

纳指十年六倍，7成股票0涨幅

2019年12月19日

A股策略

专题报告

宏观首席分析师	王宇鹏	wangyp_yjs@dxzq.net.cn	010-66554151	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	程阔	chengkuo0716@126.com	010-66555445	执业证书编号：S1480119070001
研究助理	辛迪	cindyiris@126.com	010-66554039	执业证书编号：S1480119070074

投资摘要：

纳斯达克指数10年增长近6倍：2009年3月9日，纳斯达克指数创下1268.64的低点后，一路上行，转眼10年，截至2019年12月13日收盘，纳斯达克综合指数报8734.88，涨幅达588.74%，10年间纳斯达克综合指数增长近6倍。

指数大涨之下，是少数标的的狂欢。截至2019年12月16日收盘，纳斯达克全部2803只标的中，10年涨幅跑赢纳斯达克指数的（按6倍计算）仅为306只，约占10.92%；涨幅在300%-600%之间的为304只，占比10.85%；而涨幅小于0的为1067只，占比38.09%。相当于56.3%的标的十年涨幅不足指数的10%，若算上2009至今10年间退市的1800余只标的，这一比例将进一步上升至73.53%。

可以说，美股自2009年开始的这一轮长牛，是10%公司的牛市。

我们认为，可以从退市制度和产业变迁两个角度解释这一现象。首先是美股退市机制较为完善，上市公司退市常态化，利于标的间的优胜劣汰，指数长红水到渠成。而产业变迁方面，取得超越指数收益的标的中，7成有余来自于信息技术、可选消费、医疗等，在新一轮科技和产业升级中占据红利的公司大放异彩。

分行业来看，纳指10年6倍中不同行业存在巨大结构性差异：绝大多数跑赢纳指的公司均来自信息技术、可选消费、以及医疗保健行业，其中信息技术行业整体优越性最为明显，而医药行业大浪淘沙，投资风险相对更大。而能源、材料行业表现最差，金融行业整体表现平庸。

估值方面，指数6倍增长之下PE上涨不足50%。相较于受极值影响显著的算术平均市盈率，我们认为市盈率中位数更能代表美股当前的总体估值水平。虽然十年间纳指上涨了6倍，但其PE中位数却相对平稳的多：NASDAQ全部股票PE中位数自2009年初的13.93涨至2010年初的22.48后，近十年内一直在区间[17, 23.65]内窄幅波动。截至2019年12月17日收盘，纳斯达克全部股票PE中位数为19.5，相较于2009年上涨不足50%。

风险提示：贸易谈判进程不及预期、经济运行不及预期、政策推进不及预期

目录

1. 纳斯达克十年：指数6倍增长下，10%公司的牛市	3
2. 退市制度是有效的优胜劣汰筛选机制	4
3. 行业分析：信息技术、可选消费、医疗保健诞生伟大公司	6
4. 估值分析：指数6倍增长之下PE上涨不足50%	8
5. 风险提示	9

表格目录

表 1: 纳斯达克持续上市标准	4
-----------------------	---

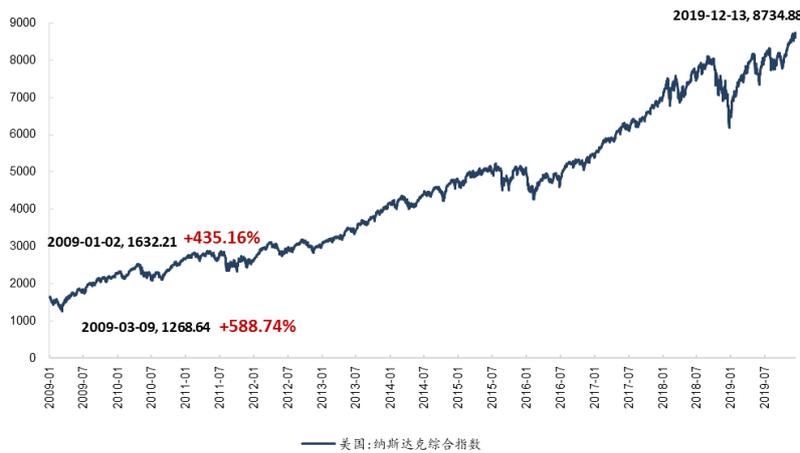
插图目录

图 1: 纳斯达克综合指数变化	3
图 2: 纳斯达克十年间，仅10%的标的跑赢大盘	3
图 3: 算上退市标的，这一比例降至6%	3
图 4: 十年间，纳斯达克退市数量与IPO数量基本持平	5
图 5: 纳斯达克市场IPO企业的10年“存活率”在50%左右	5
图 6: 纳斯达克市场取得超越指数收益标的的上市时间分布	6
图 7: 纳指整体公司行业分布（按市值）	6
图 8: 超越纳指行业分布（按市值）	6
图 9: 纳指整体公司行业分布（按公司个数）	7
图 10: 超越纳指行业分布（按公司个数）	7
图 11: 部分行业内涨幅分布（按市值）	7
图 12: 部分行业内涨幅分布（按公司个数）	7
图 13: 全行业内涨幅分布（按市值）	8
图 14: 全行业内涨幅分布（按公司个数）	8
图 15: 纳斯达克2009年-2019年PE中位数变化	8

1. 纳斯达克十年：指数6倍增长下，10%公司的牛市

纳斯达克指数10年增长近6倍：2009年3月9日，纳斯达克指数创下1268.64的低点后，一路上行，转眼10年，截至2019年12月13日收盘，纳斯达克综合指数报8734.88，涨幅达588.74%，10年间纳斯达克综合指数增长近6倍。

图 1：纳斯达克综合指数变化

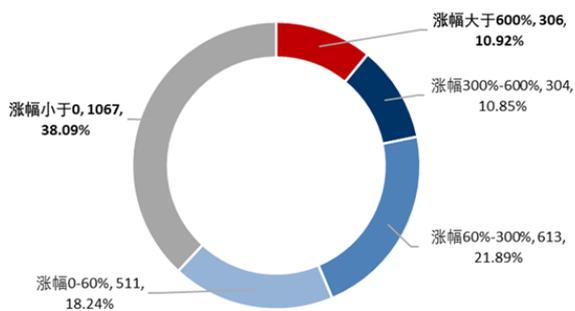


资料来源：Wind、东兴证券研究所

指数大涨之下，是少数标的的狂欢。截至2019年12月16日收盘，纳斯达克全部2803只标的中，10年涨幅跑赢纳斯达克指数的（按6倍计算）仅为306只，约占10.92%；涨幅在300%-600%之间的为304只，占比10.85%；涨幅在0-60%之间的为511只，占比18.24%；而涨幅小于0的为1067只，占比38.09%，相当于56.3%的标的十年涨幅不足指数的10%，若算上2009至今10年间退市的1800余只标的，这一比例将进一步上升至73.53%。

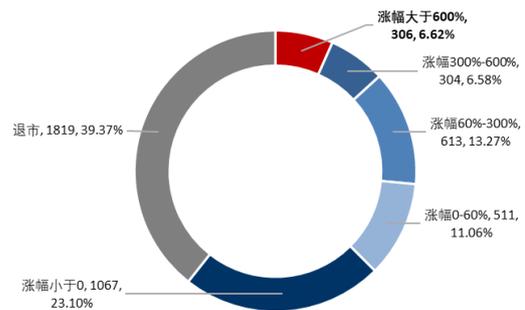
可以说，美股自2009年开始的这一轮长牛，是10%公司的牛市。

图 2：纳斯达克十年间，仅10%的标的跑赢大盘



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3：算上退市标的，这一比例降至6%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

我们认为，可以从退市制度和产业变迁两个角度解释这一现象。首先是美股退市机制较为完善，上市公司退市常态化，利于标的间的优胜劣汰，指数长红水到渠成。而产业变迁方面，取得超越指数收益的标的中，7成有余来自于信息技术、可选消费、医疗等，在新一轮科技和产业升级中占据红利的公司大放异彩。

2. 退市制度是有效的优胜劣汰筛选机制

纳斯达克股票市场内部设有全球精选市场 (NASDAQ GS)、全球市场 (NASDAQ GM) 和资本市场 (NASDAQ CM) 三个市场板块。三大板块上市标准依次递减。而根据不同的市场特点，持续上市标准亦有差异。当上市公司未满足持续上市条件，即触发退市。

表 1：纳斯达克持续上市标准

指标分类	具体指标	全球精选市场和全球市场 (以何标准获得上市资格)			资本市场 (以何标准获得上市资格)		
		股东权益	市值	总资产/总收入	股东权益	市值	净利润
交易类 指标	公众持股数量	75w	110w	110w	50w	50w	50w
	公众持股市值	500w	1500w	1500w	100w	100w	100w
	每股价格	1	1	1	1	1	1
	总股东数量	400	400	400	300	300	300
	做市商数量	2	4	4	2	2	2
	股东权益	1000w	-	-	250w	-	-
	股票市值	-	5000w	-	-	3500w	-
	总资产和总收入 (最近一年财报 或最近三个财年 中的两年)	-	-	总资产 5000w 总收入 5000w	-	-	-
持续经营利润 (最近一年财报 或最近三个财年 中的两年)	-	-	-	-	-	50w	
合规性 指标	包括信息披露、独立董事、审计委员会、投票权、股东大会等要求						

资料来源：纳斯达克官网、网络公开资料整理、东兴证券研究所

涉及市值及股价单位均为美元

2009年至2019年12月近10年间，纳斯达克退市数量与IPO数量基本持平。2009年末，纳斯达克市场共有2712只股票上市交易，而截至2019年12月17日，纳斯达克市场上市交易股票为2803只，10年间标的池未见显著扩容意味着IPO数量和退市数量的基本持平。

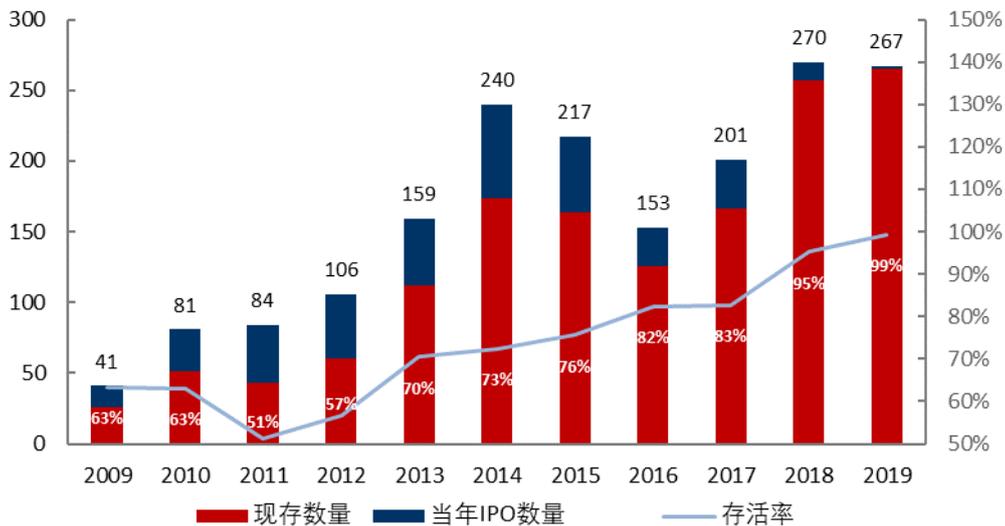
纳斯达克市场IPO企业10年“存活率”约60%。纳斯达克市场现存的2803只标的中，2009年以前上市的为1360只，占比48.52%。若以现存上市标的数/当年IPO数量作为企业在纳斯达克市场的“存活率”，可以发现纳斯达克市场IPO企业的上市交易10年“存活率”稳定在60%左右。

图 4：十年间，纳斯达克退市数量与 IPO 数量基本持平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

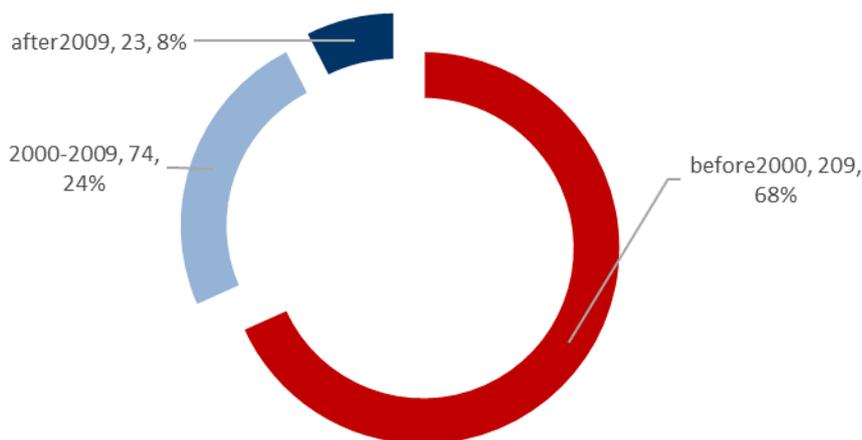
图 5：纳斯达克市场 IPO 企业的 10 年“存活率”在 50%左右



资料来源：Wind、东兴证券研究所

是否真的剩者为王？纳斯达克取得超越指数增长收益的标的多为“20岁+老股”。拆解超越指数增长率的 306 只标的的上市时间，我们发现，这 306 只标的中，有 209 只标的在 2000 年以前即上市，占比 68%；而 2009 年之后上市的公司仅为 23 只，占 8%。纳斯达克的退市制度确实对标的起到了显著的“优胜劣汰”的筛选作用。

图 6：纳斯达克市场取得超越指数收益标的的上市时间分布

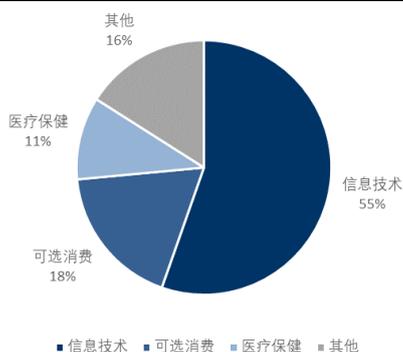


资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 行业分析：信息技术、可选消费、医疗保健诞生伟大公司

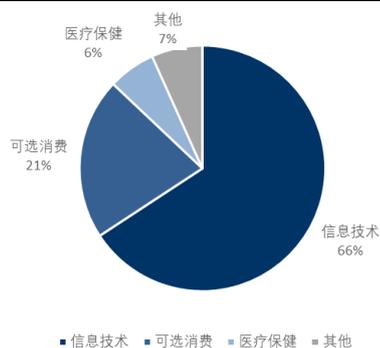
在超越纳指涨幅的公司中，71%（按公司个数计算）或 93%（按公司市值计算）的公司来自信息技术、可选消费、医疗保健行业，明显高于这三个行业在整体纳指中的占比。即绝大部分跑赢纳指的公司均来自以上三个行业，且从市值占比 93% 来看，说明其中诞生了极为伟大的公司。

图 7：纳指整体公司行业分布（按市值）



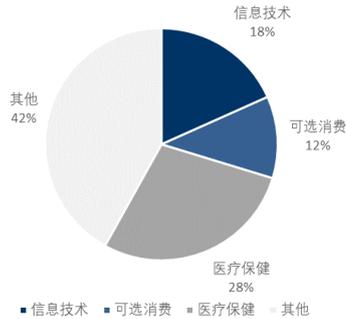
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：超越纳指行业分布（按市值）



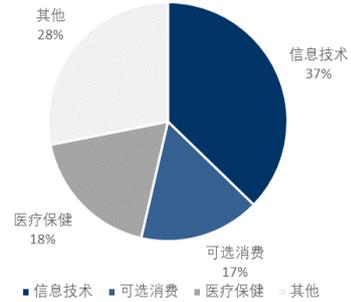
资料来源：Wind，东兴证券研究

图 9：纳指整体公司行业分布（按公司个数）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

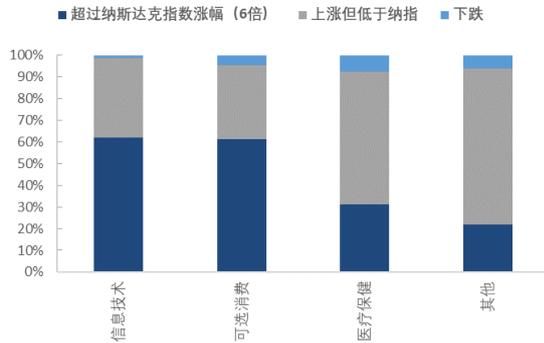
图 10：超越纳指行业分布（按公司个数）



资料来源：Wind，东兴证券研究

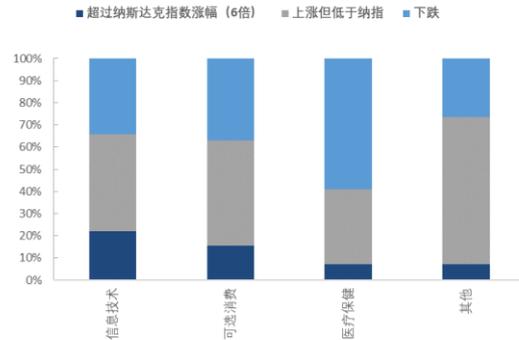
其中信息技术公司的整体优秀性最为显著。不仅在于其中诞生了大量超越整体纳指涨幅的伟大公司，同时其中下跌个股占比较低。而相比较医药生物整体质量相对欠佳，表现为虽然按市值看，大量公司跑赢其他行业，但其股价下跌公司个数占比是明显高于其他行业的。表明医药行业为大浪淘沙，投资风险更大。

图 11：部分行业内涨幅分布（按市值）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：部分行业内涨幅分布（按公司个数）



资料来源：Wind，东兴证券研究

其他行业中，能源材料行业表现最差，金融行业比较平庸。其中能源行业 30%左右（按市值）或 80%左右（按公司个数）股价下跌。而金融行业近 80%有涨幅但跑输指数。

图 13：全行业内涨幅分布（按市值）

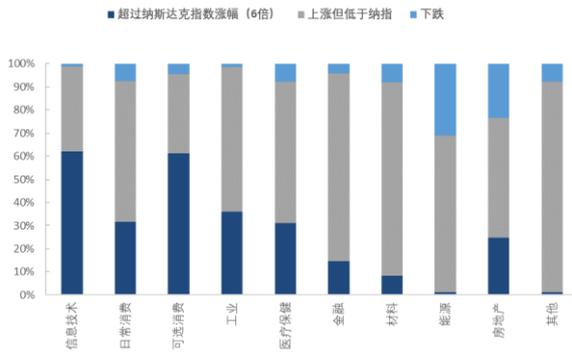
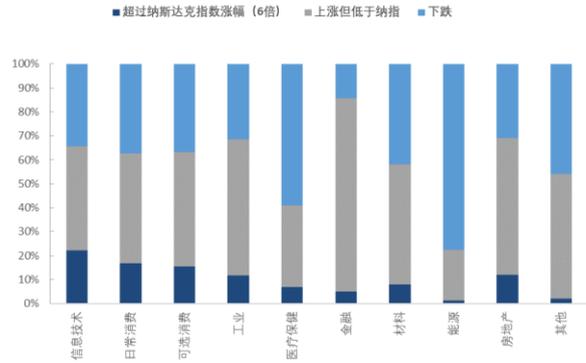


图 14：全行业内涨幅分布（按公司个数）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

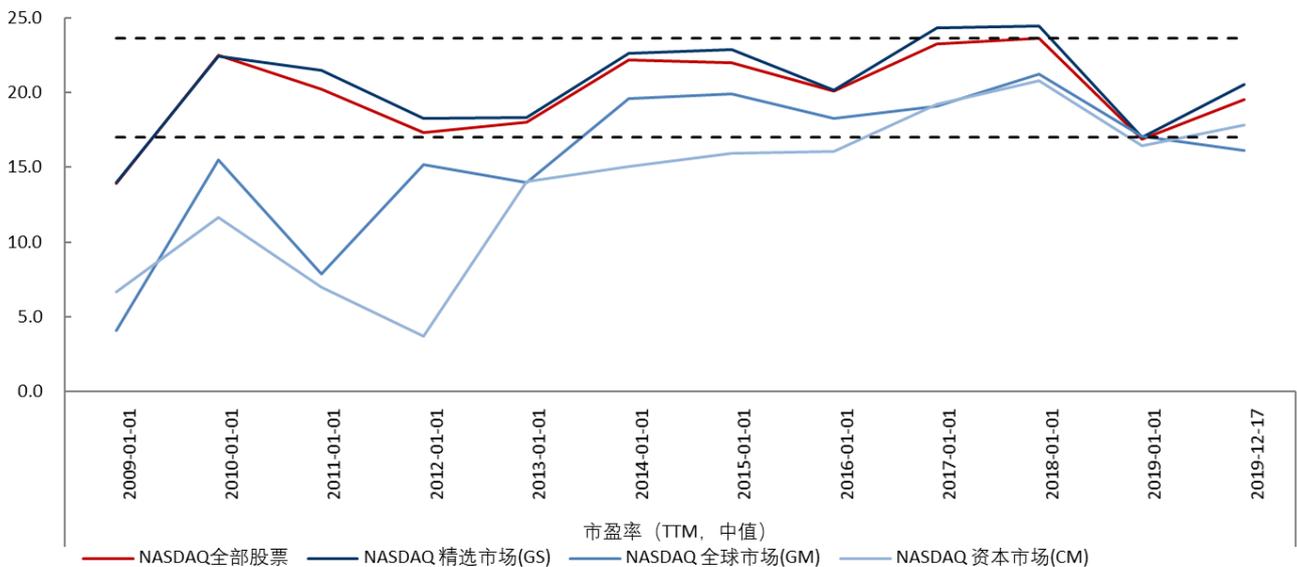
资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 估值分析：指数 6 倍增长之下 PE 上涨不足 50%

相较于受极值影响显著的算术平均市盈率，我们认为市盈率中位数更能代表美股当前的总体估值水平。虽然十年间纳指上涨了 6 倍，但其 PE 中位数却相对平稳的多：NASDAQ 全部股票 PE 中位数自 2009 年初的 13.93 涨至 2010 年初的 22.48 后，近十年内一直在区间 [17, 23.65] 内窄幅波动。截至 2019 年 12 月 17 日收盘，纳斯达克全部股票 PE 中位数为 19.5，相较于 2009 年上涨不足 50%。

我们认为，指数和估值水平出现走势分歧，主因在于美股投资者大多属业绩驱动型的价值投资风格，其更偏好高 ROE、大市值、高成长的标的。因此股票价格随价值同步提升，估值水平上涨不显著。

图 15：纳斯达克 2009 年-2019 年 PE 中位数变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

贸易谈判进程不及预期、经济运行不及预期、政策推进不及预期。

分析师简介

分析师：王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有8年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：程阔

金融学硕士，本科毕业于东南大学交通学院，研究生毕业于澳大利亚悉尼大学商学院，2019年加入东兴证券从事策略研究。

研究助理：辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所从事策略及传媒行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。