

策略 · 科创掘金第 18 期

从产业周期的角度看当前科创板与 2013-2015 创业板

证券研究报告

2021 年 06 月 27 日

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520090003
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控 (20210222-20210228) - 节后市场大幅调整下，北上、南下资金转为流出，但基金发行仍然密集》 2021-03-02
- 2 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控 (20210201-20210219) - 公募基金发行延续 1 月热度，北上南下资金持续活跃》 2021-02-23
- 3 《投资策略：策略-专题-当我们讨论中美摩擦和美股暴跌的时候实质上在讨论什么？》 2020-09-06

一周观点综述：

1. 从长期来看，产业周期是决定科技股超额收益的重要来源。从过去 20 年的回顾来看，科技板块每一轮大行情的展开都与产业周期的支撑密不可分。在 09-10 年附近，随着 3G 产业周期的到来，智能手机开始逐步对传统的手机进行替代，对应以歌尔股份为代表的中小板指取得显著的超额收益。而在 12-15 年，随着 3G 产业周期向 4G 产业周期切换，内容端逐步开始向视频端过渡，对应以掌趣科技为代表的创业板指获得超额收益。随着 19 年 4G 产业周期向 5G 产业周期开始切换，5G 引领新一轮科技浪潮，从硬件建设->软件内容->应用场景这个产业链的传导过程成为科技板块未来超额收益的重要来源。

2. 比较科创板与 2013-2015 年创业板的背后，实际上是比较当前产业周期的演进阶段。

(1) 从 2013-2015 年的情况来看，在 3G 产业周期向 4G 产业周期演进的过程中，随着智能手机的全面普及，手游、自媒体等应用端成为需求端最大的受益群体。2013-2015 年是智能手机出货量和市占率提升最快的阶段，对应产生的应用端的需求提升也最快。而在这样的产业周期背景下，我们可以看到应用端代表性最强的传媒板块业绩增速和超额收益在创业板的 TMT 板块中最为显著。2013-2015 年中，创业板 TMT 板块中，传媒景气度持续走高且波动较小，对应超额收益也最为明显。

(2) 而在当前的产业周期，正处在 5G 硬件端向应用场景传导过程中，物联网、VR/AR、智能家居、无人驾驶、人工智能、智慧城市等未来虽然拥有广阔发展空间的应用领域，但尚未形成趋势性上涨的需求。从当前的 5G 产业周期产业链传导来看，目前正处在中游硬件端向下游应用端传导的过程中，叠加中美对抗引发的核心技术国产化逻辑，中游硬件端景气度要远远高于下游的应用端和上游的通信传输端，对应科创板电子板块景气度要好于计算机，2020 年以来的超额收益也要更高。而如果按照科创板主题来划分，我们同样可以看到电子核心产业在景气度方面和超额收益方面表现要优于新兴软件和新型技术服务。

3. 并购重组对科技板块的业绩会起到重要的推波助澜的作用，但并购重组政策松紧不是业绩好坏的决定性因素，因为并购重组的需求来自于产业周期扩张产生的需求。在 2013-2015 并购重组政策放松期间，通过将创业板内部业绩按照外延和内生贡献进行拆分来看，并购重组的扩张确实对 TMT 板块的业绩走高有较大的贡献。但从创业板当季并购重组规模/创业板当季市值来看，尽管当前同样处在政策监管不紧的时期，当前并购重组的需求虽然较前期低点有所恢复，但整体仍然较为低迷，其背后的原因就是上文我们提到的 5G 产业周期尚未全面展开，需求端最强的应用端还没有形成趋势性上涨的趋势。

4. 从目前的产业周期传导情况来看，在下游应用端全面落地之前，科创板仍然以结构性机会为主，可以关注景气度较高但股价表现一般的半导体；而产业趋势明确但还未形成真正全面上涨方向如 VR、智能汽车、工业互联网等，目前仍然以主题性机会为主，但大的投资机会已经在逐步酝酿中。

风险提示：突发黑天鹅事件冲击市场偏好、公司业绩不及预期、5G 产业链传导速度不及预期

内容目录

1. 本周主要观点	3
1.1. 什么是科技股超额收益来源?	3
1.2. 当前科创板 VS 2013 年-2015 年创业板	3
1.3. 并购重组政策的松紧是决定性因素吗?	5
1.4. 结构性机会 or 全面牛市?	7
2. 本期行情回顾	8
3. 资金情况	9
3.1. 交易热度: 火热	9
3.2. 限售解禁: 下周压力将大幅降低	10
3.3. 新股发行: 新股发行节奏加快	10
4. 估值情况: 持续修复	11

图表目录

图 1: 科技板块的走势基本和产业周期走势相一致	3
图 2: 2011 年以来智能手机出货量及市占率情况	3
图 3: 2009 年以来移动游戏市场规模及同比增速情况	3
图 4: 2013-2015 创业板 TMT 板块业绩增速中位数(%, 2013 年以前上市个股)	4
图 5: 2013-2015 创业板板块行业涨跌幅中位数(%, 2013 年以前上市个股)	4
图 6: 科创板各个行业 2020 年以来业绩增速和涨跌幅中位数(以 2019 年上市科创板个股为研究目标)	4
图 7: 科创板各个主题 2020 年以来业绩增速和涨跌幅中位数(以 2019 年上市科创板个股为研究目标)	5
图 8: 2013-2015 期间创业板 TMT 行业外延贡献显著	5
图 9: 2011 年以来重大资产重组政策变化	6
图 10: 创业板季度重大资产重组规模及与创业板市值比重	7
图 11: 成分股在 10 个以上的科创板申万二级行业利润增速情况	8
图 12: 2024 年世界 VR/AR 市场规模	8
图 13: 2020-2025 年工业互联网产业市场规模测算	8
图 14: 科创 50 和全球主要指数一周涨跌幅(%)	8
图 15: 涨幅前五和后五的科创板个股	9
图 16: 科创板成交额及占 A 股成交额比重	9
图 17: 科创板两融余额及占 A 股两融余额比重	9
图 18: 科创板限售解禁理论市值规模(亿元)	10
图 19: 近期周度限售解禁压力情况(亿元)	10
图 20: 本周发行新股情况	10
图 21: 目前已注册待发行的新股情况	11
图 22: 科创板及科创板 50PE(TTM, 剔除负值)	11

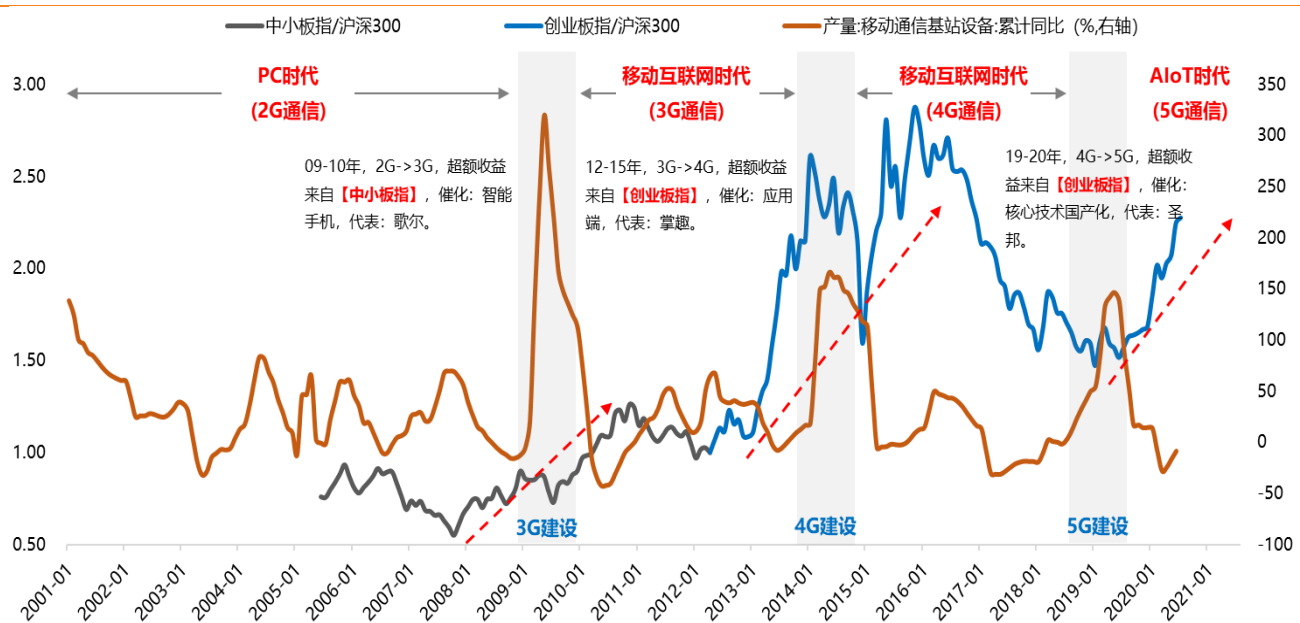
1. 本周主要观点

近期关于科创板与创业板 2013 年的比较引起市场热议，我们从产业周期的角度，去探寻当前科创板与 2013 年创业板的可比性，进而去挖掘潜在的投资机会。

1.1. 什么是科技股超额收益来源？

从长期来看，产业周期是决定科技股超额收益的重要来源。从过去 20 年的回顾来看，科技板块每一轮大行情的展开都与产业周期的支撑密不可分。在每一轮科技板块大行情启动前，往往都会看到移动通信基站设备同比增速的持续走高，对应背后的逻辑就是产业周期的更迭。在 09-10 年附近，随着 3G 产业周期的到来，智能手机开始逐步对传统的手机进行替代，对应以歌尔股份为代表的中小板指取得显著的超额收益。而在 12-15 年，随着 3G 产业周期向 4G 产业周期切换，内容端逐步开始向视频端过渡，手游、自媒体等应用端领域受益，对应以掌趣科技为代表的创业板指获得超额收益。随着 19 年 4G 产业周期向 5G 产业周期开始切换，5G 引领新一轮科技浪潮，从硬件建设->软件内容->应用场景这个产业链的传导过程，将成为下一轮经济周期的新引擎，也成为科技板块未来超额收益的重要来源。

图 1：科技板块的走势基本和产业周期走势相一致



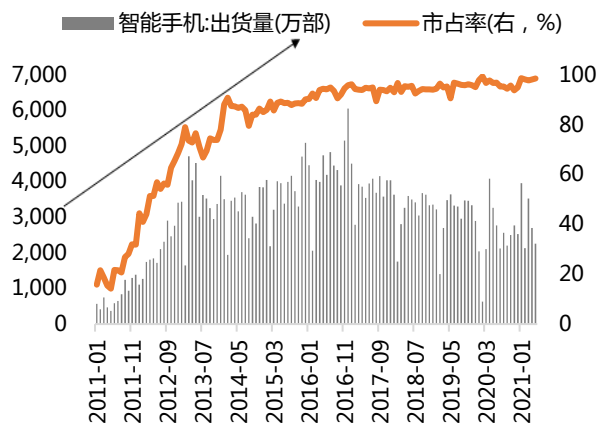
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 当前科创板 VS 2013 年-2015 年创业板

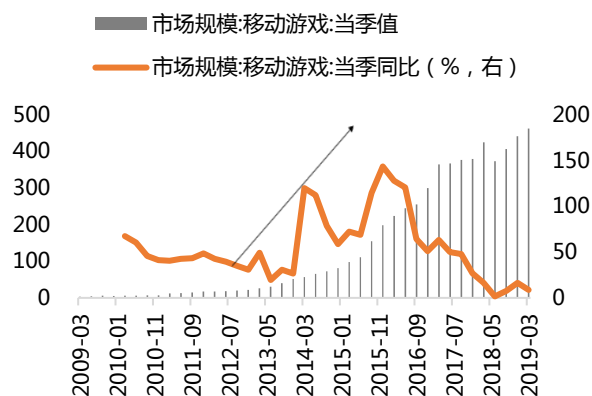
比较科创板与 2013-2015 年创业板的背后，实际上是比较当前产业周期的演进阶段。从 2013-2015 年的情况来看，在 3G 产业周期向 4G 产业周期演进的过程中，随着智能手机的全面普及，手游、自媒体等应用端成为需求端最大的受益群体。2013-2015 年是智能手机出货量和市占率提升最快的阶段，对应产生的应用端的需求提升也最快，进入 2016 年之后，无论智能手机的出货量还是市占率，都几乎走平甚至回落，对应新增需求的萎缩，这也对应着科技板块相对于市场超额收益的阶段性回落的开始。以手机游戏为例，移动游戏市场规模当季同比增速在 2013Q2 不到 20%，到 2015 年底飙升至 140%以上，几乎和智能手机的普及同步经历了最快速的发展阶段，而在 2016 年开始，移动游戏市场规模逐步放缓，目前在 0-10%附近。

图 2：2011 年以来智能手机出货量及市占率情况

图 3：2009 年以来移动游戏市场规模及同比增速情况



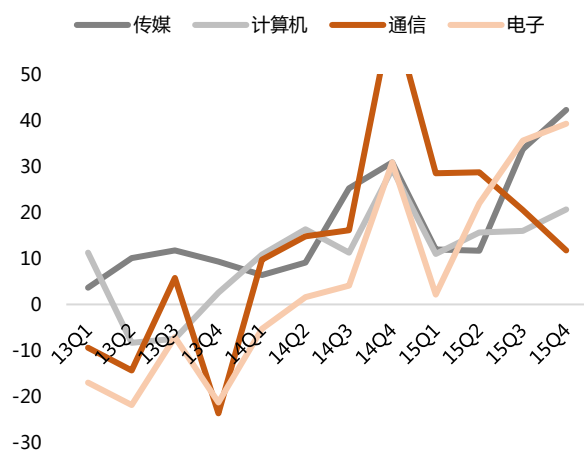
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

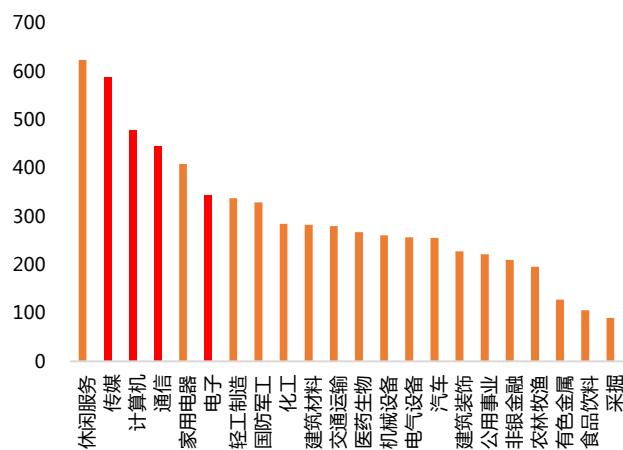
而在这样的产业周期背景下, 我们可以看到应用端代表性最强的传媒板块业绩增速和超额收益在创业板的 TMT 板块中最为显著。2013-2015 年中, 创业板 TMT 板块中, 传媒景气度持续走高且波动较小, 对应超额收益也最为明显。

图 4: 2013-2015 创业板 TMT 板块业绩增速中位数 (% , 2013 年以前上市个股)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2013-2015 创业板板块行业涨跌幅中位数 (% , 2013 年以前上市个股)



资料来源: wind, 天风证券研究所

而在当前的产业周期, 正处在 5G 硬件端向应用场景传导过程中, 物联网、VR/AR、智能家居、无人驾驶、人工智能、智慧城市等未来拥有广阔发展空间的应用领域, 尚未形成趋势性上涨的需求。从当前的 5G 产业周期产业链传导来看, 目前正处在中游硬件端向下游应用端传导的过程中, 叠加中美对抗引发的核心技术国产化逻辑, 中游硬件端景气度要远远高于下游的应用端和上游的通信传输端, 对应科创板电子板块景气度要好于计算机, 超额收益也要更高。而如果按照科创板主题来划分, 我们同样可以看到电子核心产业在景气度方面和超额收益方面表现要优于新兴软件和新型技术服务。

图 6: 科创板各个行业 2020 年以来业绩增速和涨跌幅中位数 (以 2019 年上市科创板个股为研究目标)

	2020 年以来涨				
	跌幅中位数(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
有色金属	71.34	-7.73	12.01	34.56	48.30
化工	36.61	-8.34	5.13	11.63	14.55
电子	34.02	-6.58	6.14	14.69	19.53
医药生物	34.02	-17.36	5.70	11.83	16.74
机械设备	28.57	-6.77	5.92	13.87	18.92
计算机	20.89	-7.92	4.70	13.26	13.62

食品饮料	16.53	13.90	12.50	14.69	10.50
国防军工	-4.80	-127.55	-187.59	-31.01	-60.01
公用事业	-16.23	9.74	-38.65	-26.17	-19.82
农林牧渔	-19.91	34.30	55.92	78.17	66.14

资料来源：Wind，天风证券研究所。

图 7：科创板各个主题 2020 年以来业绩增速和涨跌幅中位数（以 2019 年上市科创板个股为研究目标）

2020 年以来涨					
	跌幅中位数(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
按科技主题					
下一代信息网络产业	169.72	-15.21	5.84	22.27	24.94
前沿新材料	142.59	-35.92	-25.89	-11.44	7.08
生物医学工程产业	139.64	3.26	2.59	0.63	-7.81
其他生物业	119.83	7.33	6.63	9.91	10.39
生物医药产业	87.53	111.07	63.97	60.09	59.85
先进有色金属材料	71.34	-38.48	-6.73	43.24	45.42
电子核心产业	64.72	-1.32	-3.12	10.44	23.02
生物质能产业	49.40	-12.72	47.92	11.43	12.37
先进无机非金属材料	31.87	-6.96	4.57	11.83	16.74
先进环保产业	25.26	27.55	24.98	62.30	55.01
卫星及应用产业	25.05	-7.08	56.49	728.86	40.49
人工智能	-2.56	62.04	23.72	48.06	19.53
新兴软件和新型信息技术服务	-3.60	-34.49	5.70	-15.43	7.78
智能制造装备产业	-5.73	-244.31	-9.20	-11.16	-6.70
先进石化化工新材料	-6.91	23.73	-17.90	-17.66	-13.58
新技术与创新创业服务	-9.18	-21.25	6.14	15.04	12.11
生物农业及相关产业	-19.91	34.30	55.92	78.17	66.14
轨道交通装备产业	-29.45	59.90	47.48	50.46	14.13
互联网与云计算、大数据服务	-48.38	45.36	190.82	126.73	41.34

资料来源：Wind，天风证券研究所。

1.3. 并购重组政策的松紧是决定性因素吗？

并购重组对科技板块的业绩会起到重要的推波助澜的作用，但并购重组政策松紧不是业绩好坏的决定性因素，因为并购重组的需求来自于产业周期扩张产生的需求。从重大资产重组的政策管理周期来看，当前与 2013-2015 区间均属于政策放松期，且在 2013-2015 期间，通过将创业板内部业绩按照外延和内生贡献进行拆分来看，传媒、计算机、通信、电子在此期间外延贡献增速均较高，并购重组的扩张确实对 TMT 板块的业绩走高有较大的贡献。

图 8：2013-2015 期间创业板 TMT 行业外延贡献显著

各行业外延贡献增速						
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
传媒	168.68%	395.01%	40.43%	120.81%	15.18%	-26.06%
电气设备	51.37%	-1519.42%	243.55%	85.25%	60.20%	-27.51%
电子	-59.78%	2976.12%	164.34%	94.28%	57.06%	-73.14%
公用事业	143.96%	228.88%	78.24%	100.63%	4.80%	-64.60%
国防军工			674.39%	113.63%	69.93%	-29.40%

化工	376.15%	255.55%	67.12%	219.02%	58.54%	1.21%
机械设备	186.61%	215.65%	99.67%	100.85%	49.07%	13.19%
计算机	81.18%	105.12%	268.02%	79.08%	23.21%	-7.84%
建筑装饰		3039.08%	93.21%	167.98%	34.64%	-17.90%
汽车			1783.19%	141.11%	2.86%	-38.52%
通信	-0.65%	197.66%	234.51%	59.33%	62.79%	4.95%
医药生物	227.63%	101.35%	175.94%	72.49%	28.86%	66.56%

资料来源：Wind，天风证券研究所。

但政策的宽松与否并不是科技板块并购重组规模的最主要影响因素，产业周期带来的需求才是。从政策管理周期来看，2013-2015 以及 2018Q4 以来，并购重组政策均处在宽松的状态，甚至在 2019 年创业板重组上市也被放开（符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产）。但从创业板当季并购重组规模/创业板当季市值来看（剔除了个别单个 200 亿规模以上的干扰值），当前并购重组的需求虽然较前期低点有所恢复，但整体仍然较为低迷，其背后的原因就是上文我们提到的 5G 产业周期尚未全面展开，需求端最强的应用端还没有形成趋势性上涨的趋势。

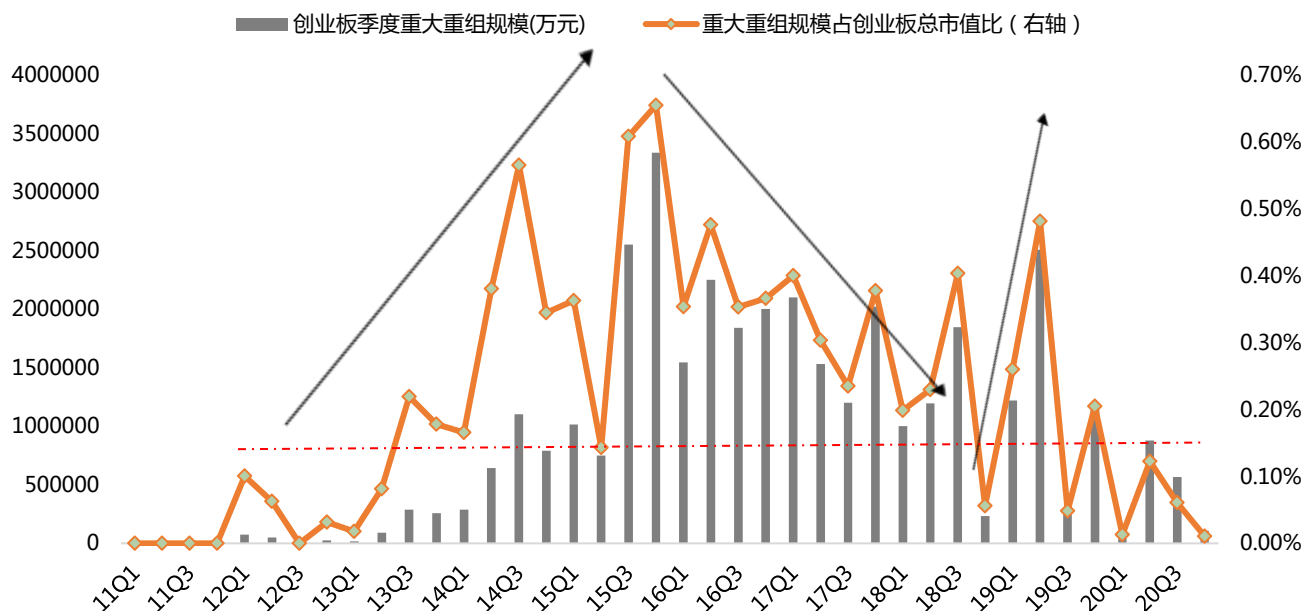
图 9：2011 年以来重大资产重组政策变化

时间	对资产重组的界定	对资产重组的配套资金要求	重大资产重组上市主体要求	重大资产重组监管规范调整
2011/4/27	自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上的。	2013 年规定，并购重组上市不得以补充流动性为由募集配套资金。	持续经营时间应当在 3 年以上，最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元。	-
2014/10/23	2014 年进一步明确借重组上市含义，即控制权发生变更之日起，上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额占上市公司前一个会计年度报告期末资产总额的比例达到 100% 以上	2015 年明确，以重组方式上市的，所募资金用于补充流动性比例不得超过 30%	创业板不得重组上市	-
2016/9/8	对重组上市的认定进行了修订，认定为“控制权发生变更之日起的 60 个月内，购买资产对应的营业收入，净利润占比以及购买的净资产占比，为购买资产发行的股份占比等，任意一项达到 100%，均认为重组上市，若可能上市公司主营业务发生根本变化，也认定为重组上市	构成重组上市的，禁止募集配套资金	2016 年进一步增加门槛，该上市公司及其控股股东，实际控制人不得有违法犯罪或者失信行为	-
2019/10/18	取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。进一步缩短“累计首次原则”计算期间，计算是否构成重组上市的期限减至 36 个月。	恢复配套融资	允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。	-
2021/6/22	-	-	-	创业板公司发行股份购买资产申请的审核期限，从现行 45 天调整为 2 个月；明确科创板重组交易所审核和中国证

监会注册的时间总计不超过 3 个月。创业板在小额快速审核的基础上加入快速审核。

资料来源：证监会、上交所、深交所，天风证券研究所。

图 10：创业板季度重大资产重组规模及与创业板市值比重



资料来源：Wind，天风证券研究所。

1.4. 结构性机会 or 全面牛市？

从目前的产业周期传导情况来看，科创板仍然以结构性机会为主，可以关注景气度较高的半导体；而产业趋势明确但还未形成真正全面上涨方向如 VR、智能汽车、工业互联网等，目前仍然以主题性机会为主，但大的投资机会已经在逐步酝酿中。

（1）短期内科创板结构性机会聚焦景气度较高但股价表现一般的半导体。从上文的分析我们可以看出，目前的 5G 产业周期展开程度尚不支撑科创板全面牛市出现，同时尽管并购重组政策不紧，但由于下游需求最广阔的应用端尚未全面落地，因此并购重组规模在短期内也很难像 2013-2015 区间与产业链内生增长形成对业绩的合力。在核心技术国产化逻辑的支撑下，科创板中游的设备制造景气度大概率会持续走强。其中，Q1 景气度较高且未来景气度有望延续、但今年以来股价表现一般的半导体值得关注。

图 11：成分股在 10 个以上的科创板申万二级行业利润增速情况

二级行业	成分股数量	20Q3 增速中位数 (%)	20Q4 增速中位数 (%)	21Q1 增速中位数 (%)	20Q4-20Q3	21Q1-20Q4	年初以来涨幅中位数相对于沪深 300 超额收益 (%)
医疗器械Ⅱ	26	25.96	38.65	195.7	12.69	157.05	28.31
通用机械	12	39.54	16.74	127.89	-22.79	111.14	-3.5
半导体	22	26.33	36.63	117.79	10.3	81.16	0.15
化学制品	18	4.53	17.51	67.47	12.97	49.96	1.72
生物制品Ⅱ	10	4.11	10.31	39.98	6.2	29.66	2.78
专用设备	24	3.65	10.71	28.09	7.06	17.38	-0.25
计算机应用	31	18.94	19.53	17.04	0.59	-2.5	-9.55
化学制药	11	36.69	39.22	32.48	2.53	-6.74	-0.16
电源设备	10	110.93	83.21	46.98	-27.72	-36.22	-3.38

资料来源：Wind，天风证券研究所。

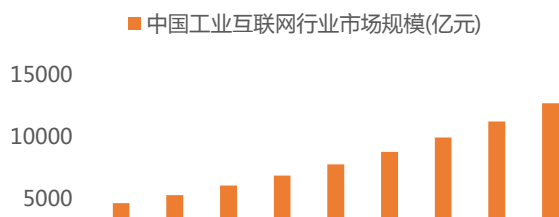
(2) 而对于下游应用端，在产业趋势尚未真正全面上涨之前，虽然对上市公司业绩贡献有限，但是由于趋势明确、从 0-1 的空间足够大，短期容易反复出现主题性机会。而从更长期的角度来看，在未来下游市场空间较广的情况下，大的投资机会已经在酝酿中。而对于主题性机会，最容易牵动市场神经的还属于具备明确产业趋势的方向。今年来看，VR、智能汽车、工业互联网等也属于产业趋势明确，从 0-1 的方向，虽然这些产业目前对大部分上市公司的业绩贡献都还不小，但是配合市场风险偏好和产业方面的，很可能反复出现主题性的机会。

而从长期的角度来看，VR、智能汽车、工业互联网这些板块未来市场空间均较大，随着 5G 产业周期持续想向下游传导，更大的投资机会已经在酝酿。

图 12：2024 年世界 VR/AR 市场规模



图 13：2020-2025 年工业互联网产业市场规模测算



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20377

