

投资策略

核心资产修复到了什么水位? —— “PE-G” 系列 (二)

我们在《长赢法则：“PE-G” 如何应用于行业比较?》中建立起“PE-G”行业比较框架,结论指向“估值与业绩匹配”在中长期视角下的有效性。

相应地,考虑估值与业绩匹配,我们就能够基于行业景气倒推行业合理估值并测算其估值溢价。在此基础上,本文对以下问题进行了探讨:熊牛转换后估值溢价如何演绎?当前核心资产修复到了什么水位?

一、“PE-G” 如何应用于行业比较?

——周期性与高波动行业不适用于“PE-G”框架,周期性行业主要指向上游资源(石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、基础化工)以及猪周期主导下的农林牧渔行业,2010年至今的数据分析指向的高波动行业包括机械设备、通信、传媒和交通运输。

——我们将PE(TTM)与g(FY1)、g(FY2)分别结合得到PE/(1+g)指标,分析显示基于上述指标构建的PE-G匹配行业组合表现优秀:FY1与FY2维度下组合超额收益率分别为4.57%与4.85%,超额最大回撤分别为-11.87%与-11.23%。

二、从熊到牛, 行业估值溢价如何演绎?

——考虑行业估值与业绩的匹配,我们能够基于行业当前景气倒推其对应合理估值水平。以FY1维度为例:

$$\text{合理PE} = \overline{PE}/(1+g)_{FY1} \times (1+g_{FY1})$$

进一步地,我们将测算出的合理估值与行业当前的实际估值水平PE(TTM)进行对比,从而在“PE-G”视角下对行业当前的估值状态进行判断。

2、我们从高低估行业分布视角回顾熊转牛后第一波行情:低估行业占比在大底时点上处于高位,并在熊转牛后第一波行情期间快速回落,对应低估行业在这一阶段快速修复至合理甚至高估水平。

3、当前低估行业占比仍然较高、边际回落较少,反映低估行业的修复程度仍然较弱,2022年熊牛转换至今第一波行情可能尚未结束,医药生物、银行、国防军工、非银金融以及建筑材料或有较大修复空间。

三、当前核心资产修复到了什么水位?

——对一级行业估值状态进行分析:“PE-G”视角下汽车、食品饮料较为高估;商贸零售、房地产以及计算机估值合理、略有溢价;其他行业普遍处于合理或低估状态,其中又以医药生物行业低估程度最为显著。

——消费核心资产中,“PE-G”视角下估值较低的行业包括医疗器械、生物制品、中药、白色家电、小家电、医药商业、化学制药;估值合理的行业包括家电零部件、厨卫电器、食品加工、饮料乳品;相对高估的行业包括白酒、非白酒、调味发酵品、化妆品。

——科技与制造业中,估值较低的行业包括电池、广告营销、出版、航天装备、消费电子、光伏设备、航空装备、计算机设备、电网设备、元件、电机、影视院线、通用设备、数字媒体、轨交设备、装修建材,估值合理的行业包括其他电源、自动化设备、游戏,相对高估的行业包括乘用车、汽车零部件、IT服务、软件开发。

风险提示:宏观经济政策超预期;外围波动加剧;历史统计规律失效风险。

作者

分析师 张峻晓

执业证书编号: S0680518110001

邮箱: zhangjunxiao@gszq.com

研究助理 王昱涵

执业证书编号: S0680121070009

邮箱: wangyuhuan3665@gszq.com

相关研究

1、《投资策略:鹰派信号再起,配置盈入场依旧——外资周报第150期》2023-02-15

2、《投资策略:极致化交易结构再现——交易情绪跟踪第179期》2023-02-15

3、《投资策略:大类资产价格推演——紧缩到衰退》2023-02-14

4、《投资策略:躁动结束的信号是什么?——策略周报(20230212)》2023-02-12

5、《投资策略:市场回顾(2月2周)——复苏验证期,盘整仍继续》2023-02-11

内容目录

一、 “PE-G” 如何应用于行业比较?	3
1.1 周期性与高波动行业不适用于 “PE-G” 框架	3
1.2 “PE-G” 如何应用于行业比较?	4
二、 从熊到牛, 行业估值溢价如何演绎?	6
2.1 从 “PE-G” 看行业合理估值	6
2.2 熊转牛第一波行情中, 估值溢价如何演绎?	7
2.3 当前时点, 如何看待估值溢价上行空间?	8
三、 当前核心资产修复到了什么水位?	9
3.1 大消费各行业当前估值状态如何?	9
3.2 科技与制造业当前估值状态如何?	10
3.3 其他行业当前估值状态如何?	11
四、 总结: 核心资产修复到了什么水位?	12
4.1 “PE-G” 如何应用于行业比较?	12
4.2 从熊到牛, 行业估值溢价如何演绎?	12
4.3 当前核心资产修复到了什么水位?	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 申万一级行业盈利增速波动性特征 (%， 异常值修正后)	3
图表 2: PE-G (FY1) 匹配行业组合净值 (09.12.31=1)	4
图表 3: PE-G (FY2) 匹配行业组合净值 (09.12.31=1)	4
图表 4: PE-G (FY1) 匹配行业组合净值 (低频换仓, 09.12.31=1)	4
图表 5: PE-G (FY2) 匹配行业组合净值 (低频换仓, 09.12.31=1)	4
图表 6: 换仓频率调整前后 PE-G 匹配行业组合表现对比	5
图表 7: PE-G 匹配行业组合	5
图表 8: “PE-G” 视角下各行业估值溢价测算 (%)	6
图表 9: “PE-G” 视角下高估、合理与低估行业占比 (%)	6
图表 10: A股在 2012、2014、2016、2019 年 4 次见底	7
图表 11: 熊转牛第一波行情期间一级行业估值状态占比变化 (%)	7
图表 12: 熊转牛第一波行情期末低估行业占比与期间变动 (%)	8
图表 13: 各行业当前估值溢价与熊转牛第一波行情期末估值溢价对比 (%)	8
图表 14: “PE-G” 视角下一级行业估值溢价测算 (%)	9
图表 15: “PE-G” 视角下消费核心资产估值溢价测算 (%)	9
图表 16: “PE-G” 视角下其他消费行业估值溢价测算 (%)	10
图表 17: “PE-G” 视角下科技与制造业估值溢价测算 (%)	10
图表 18: “PE-G” 视角下其他行业估值溢价测算 (%)	11

我们在《长赢法则：“PE-G”如何应用于行业比较？》中建立起“PE-G”行业比较框架，结论指向“估值与业绩匹配”在中长期视角下的有效性。

相应地，考虑估值与业绩匹配，我们就能够基于行业景气倒推行业合理估值并测算其估值溢价。在此基础上，本文对以下问题进行了探讨：熊牛转换后估值溢价如何演绎？当前核心资产修复到了什么水位？

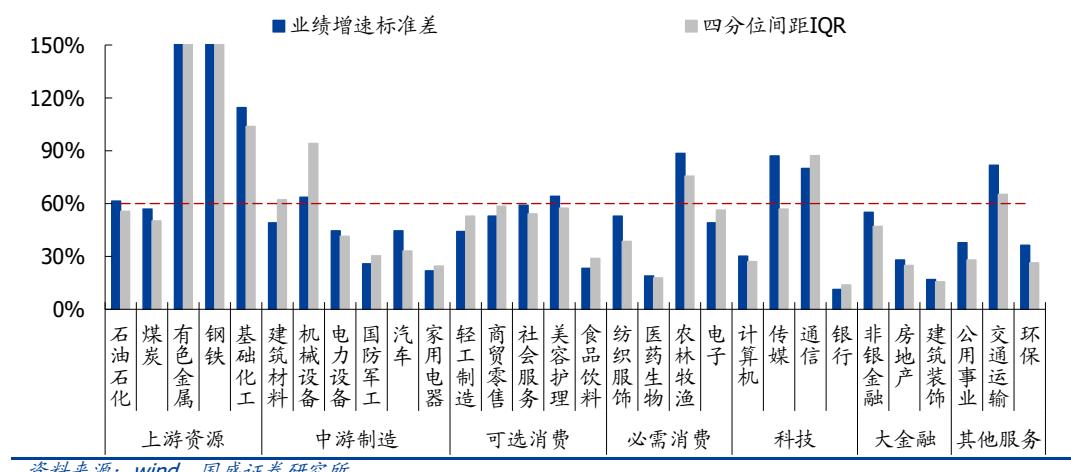
一、“PE-G”如何应用于行业比较？

1.1 周期性与高波动行业不适用于“PE-G”框架

首先，需要明确“PE-G”框架的应用边界，周期性与高波动行业难以适用。周期性行业显然无法纳入“PE-G”的范畴：当行业处于高景气时，PE 反而处于低位，叠加高盈利增速 g，PEG 显然更低，进而误导投资者得出行业低估的错误结论。类似的问题还出现在业绩增速波动较大的行业，因此周期性、高波动行业应予以剔除。

30个申万一级行业中有10个行业表现出较明显的周期性或高波动特征，我们选择余下的20个行业进行后续分析。一般而言，周期性行业主要指向上游资源（石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、基础化工）以及猪周期主导下的农林牧渔行业；对高波动行业的筛选则是考虑行业盈利增速的波动性如何，2010年至今的数据分析指向的高波动行业包括机械设备、通信、传媒和交通运输。

图表 1：申万一级行业盈利增速波动性特征（%，异常值修正后）



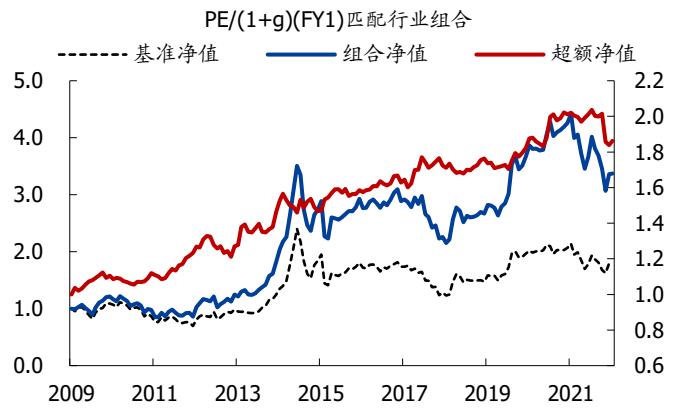
资料来源：wind, 国盛证券研究所

1.2 “PE-G” 如何应用于行业比较?

我们将估值 **PE (TTM)** 与未来一年以及两年复合预测增速 **g (FY1)**、**g (FY2)** 分别结合, 得到 **FY1** 与 **FY2** 维度下的 **PE/(1+g)** 指标, 分析显示基于上述指标构建的 **PE-G** 匹配行业组合表现优秀:

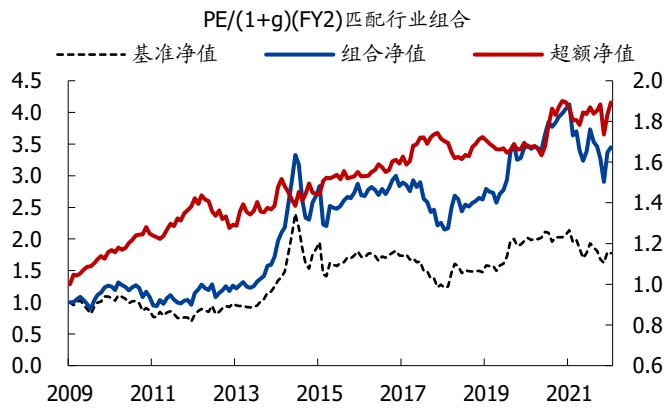
FY1 与 **FY2** 维度下组合年化收益率分别为 9.92% 与 10.26%, 超额收益率分别为 4.57% 与 4.85%, 超额最大回撤分别为 -11.87% 与 -11.23%, 月度胜率分别为 59.2% 与 58.0%, 收益显著跑赢基准的同时能较好地控制超额回撤。

图表 2: **PE-G (FY1)** 匹配行业组合净值 (09.12.31=1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: **PE-G (FY2)** 匹配行业组合净值 (09.12.31=1)

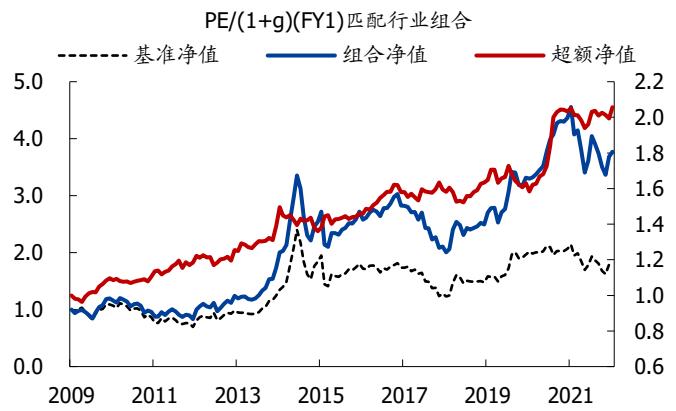


资料来源: wind, 国盛证券研究所

将基于 **PE/(1+g) (FY)** 构建的 **PE-G** 匹配行业组合换仓频率降低至与业绩披露期一致, 组合仍保有超额收益较高、最大回撤较小的特征。实际应用中月度换仓相对高频、难度较大, 也会产生较高的交易成本。因此我们选择将换仓频率降低至与业绩披露期保持一致 (每年 4 月、8 月与 10 月底换仓) 后对组合表现再行分析, 结果显示:

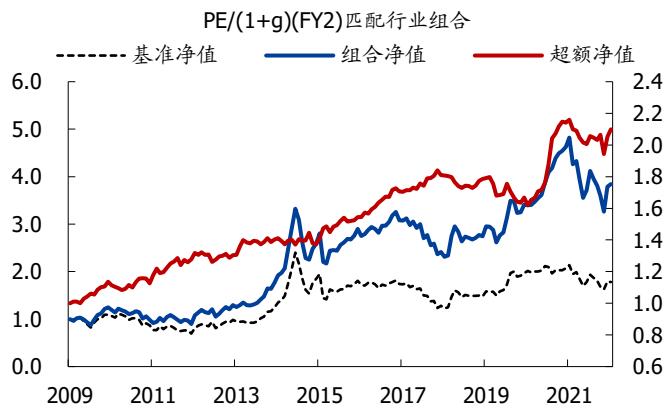
FY1 与 **FY2** 维度下组合年化收益率分别为 10.88% 与 11.00%, 超额收益率分别为 5.38% 与 5.50%, 超额最大回撤分别为 -8.93% 与 -11.98%, 月度胜率分别为 58.0% 与 59.9%, 相比月度换仓组合取得了更高的超额收益。

图表 4: **PE-G (FY1)** 匹配行业组合净值 (低频换仓, 09.12.31=1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: **PE-G (FY2)** 匹配行业组合净值 (低频换仓, 09.12.31=1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 换仓频率调整前后 PE-G 匹配行业组合表现对比

PE-G匹配行业组合	年化收益率	超额收益率	超额最大回撤	月度胜率
月度换仓				
FY1行业组合	9.92%	4.57%	-11.87%	59.2%
FY2行业组合	10.26%	4.85%	-11.23%	58.0%
业绩披露期换仓				
FY1行业组合	10.88%	5.38%	-8.93%	58.0%
FY2行业组合	11.00%	5.50%	-11.98%	59.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: PE-G 匹配行业组合

序号	估值业绩匹配行业 (23.02)		估值业绩匹配行业 (22.11~23.03)	
	PE/(1+g) (FY1) 估值匹配组合	PE/(1+g) (FY2) 估值匹配组合	PE/(1+g) (FY1) 估值匹配组合	PE/(1+g) (FY2) 估值匹配组合
1	计算机	计算机	公用事业	社会服务
2	美容护理	美容护理	商贸零售	公用事业
3	房地产	房地产	社会服务	商贸零售
4	公用事业	轻工制造	国防军工	房地产
5	轻工制造	家用电器	食品饮料	食品饮料

资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、从熊到牛，行业估值溢价如何演绎？

2.1 从“PE-G”看行业合理估值

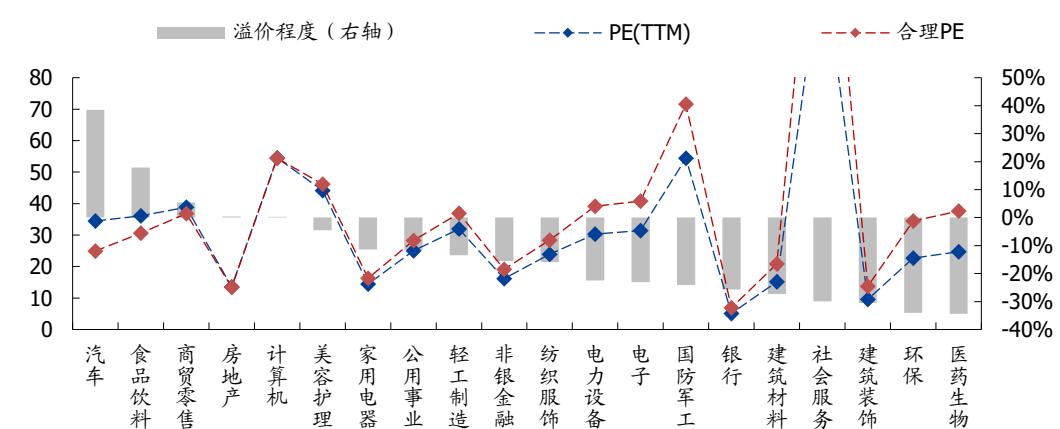
考虑行业估值与业绩的匹配，我们能够基于行业当前景气倒推其对应合理估值水平。具体而言，我们首先求得行业 $PE/(1+g)$ 指标的长期中枢水平，然后结合行业当前的预期增速 $g(FY1)$ 或 $g(FY2)$ ，将长期视角下的 $PE/(1+g)$ 合理水平还原为合理的 PE 估值水平。

以未来一年维度为例：

$$\text{合理}PE = \overline{PE}/(1 + g)_{FY1} \times (1 + g_{FY1})$$

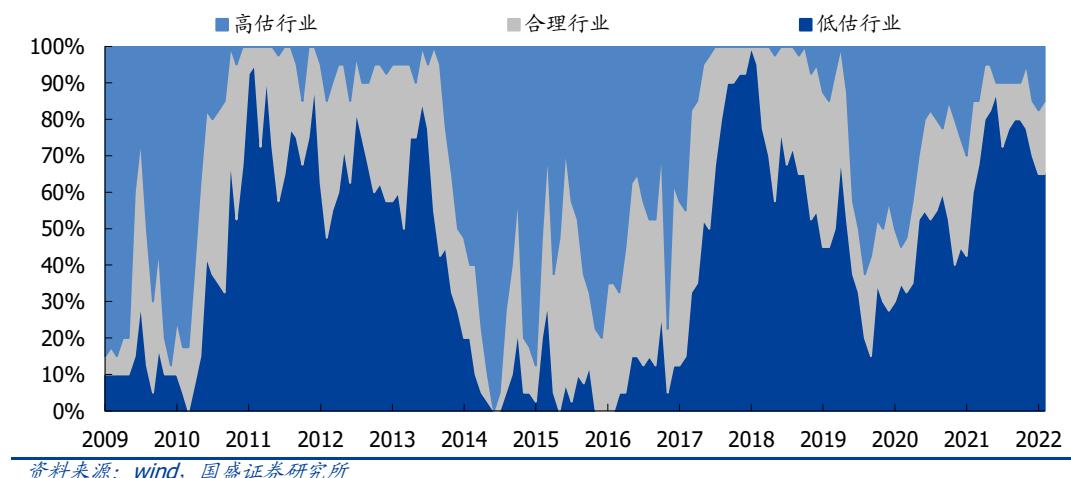
将行业测算出的合理估值与当前的实际估值水平 $PE(TTM)$ 进行对比，我们就能够在“ $PE-G$ ”视角下对行业当前的估值状态进行判断。对于行业的合理估值，我们在未来一年与两年维度下分别测算，并取其均值作为最终的合理估值水平，若实际估值相对合理估值的溢价程度在 $\pm 10\%$ 以内则认为接近合理估值，否则判定为高估或低估。在对各行业估值状态进行判断的基础上，我们还可以进一步计算出行业的高低估分布情况。

图表 8：“ $PE-G$ ”视角下各行业估值溢价测算（%）



资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表 9：“ $PE-G$ ”视角下高估、合理与低估行业占比 (%)



资料来源：wind, 国盛证券研究所

2.2 熊转牛第一波行情中，估值溢价如何演绎？

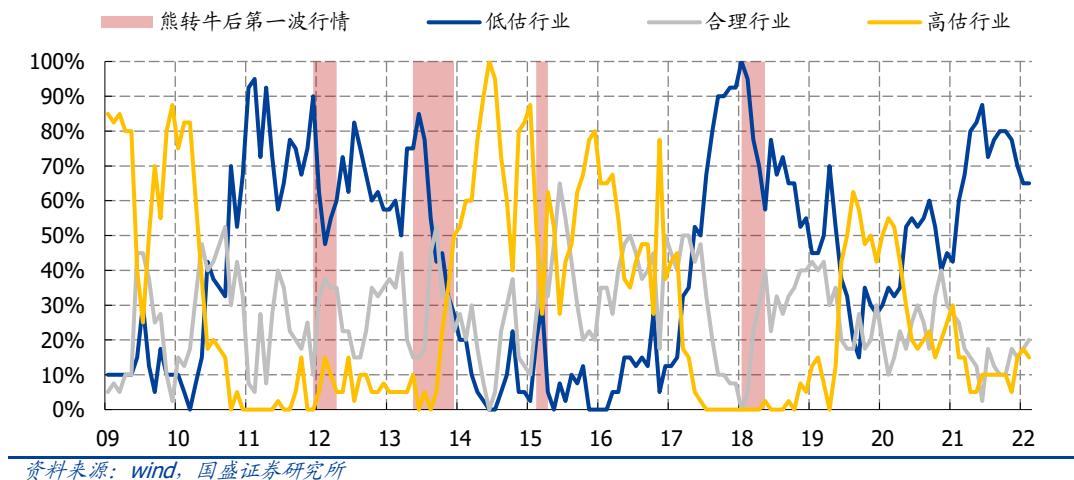
若以牛熊视角划分A股周期，2010年以来A股一共出现过4轮熊牛转换，熊市结束到牛市的转换窗口依次为：2012年末、2014年中、2016年初以及2019年初。在《A股熊牛是怎样转换的？——大底后的市场特征》中，我们对熊转牛后第一波行情进行了回顾，而本文将基于高低估行业分布情况提供另一分析视角。

图表 10: A股在 2012、2014、2016、2019 年 4 次见底



回顾 2010 年至今 4 轮熊牛切换，除 2016 年熊牛切换时 A 股未能充分消化上一轮“疯牛”估值外，其他三次熊牛切换均表现出如下特征：低估行业占比在大底时点上处于高位，并在熊转牛后第一波行情期间快速回落，对应低估行业在这一阶段快速修复至合理甚至高估水平。具体来看，2012 年、2014 年以及 2019 年熊牛切换时低估行业占比分别为 90.0%、75.0% 以及 100.0%，第一波行情末已分别回落至 60.0%、27.5%、57.5%。

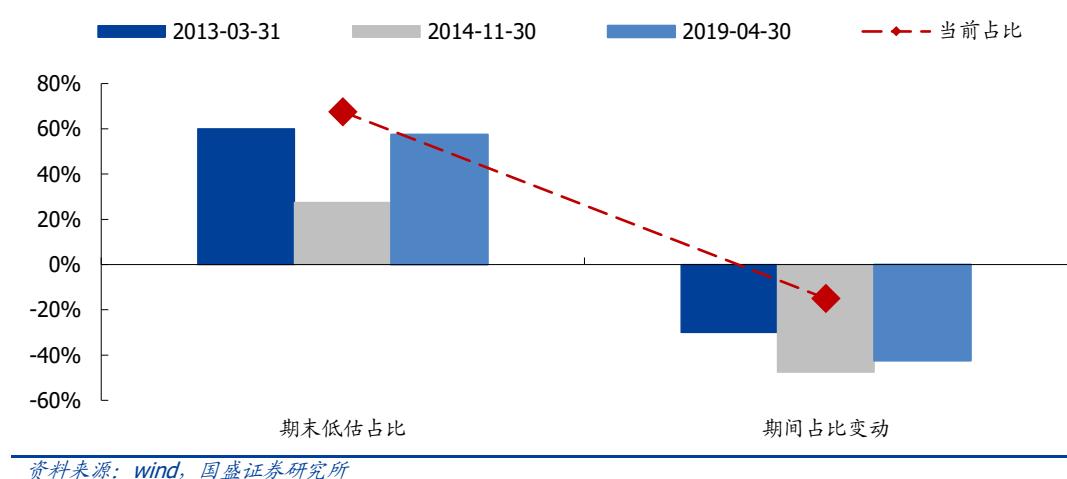
图表 11: 熊转牛第一波行情期间一级行业估值状态占比变化 (%)



2.3 当前时点, 如何看待估值溢价上行空间?

2022年4月末, 上证指数跌破2900点, 此后在宽幅震荡中逐渐回暖, 低估行业占比也自82.5%高位开始逐渐回落, 当前低估行业占比已回落15.0%至67.5%水平, 但考虑2010年至今熊转牛第一波行情特征, 当前低估行业占比仍然较高、边际回落较少, 反映低估行业的修复程度仍然较弱、后续仍有改善空间, 2022年熊牛转换至今第一波行情也可能尚未结束、后续或有反复。

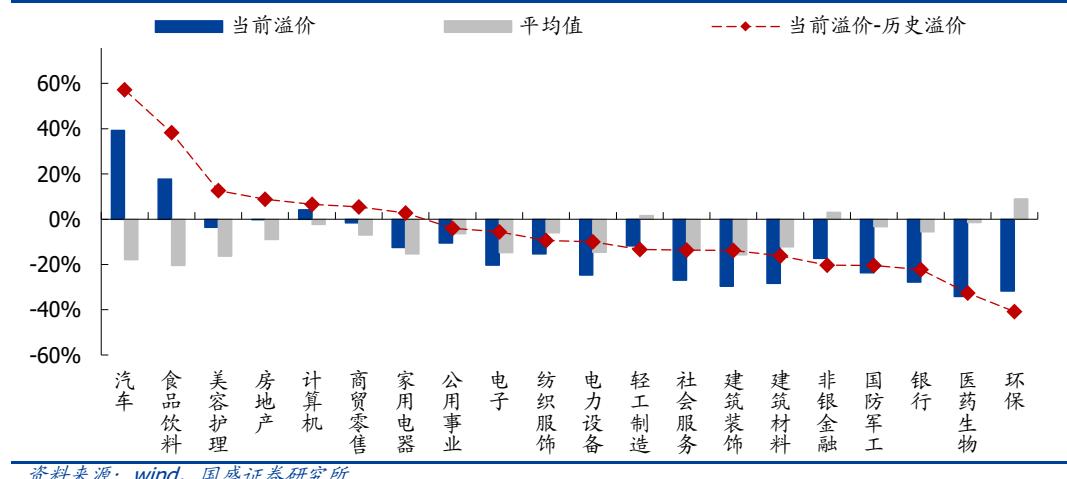
图表12: 熊转牛第一波行情期末低估行业占比与期间变动(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

将各行业当前估值溢价与过去熊转牛第一波行情期末的行业估值溢价进行对比, 当前溢价明显低于历史水平的行业包括医药生物、银行、国防军工、非银金融以及建筑材料等, 若2022年熊牛转换的第一波行情出现反复、低估行业向合理水平快速修复, 上述行业可能存在较大修复空间。

图表13: 各行业当前估值溢价与熊转牛第一波行情期末估值溢价对比(%)

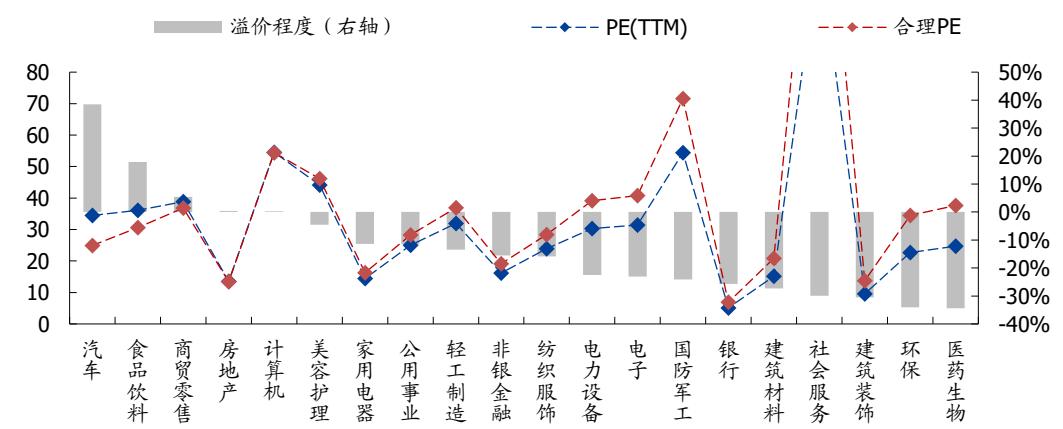


资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、当前核心资产修复到了什么水位?

对一级行业估值状态进行分析：“PE-G”视角下汽车、食品饮料较为高估(估值溢价>10%);商贸零售、房地产以及计算机估值合理、略有溢价;其他行业普遍处于合理或低估状态,其中又以医药生物行业低估程度最为显著。

图表 14: “PE-G”视角下一级行业估值溢价测算(%)

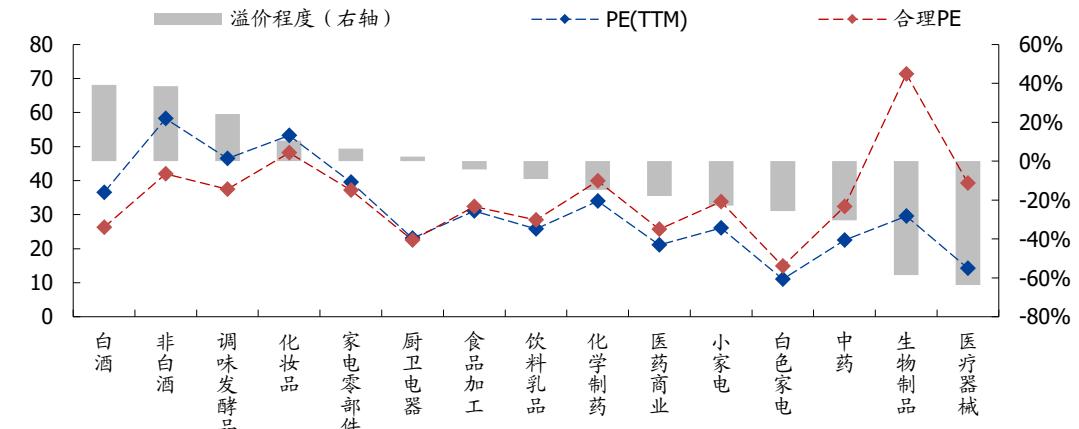


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.1 大消费各行业当前估值状态如何?

对消费核心资产估值状态进行分析：“PE-G”视角下估值较低的行业包括医疗器械、生物制品、中药、白色家电、小家电、医药商业、化学制药;估值合理的行业包括家电零部件、厨卫电器、食品加工、饮料乳品;相对高估的行业包括白酒、非白酒、调味发酵品、化妆品。

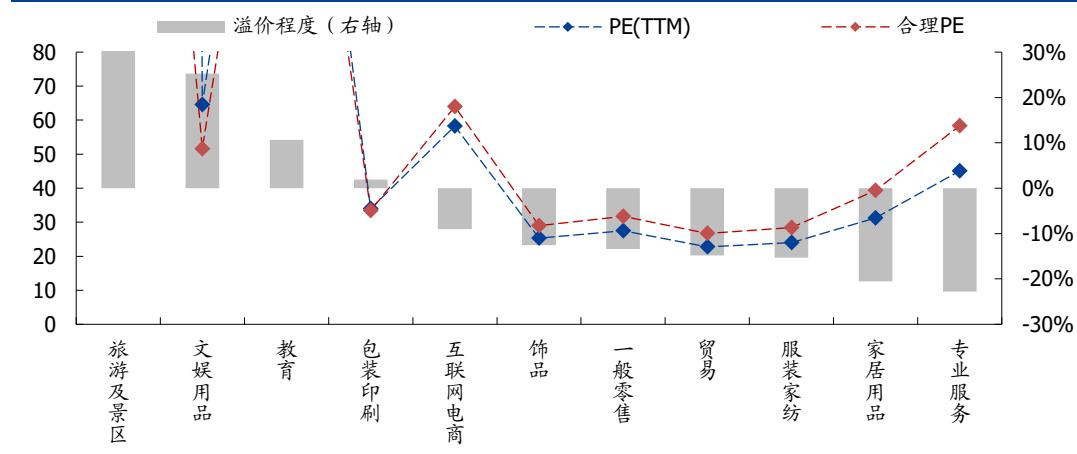
图表 15: “PE-G”视角下消费核心资产估值溢价测算(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

对其他消费行业估值状态进行分析：“PE-G”视角下估值较低的行业包括专业服务、家居用品、服装家纺、贸易、一般零售、饰品；估值合理的行业包括包装印刷、互联网电商；相对高估的行业包括旅游及景区、文娱用品、教育。

图表 16: “PE-G”视角下其他消费行业估值溢价测算(%)

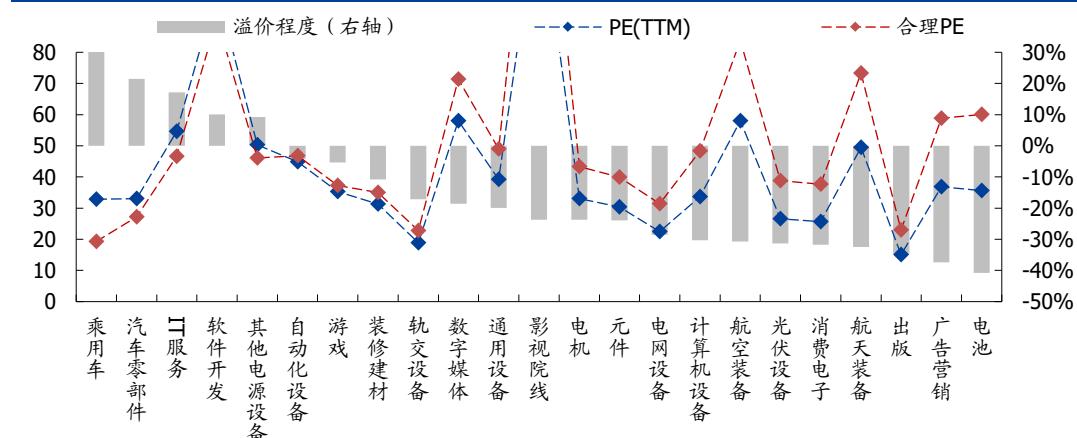


资料来源：wind, 国盛证券研究所

3.2 科技与制造业当前估值状态如何？

对科技与制造业估值状态进行分析，“PE-G”视角下估值较低的行业包括电池、广告营销、出版、航天装备、消费电子、光伏设备、航空装备、计算机设备、电网设备、元件、电机、影视院线、通用设备、数字媒体、轨交设备、装修建材，估值合理的行业包括其他电源、自动化设备、游戏，相对高估的行业包括乘用车、汽车零部件、IT 服务、软件开发。

图表 17: “PE-G”视角下科技与制造业估值溢价测算(%)

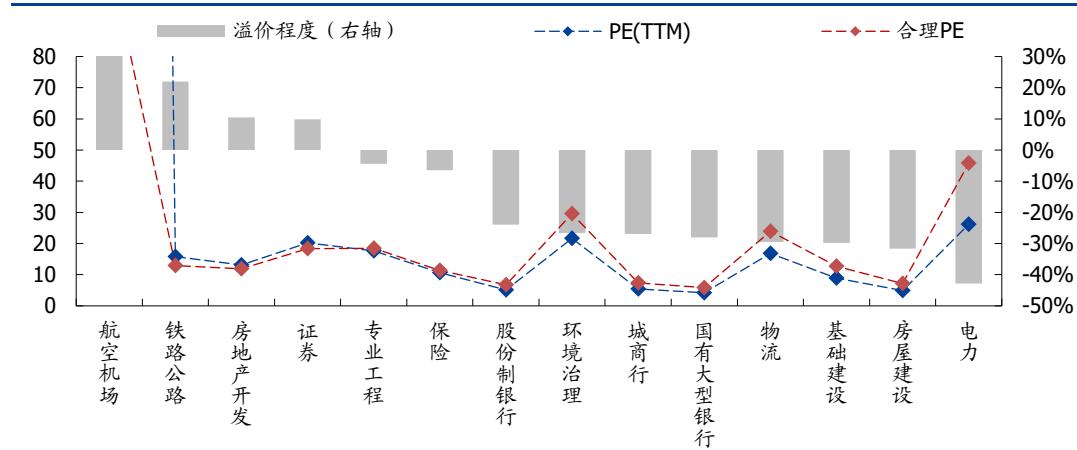


资料来源：wind, 国盛证券研究所

3.3 其他行业当前估值状态如何?

对其他行业估值状态进行分析, “PE-G” 视角下估值较低的行业包括电力、房屋建设、基础设施、物流、国有大型银行、城商行、环境治理、股份制银行, 估值合理的行业包括证券、专业工程、保险, 相对高估的行业包括航空机场、铁路公路、房地产开发。

图表 18: “PE-G” 视角下其他行业估值溢价测算 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、总结：核心资产修复到了什么水位？

我们在《长赢法则：“PE-G”如何应用于行业比较？》中建立起“PE-G”行业比较框架，结论指向“估值与业绩匹配”在中长期视角下的有效性。

相应地，考虑估值与业绩匹配，我们就能够基于行业景气倒推行业合理估值并测算其估值溢价。在此基础上，本文对以下问题进行了探讨：熊牛转换后估值溢价如何演绎？当前核心资产修复到了什么水位？

4.1 “PE-G” 如何应用于行业比较？

1、周期性与高波动行业不适用于“**PE-G**”框架，周期性行业主要指向上游资源（石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、基础化工）以及猪周期主导下的农林牧渔行业，2010年至今的数据分析指向的高波动行业包括机械设备、通信、传媒和交通运输。

2、我们将 PE (TTM) 与 g (FY1)、g (FY2) 分别结合得到 PE/(1+g) 指标，分析显示基于上述指标构建的 **PE-G** 匹配行业组合表现优秀：FY1 与 FY2 维度下组合超额收益率分别为 4.57% 与 4.85%，超额最大回撤分别为 -11.87% 与 -11.23%。

4.2 从熊到牛，行业估值溢价如何演绎？

1、考虑行业估值与业绩的匹配，我们能够基于行业当前景气倒推其对应合理估值水平。以 FY1 维度为例：

$$\text{合理}PE = \overline{PE}/(1 + g_{FY1}) \times (1 + g_{FY1})$$

进一步地，我们将测算出的合理估值与行业当前的实际估值水平 PE (TTM) 进行对比，从而在“**PE-G**”视角下对行业当前的估值状态进行判断。

2、我们从高低估行业分布的视角对熊转牛后第一波行情进行回顾，三次熊牛切换均表现出如下特征：低估行业占比在大底时点上处于高位，并在熊转牛后第一波行情期间快速回落，对应低估行业在这一阶段快速修复至合理甚至高估水平。

3、当前低估行业占比仍然较高、边际回落较少，反映低估行业的修复程度仍然较弱、后续仍有改善空间，2022 年熊牛转换至今第一波行情也可能尚未结束、后续或有反复，医药生物、银行、国防军工、非银金融以及建筑材料或有较大修复空间。

4.3 当前核心资产修复到了什么水位？

1、对一级行业估值状态进行分析：“**PE-G**”视角下汽车、食品饮料较为高估（估值溢价 > 10%）；商贸零售、房地产以及计算机估值合理、略有溢价；其他行业普遍处于合理或低估状态，其中又以医药生物行业低估程度最为显著。

2、消费核心资产中，“**PE-G**”视角下估值较低的行业包括医疗器械、生物制品、中药、白色家电、小家电、医药商业、化学制药；估值合理的行业包括家电零部件、厨卫电器、食品加工、饮料乳品；相对高估的行业包括白酒、非白酒、调味发酵品、化妆品。

3、科技与制造业中，估值较低的行业包括电池、广告营销、出版、航天装备、消费电子、光伏设备、航空装备、计算机设备、电网设备、元件、电机、影视院线、通用设备、数字媒体、轨交设备、装修建材，估值合理的行业包括其他电源、自动化设备、游戏，相对高估的行业包括乘用车、汽车零部件、IT 服务、软件开发。

风险提示

1、国内宏观经济政策超预期；2、海外经济与政策波动加剧；3、本文分析基于历史统计，存在历史规律失效的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One561号楼10层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com