹果产业链崛起。经过了 2008 年的规模投资 3G 建网，2009 年 1 月 3G 牌照发放，2009 年 3G 在试商用阶段蛰伏后稳定的增长，2010 年三大运营商的 3G 用户数量出现了跨越式增长（图表 14）。2009 年 10 月 31 日，iPhone 3G 和 iPhone 3GS 两款苹果手机正式登陆中国，虽然价格惊人，但在中国引发购买狂潮，带动智能手机销量翻倍（图表 15），并带动产业链相关公司业绩出现反转。随后 2010 年 6 月 8 日，具有划时代意义的 iPhone 4 正式发布，其革命性的功能设计奠定了其在智能手机

的引领地位，在 iPhone4 的销售总量中，中国买家一度占到了 60%。

图表12: 2009 年初开始费半指数持续上行至 2011 年年初



资料来源: wind、方正证券研究所

图表13: 2009 年是年初半导体景气周期反转



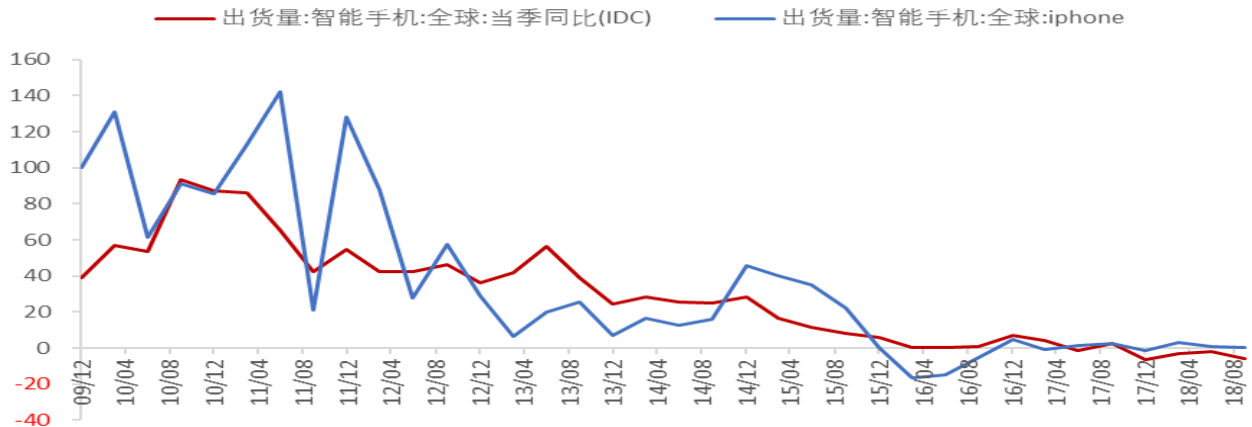
资料来源: wind、方正证券研究所

图表14: 2010-2011 年运营商 3G 用户数大幅增长

年份/用户数 (万户)	中国联通 3G 用户数	中国移动 3G 用户数	中国电信 3G 用户数
2013	12260	19162	10311
2012	7646	8793	6905
2011	4002	5121	3629
2010	1406	2070	1229
2009	274	341	407

资料来源: wind、方正证券研究所

图表15: 2009年开始iphone放量带动智能手机销量增速抬升

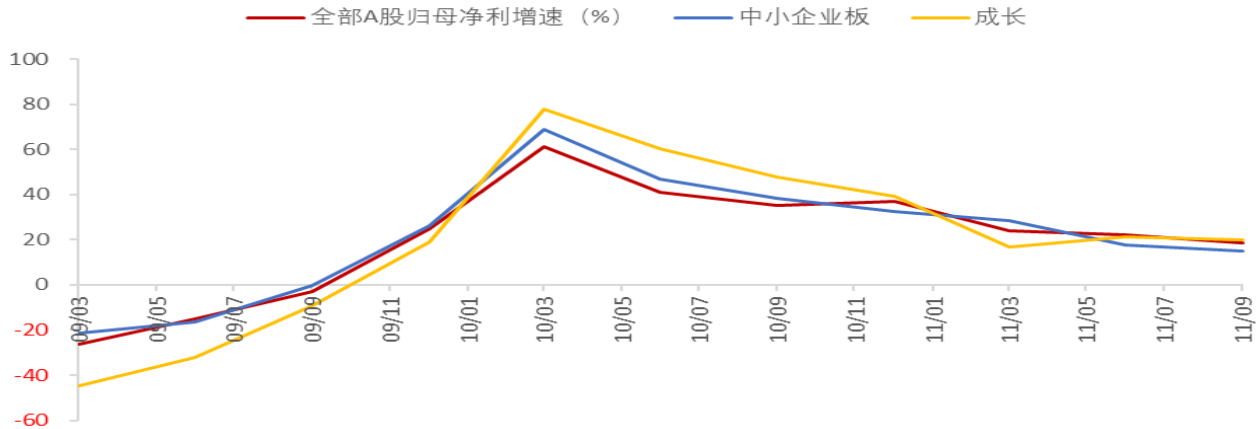


资料来源: wind、方正证券研究所

2 2010 年成长牛市三阶段

2010 年成长牛市主要驱动力为业绩的大幅增长,期间估值小幅抬升。2010 年成长股牛市从 2009 年 9 月开始,一直持续到 2010 年 11 月中旬结束。在此期间,从市场指数来看,上证指数、万得全 A、中小板指数分别上涨 18%、33%和 80%,中小板指数大幅跑赢,从风格指数来看,成长和消费均大幅领先其它风格,分别上涨 76%和 71%,周期和金融分别上涨 48%和 8.5%。从业绩的角度来看,中小板/成长归母净利增速由 2009 年三季度的-0.5%/-9.2%提升至 2010 年一季度最高的 68.7%/78%,一直到 2010 年三季度仍维持 38.1%/47.7%的高增速,高于全部 A 股的业绩增速。中小板/成长 ROE (TTM) 由 2009 年二季度最低的 10.3%/6.4%持续提升至 2010 年二季度的 13.5%/10.9%,在 2010 年三季度虽有小幅下滑但仍处于高位。从估值的角度来看,以中小板指为例,在 2009 年 9 月 1 日中小板指估值为 35.5 倍,随后持续上行至 2010 年 1 月中旬最高的 46.9 倍,再持续下行至 2010 年 7 月初最低的 28.8 倍,再回升至 2010 年 11 月中旬的 39.2 倍。总体来讲,成长该阶段行情的主要驱动力来自于业绩,同时也伴随着估值的小幅上行(图表 16、17)。

图表16: 2010 年成长行情来源于业绩大幅增长



资料来源: wind、方正证券研究所

图表17: 2010 年成长行情估值小幅抬升



资料来源: wind、方正证券研究所

2.1 第一阶段: 2009.9.1-2010.4.15, 政策微调、成长启动

2009 年小牛市结束后, 风格开始切换, 9 月份成长结构性行情开启。2009 年的前八个月市场处于单边牛市之中, 从 7 月开始宽松政策开始出现逆转的信号, 7 月新增贷款大幅下降, 8 月市场大幅下跌, 从 1664 到 3478 的小牛市就此结束。9 月 1 日开始市场企稳反弹, 风格开始切换 (图表 18), 伴随着政策进入紧缩周期, 成长风格逐步强化, 最为明显的特征是以中小板指为代表的成长股估值超过了 2009 年 8 月的高点, 而沪深 300 估值则一路下滑 (图表 19)。8 月市场大幅下跌之后资金开始试探性调仓, 在当时以金融和周期为主导的市场结构下, 2009 年 2 季度成长持仓仅为 3.3%, 由于政策的紧缩, 周期和金融的上涨逻辑打破, 估值合理, 基金持仓处于底部且存在调结构预期的成长被增加配置 (图表 20)。

第一阶段成长行情于 2010 年 4 月中旬结束, 标志是 (地产) 政策的连续收紧。第一阶段成长行情从 2009 年 9 月 1 日开始, 直到 2010 年 4 月 15 日结束, 从市场指数来看, 上证指数、万得全 A、中小板

指数分别上涨 18.6%、26.2%和 48%。从风格指数来看，成长和消费均大幅跑赢其它风格，分别上涨 46.5%和 45.7%。从行业指数来看，电子、计算机、传媒、医药生物领涨，大部分领涨行业同七大战略信息产业相关，其中电子和计算机涨幅均超过 65%（图表 21、22），催化剂则是 3G 引领的科技产业周期的启动、苹果产业链的兴起。随着 4 月份政策的密集紧缩，市场大幅下跌，成长第一阶段行情结束。

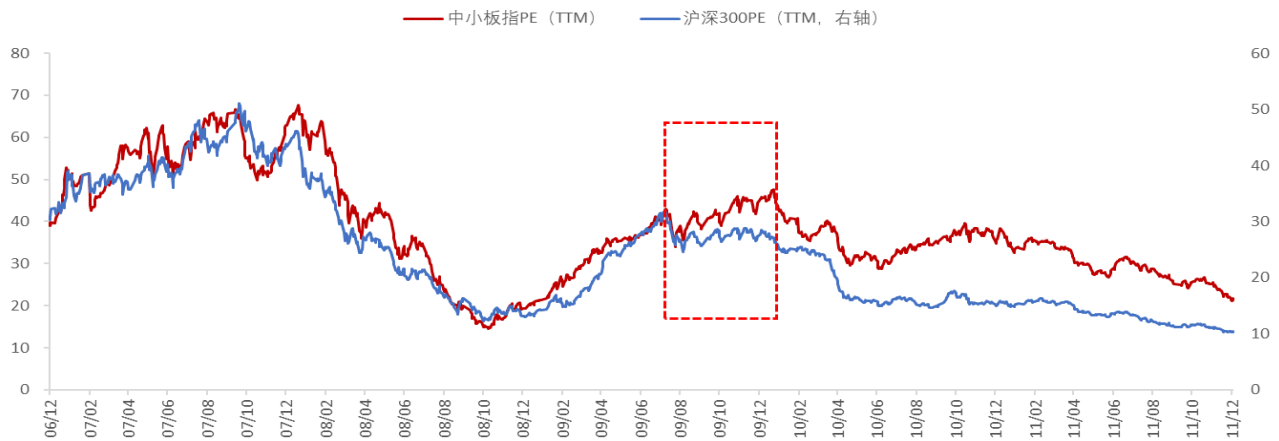
第一阶段成长行情分为两部分，分水岭是 2010 年 1 月中旬政策的超预期早调。进一步可以将第一阶段成长行情分为上下两个半场，上半场从 2009 年 9 月 1 日至 2010 年 1 月 14 日，下半场从 2010 年 1 月 15 日至 2010 年 4 月 15 日，划分的标准是估值的变化。上半场中，政策在 7-8 月份释放出转向的信号后进入观察期，建国 60 周年维稳的环境推动估值缓慢回升，11 月 1 日温总理首次提出战略新兴产业之后，成长风格得到强化，估值进一步提升，超过了 2009 年 8 月暴跌前的水平，但转折点发生在 2010 年 1 月 14 日，央行上调存准率，政策超预期早调，成长确立了估值的高点（图表 23），从中小板指数来看，该阶段指数上涨 42.9%，估值上涨 32.2%，指数的上涨基本由估值贡献。下半场中，政策紧缩有所加码，但一季度成长业绩非常好，加上战略新兴产业政策不断落地，抵消了一部分宏观紧缩的冲击，因此估值虽无法继续提升，但市场指数仍能继续向上，直到 4 月份政策密集紧缩，第一阶段成长行情告一段落，该阶段中小板指上涨 3.9%，估值下跌 16%。

图表18： 2009 年 9 月是 2010 年成长行情的起点



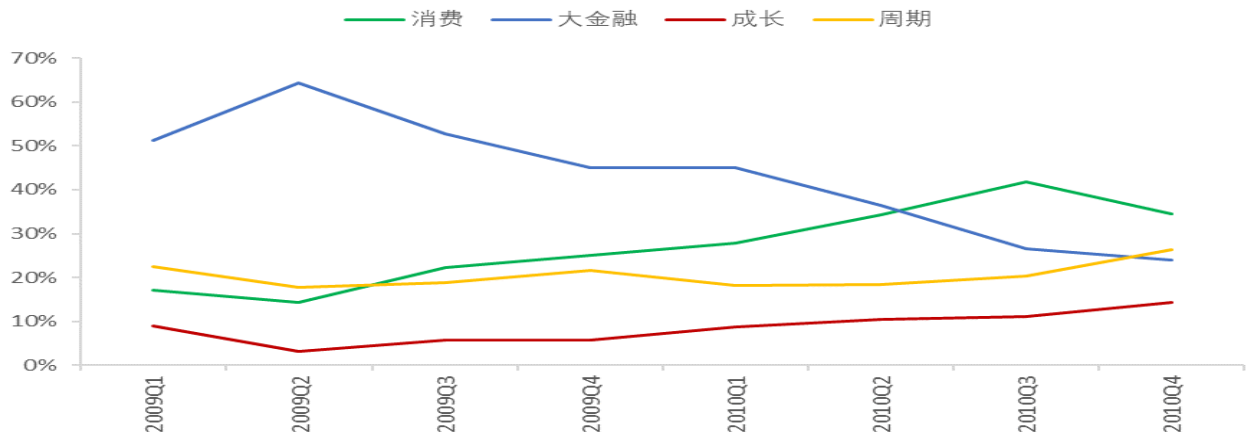
资料来源：wind、方正证券研究所

图表19: 估值的岔口佐证风格切换



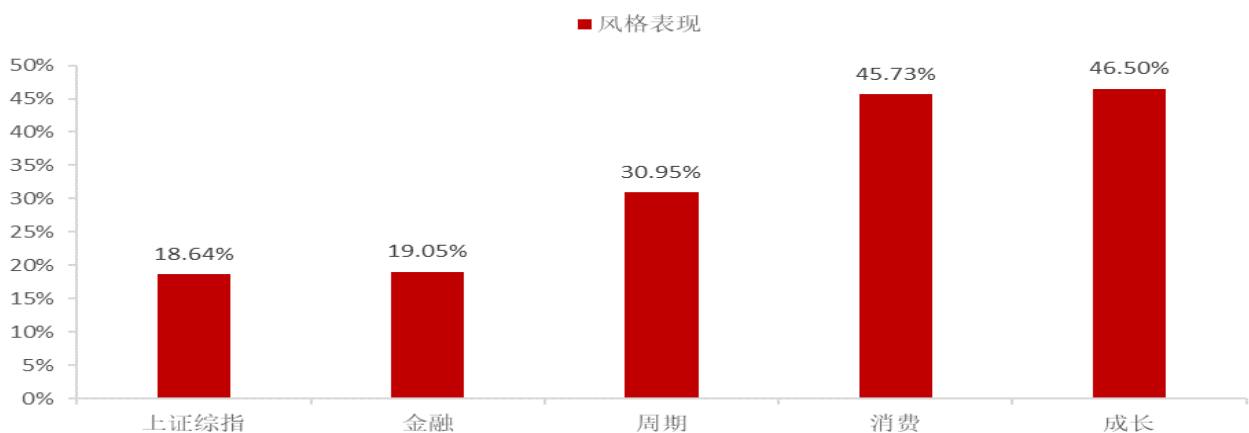
资料来源: wind、方正证券研究所

图表20: 成长持仓比例在2019年二季度非常低



资料来源: wind、方正证券研究所

图表21: 第一阶段行情中成长和消费领涨



资料来源: wind、方正证券研究所

图表22： 第一阶段行情中 TMT、苹果产业链相关行业领涨



资料来源：wind、方正证券研究所

图表23： 1月中旬政策超预期早调是第一阶段行情的分水岭



资料来源：wind、方正证券研究所

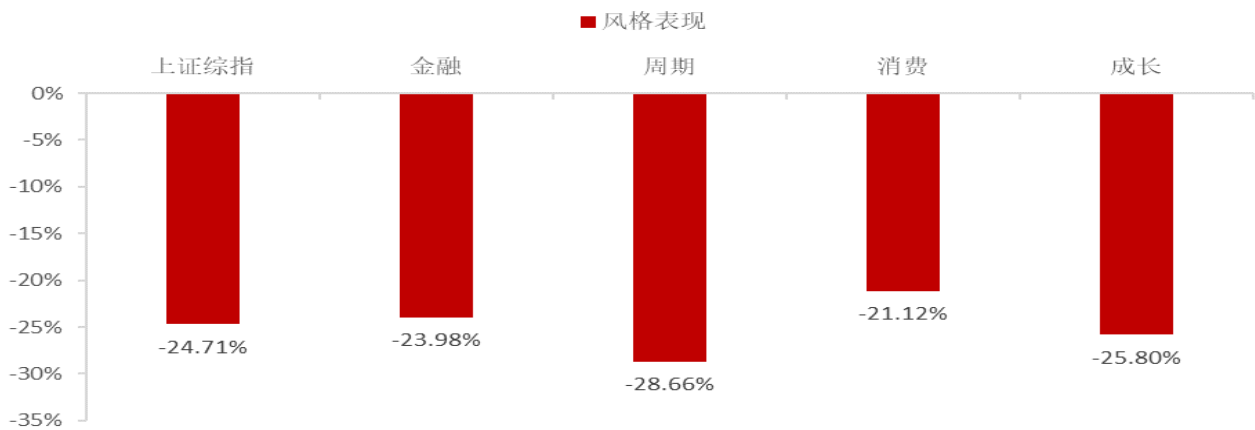
2.2 第二阶段：2010.4.16-2010.7.2，紧缩加码、市场普调

第二阶段成长进入调整，在政策口风发生变化后调整结束，行业普跌。第二阶段成长处于调整期，下跌从2010年4月16日开始，直到2010年7月初政策由压转保，阶段性地转向稳增长，市场结束持续下跌。从市场指数来看，上证指数、万得全A、中小板指数分别下跌24.7%、23.9%和21.4%。从风格指数来看，四大风格指数均下跌20%以上，差别不大，成长居中。从行业指数来看，除食品饮料和银行以外，其余行业均跌幅在20%以上，但跌幅较为均匀，普跌的特征较为明显（图表24、25）。

第二阶段市场下跌的原因主要在宏观层面，政策即使收紧但仍扶持战略新兴产业的方向。第二阶段市场快速调整的原因主要是政策紧缩的加码，政策加码的背景是2010年4月15日公布的一季度经济数据明显过热，当季同比增速达到12.2%，政策调控的主要手段是地产调控，4月中旬，股指期货几乎和地产调控相同时间上市交易，加剧了市场的下跌。进入5月份之后，央行第二次提高存款准备金率，美股受欧债危机影响大幅下跌，标普500指数2010年5月下跌8.2%、6月继续下跌5.4%。总体而言，导致市场大幅回调的原因集中在宏观层

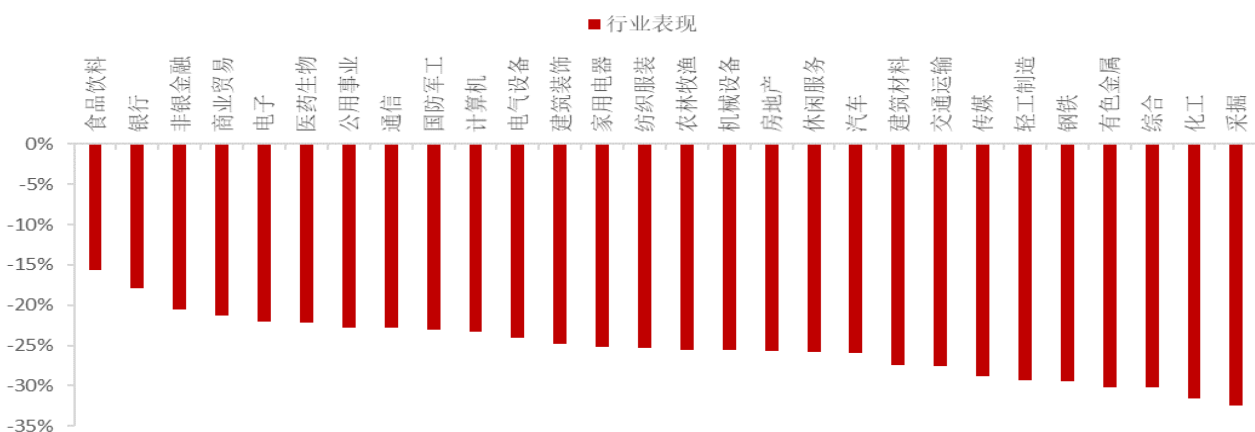
面，政策即使收紧但仍扶持战略新兴产业的方向，对于成长的逻辑并未造成实质性挫伤，并且2010年6月iPhone 4的发布，为苹果产业链再一次的爆发埋下了伏笔。

图表24： 第二阶段市场普遍下跌



资料来源：wind、方正证券研究所

图表25： 第二阶段行业普跌，跌幅较为均匀



资料来源：wind、方正证券研究所

2.3 第三阶段：2010.7.3-2010.11.11，市场回暖、成长加速

第三阶段成长加速的背景是政策转暖以及催化剂的释放。2010年紧缩的政策背景下，在7月份迎来了转机，7月5日温家宝在长沙主持召开湖北、湖南、广东三省经济形势座谈会，强调无论是解决长期存在的结构性问题，还是针对性地解决当前存在的突出的紧迫性问题，都必须在经济平稳较快发展的前提下进行。随后7月22日的政治局会议强调国际环境的复杂性以及稳增长的必要，欧债危机自2010年5月开始由希腊蔓延至葡萄牙、西班牙，全球经济自金融危机之后再度陷入动荡，在外部环境有所恶化的背景下政策基调边际转暖的意味明显。产业周期角度来看，2010年1月苹果发布ipad，6月24日，苹果宣布iPad全球销量在上市80天已突破300万台，大幅超出市场

预期，其他众多厂商也相继推出平板电脑，6月发布的iphone4上市三天销量达到170万台，创下了历代iphone手机销量记录，带动全球智能手机出货量大幅增长，其在触摸屏、锂电池、声学器件、金属结构件等方面全方位的创新带动苹果产业链再一次大爆发，相关公司如莱宝高科、德赛电池、歌尔股份业绩均翻倍（图表26）。

第三阶段成长行情于2010年11月中旬结束，标志是政策连续收紧。第三阶段成长行情从2010年7月3日开始，直到2010年11月11日结束，从市场指数来看，上证指数、万得全A、中小板指数分别上涨32.1%、38.5%和54.7%。从风格指数来看，成长和周期跑赢其它风格，分别上涨61.7%和58.4%。从行业指数来看，周期相关的行业领涨，其中有色金属上涨一倍。随着通胀的持续走高，11月份政策连续收紧，包括连续两次提高存准率，市场大幅下跌，第三阶段成长行情结束。

第三阶段行情同样分为三个部分，分水岭是十一长假对美国QE2的预期和10月18日战略新兴产业写入“十二五”规划。第三阶段是成长的加速行情，实际上可以分为三部分，第一部分从2010年7月初至十一假期前，这段时间成长的主线不再以TMT为主，而是换成了有色金属中的新材料、医药生物，这两个行业既是战略新兴产业，也有各自行业的催化剂，有色金属中稀土在2010年6月开始打黑，国家确定稀土为战略资源并着手收储，医药生物则是2010年医保扩容带动需求高速增长。此段时期上证指数和万得全A指数分别上涨11.5%和17.1%，尚未完全修复第二阶段的跌幅，但中小板上上涨33.6%，完全修复了第二阶段跌幅。十一长假期间美国QE2的预期不断强化，十一之后金融和周期股迎来了难得的修复行情，10月8日至18日上证指数大涨11.3%，其中金融上涨17.4%，周期上涨8.9%，行业层面采掘、有色、机械、非银上涨超20%，随着10月18日战略新兴产业写入“十二五”规划，央行10月20日加息逆转流动性预期导致风格切换，10月19日开始成长进入最后的加速阶段，10月19日至11月11日中小板指上涨17.9%，成长上涨20.8%，同期上证指数仅上涨6.5%，行业层面，计算机、电子领涨，涨幅均超过20%（图表27、28）。

图表26： 2010年苹果产业链公司业绩大幅增长

时间/归母净利增速(%)	德赛电池	大族激光	苏州固锔	莱宝高科	顺络电子	歌尔股份	水晶光电	长电科技
2011/12/31	67.17	54.00	0.25	1.85	-16.41	91.00	30.23	-67.59
2011/6/30	76.15	65.32	1.72	70.64	-18.87	80.76	41.67	-19.01
2010/12/31	512.75	11916.11	83.83	155.35	55.96	176.80	62.86	795.51
2010/6/30	243.73	331.87	217.12	144.18	114.34	382.11	128.90	504.44
2009/12/31	-1211.43	-97.77	123.09	-16.96	45.56	-18.55	20.90	-75.08
2009/6/30	-988.10	-76.31	75.65	-23.88	9.55	-58.87	-17.33	-144.56
2008/12/31	-78.23	-19.54	-37.27	-7.17	-24.21	59.10	9.84	-35.44

资料来源：wind、方正证券研究所

图表27: 第三阶段成长加速行情分为三部分

	上证综指	上证 50	沪深 300	中小板指	万得全 A
第三阶段 (2010.7.3-2010.11.11)	32.10%	24.26%	38.51%	54.70%	38.51%
第三阶段第一部分 (2010.7.3-2010.9.30)	11.45%	5.55%	15.84%	33.59%	17.10%
第三阶段第二部分 (2010.10.8-2010.10.18)	11.28%	17.18%	12.62%	-1.78%	8.48%
第三阶段第三部分 (2010.10.19-2010.11.11)	6.51%	0.47%	6.16%	17.91%	9.03%

资料来源: wind、方正证券研究所

图表28: 第三阶段各行业表现 (刷黑为各部分表现前五行业)

行业	第三阶段 (7.3-11.11)	第三阶段第一部分 (7.3-9.30)	第三阶段第二部分 (10.8-10.18)	第三阶段第三部分 (10.19-11.11)
有色金属	103.15%	49.03%	15.43%	18.09%
采掘	71.68%	23.18%	22.60%	13.68%
机械设备	69.91%	31.52%	10.20%	17.23%
农林牧渔	69.51%	41.34%	-1.83%	22.17%
国防军工	66.57%	41.44%	2.42%	14.99%
汽车	60.52%	34.94%	5.52%	12.73%
医药生物	56.62%	39.37%	-5.79%	19.28%
建筑材料	55.38%	35.13%	-1.07%	16.23%
电子	54.24%	31.03%	-4.18%	22.85%
电气设备	52.56%	32.95%	-0.24%	15.03%
食品饮料	50.13%	36.88%	-4.08%	14.35%
计算机	47.71%	26.06%	-5.68%	24.23%
轻工制造	46.94%	28.80%	1.41%	12.50%
商业贸易	45.75%	34.24%	-4.43%	13.60%
建筑装饰	45.55%	22.59%	6.71%	11.26%
纺织服装	41.35%	25.10%	-0.61%	13.69%
化工	40.55%	18.81%	7.64%	9.90%
家用电器	40.30%	23.73%	4.86%	8.13%
休闲服务	38.62%	28.87%	-6.38%	14.90%
钢铁	32.76%	15.77%	13.54%	1.00%
交通运输	31.20%	12.00%	13.18%	3.50%
传媒	30.49%	17.79%	-2.35%	13.46%
公用事业	25.01%	10.33%	7.37%	5.52%
房地产	24.54%	11.89%	10.40%	0.82%
通信	24.28%	11.14%	3.37%	8.18%
非银金融	18.54%	-4.42%	22.66%	1.10%
银行	12.45%	-1.12%	15.46%	-1.50%

资料来源: wind、方正证券研究所

3 2010 年成长牛市结束原因

2010 年四季度“三率齐发”，政策全面收紧。政策早在 10 月中旬就释放了紧缩的信号，央行在 10 月 20 日意外加息，当时的环境是海外市场宽松此起彼伏，美国的第二轮量化宽松加上日本降息，市场预期流动性转向二次扩张，尤其是 2010 年 6 月央行推动人民币汇率形成机制改革之后，人民币持续升值，热钱流入加快，进一步提升了市场的宽松预期。但 10 月 CPI 同比上涨 4.4%，呈现加速上扬的趋势，进一步触发通胀担忧，央行在数据公布 5 天后提高存款准备金率，政策随后展开了“三率齐发”式的调控举措，利率、存款准备金率以及汇率携手上行抑制通胀（图表 29），央行于 12 月再次加息，并于 11 月 29 日和 12 月 20 日提高存款准备金率。市场表现方面，上证指数在 11 月 11 日通胀数据公布后的第二天大幅下跌 5.2%，中小板指则在 11 月 12 日下跌 6.3%，随后在 11 月 16 日提高存准率后再次大跌 4.2%，成长行情结束。

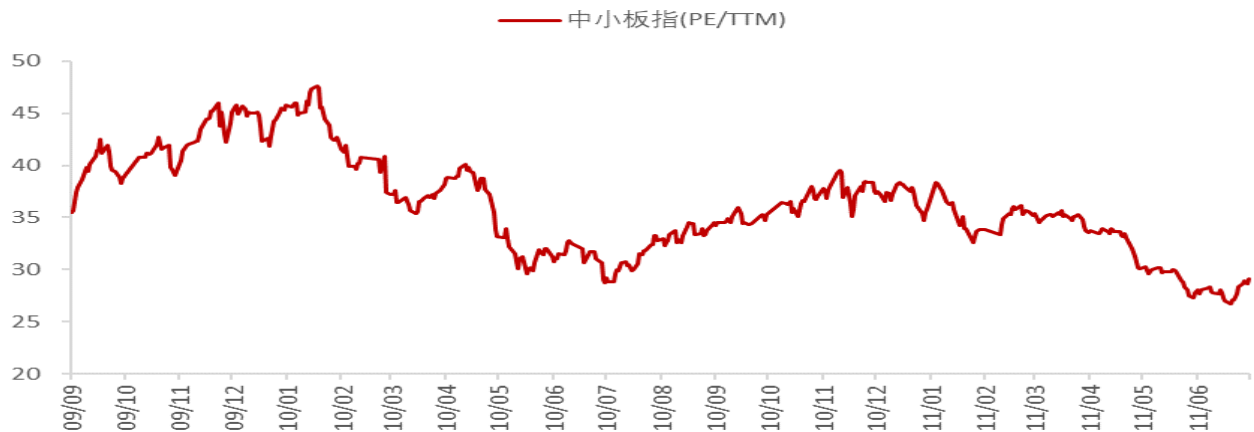
结构性来看，成长股的估值难以扩张，业绩比较优势阶段性丧失，盈利能力见顶。如前文所述，2009-2010 年成长股的估值扩张区间虽然较蓝筹股的估值扩张区间要长，但随着 2010 年 1 月中旬政策的超预期早调，成长股估值见顶，但由于成长股业绩在 2010 年集中释放，结构性行情得以持续。2010 年 7 月政策释放暖意之后成长估值有所回升但始终未触及 2010 年 4 月的估值高点，随后在 2010 年 11 月政策紧缩密集加码后一路下行（图表 30）。业绩方面，中小板业绩增速在 2010 年同主板一样持续下行，进入 2010 年四季度之后逐渐丧失比较优势，业绩增速被沪深 300 反超（图表 31），而中小板 ROE 在 2010 年二季度见顶，随后持续回落（图表 32）。从各风格来看，成长在 2010 年全年业绩增速在 39% 左右，但在 2011 年一季度快速下滑至 17% 左右，业绩的相对优势丧失。此外，2010 年成长行情的主要政策驱动力——战略新兴产业规划难以提供边际上的增量，行情主线苹果产业链、医药生物、新材料等涨幅过大，估值水平偏高，如电子的估值高达 70 倍。随着通胀水平持续走高以及货币政策的持续紧缩，成长行情日渐式微，市场在 2011 年初的主线切换为通胀相关的农业、涨价题材。

图表29: 2010年6月之后人民币持续升值



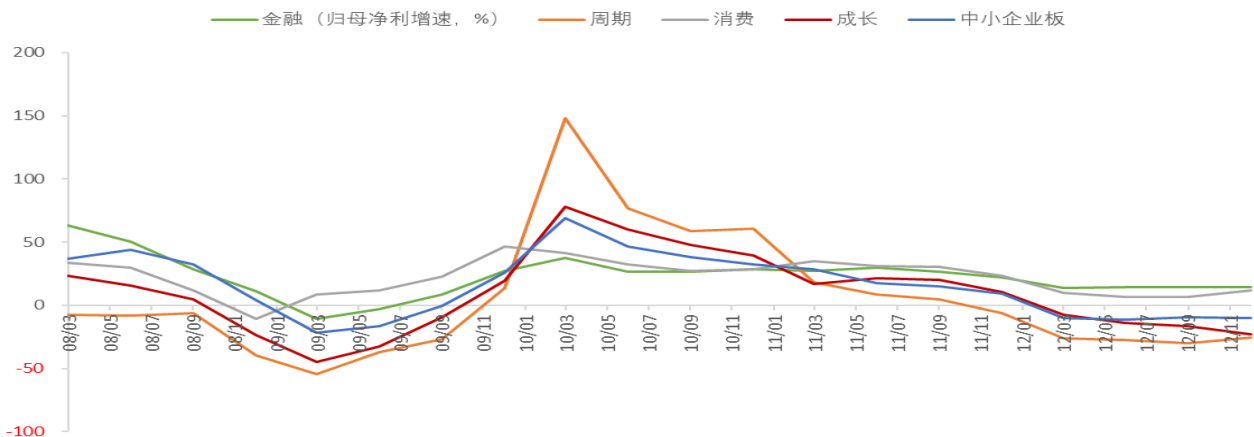
资料来源: wind、方正证券研究所

图表30: 中小板估值水平自2010年11月之后持续回落



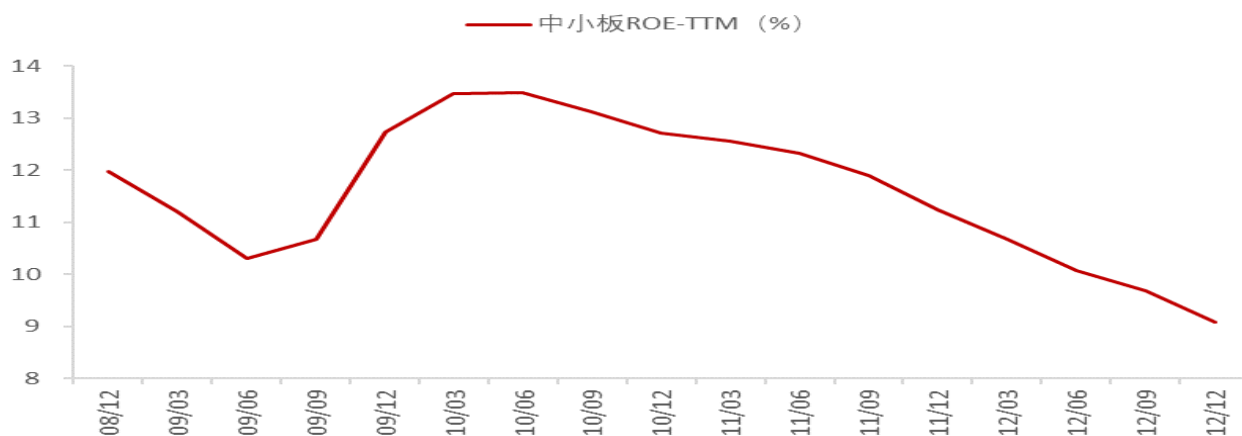
资料来源: wind、方正证券研究所

图表31: 成长的业绩比较优势在2010年底后逐步丧失



资料来源: wind、方正证券研究所

图表32: 中小板 ROE 于 2010 年二季度见顶回落



资料来源: wind、方正证券研究所

4 2010 年成长牛市启示

宏观层面上，成长行情需要偏暖的宏观经济环境。从 2009 年 9 月之后的经济运行情况来看，虽然 2009 年 7 月经济结构开始调整，但仍然维持一个较高增速，2010 年一季度经济增速达到顶峰之后逐渐回落，全年依然在 10% 以上，因此 2010 年经济是一个缓慢下行的格局。相比之下，2009 年经济 V 型反转后周期占优，2011 年经济过热下调控加码，经济出现明显的下行预期，风险偏好持续下行，相邻的两年经济运行环境均不利于成长风格的演绎。对比而言，2010 年经济下行但未失速，并未明显过热从而触发紧缩，偏暖的宏观经济环境有利于成长风格的演绎。

宽裕的流动性环境助推成长行情。成长行情不一定需要货币政策持续宽松，但需要一个充裕的流动性环境。在 2010 年，一方面，为应对金融危机，四万亿刺激带来了大量的流动性投放，2009-2010 年流动性环境是十分充裕的，社融与 2009 年天量社融持平，M2 增速保持高位，成长充分受益于这样一个流动性充裕的环境。另一方面，货币政策在 2010 年的大部分时间并未明显紧缩，直至四季度才显著加码，整体处于一个紧缩的开端，但即使是这样，前三季度央行上次提高存款准备金率收紧的确对成长有阶段性影响，2010 年 1 月货币政策超预期早调之后，成长估值见顶回落，2010 年 4 月政策密集紧缩之后，成长指数迎来 20% 左右的调整。2010 年 11 月三率齐发导致了成长行情的终结，货币政策紧缩节奏陡然加快，货币紧缩的一致预期在 2010 年底形成，风险偏好快速下行，成长行情终结。

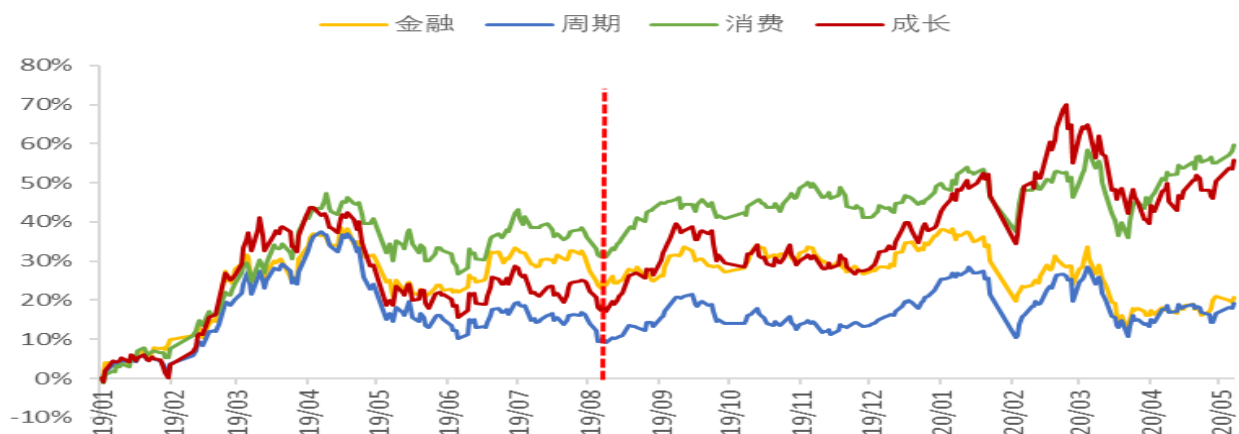
产业政策导向起到加持的作用。在 2009 年年中政策逐步明确调结构之后，促进新兴产业的发展成为了政策的主要导向，标志是 2009 年 11 月，温总理向首都科技界发表了《让科技引领中国可持续发展》的讲话，首次提出七大战略性新兴产业，随后一系列配套政策逐步落地，2010 年 10 月正式将战略新兴产业写入“十二五”规划，战略新

兴产业成为 2010 年成长牛市的主线，相关的信息技术、新能源、生物医药、新材料均阶段性领涨，机会层出不穷。总体来讲，在 2009 年底提出战略新兴产业之后，这一政策在 2010 年得到了很好的执行，对成长行情起到了很好的加持作用。

科技产业周期是成长行情的中流砥柱，体现为通信技术的变迁和核心应用场景的诞生。从 2009-2010 年成长行情的演绎来看，核心是苹果产业链的爆发，以 iPhone 3G 版为代表的智能手机给前期大量 3G 的投入带来了应用场景的大幅拓展，最终产生了移动互联网革命，三阶段行情中，第一阶段伴随苹果手机引入中国，带动 TMT 大幅跑赢，第三阶段后期伴随 iPhone 4 大卖，TMT 再度跑赢，贯彻始终。如果我们用费城半导体指数来衡量产业周期，可以清楚地发现 2009-2010 年该指数明显上升，而 2011-2012 年费半指数总体震荡，产业周期阶段性陷入停滞，成长行情逐步结束。最后，从成长行情的节奏来看，成长风格不断得到来自宏观以及政策面的强化，一旦确认大级别的行情，板块内部会出现轮动，取决于细分产业是否具备相应的催化剂。

当前经济、流动性、政策环境和产业周期的组合下，成长继续占优概率较大。经济方面，疫情对于经济产生的负面冲击正在逐步消退，一季度确认低点之后经济是一个逐渐恢复的过程，疫情并不会对长期潜在增长产生明显的冲击，从结构上来看更重要的是坚持高质量发展的路径，这和 2010 年经济调结构的基调是一致的。流动性方面，目前仍处于宽裕状态，社融和 M2 抬升，利率水平处于低位，全球降息潮此起彼伏，阶段性的货币政策紧缩信号包括经济过热、通胀进一步抬升、汇率贬值过快、美联储重启加息进程等，目前均未看到，因此货币紧缩的一致预期还远未形成，当前流动性的状况要好于 2010 年。政策方面，短期来看货币和财政政策较为积极，处于蜜月期，5G 相关的新基建是重点方向，中长期来看，在大国博弈的背景下促开放、鼓励科技创新趋势明确。科技产业周期角度来看，目前处于 5G 引领的产业周期初期，2019 年 6 月工信部正式颁发 5G 牌照，按照基础设施、智能终端以及软件应用的演进模式，大规模的基站建设、5G 手机换机潮即将来临，疫情虽一定程度上延后了 5G 手机换机，但不改大的趋势。综合以上四方面因素，成长自 2019 年 8 月开始占优以来，后续继续跑赢的概率较大（图表 33）。

图表33： 成长自 2019 年 8 月开始跑赢



资料来源: wind、方正证券研究所

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执业理解, 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