



Research and  
Development Center

# “中特估”与“一带一路”行情的对比

2023年5月18日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjitu@cindasc.com

张颖锐 联系人

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# “中特估”与“一带一路”行情的对比

2023年5月18日

## ➤ 核心结论:

**近期中特估概念表现强势。**自去年10月底以来,中特估板块持续上行,且呈现一定的进攻属性。从直接触发因素来看,中特估行情主要受益于国企改革政策、盈利改善、估值修复等三点因素。对比历史行情来看,国企指数曾在2014年下半年至2015年上半年、2016年至2017年跑赢大盘,其中前者对当前“中特估”行情的参考意义较大,因为这两段行情均是由估值因素驱动的

**“一带一路”行情复盘经验总结。**1)“一带一路”指数在2014年下半年至2015年上半年相较大盘产生了较强的超额收益,行情持续时间接近一年,区间涨幅达到182.55%,相对万得全A指数的超额收益超过80pct。2)分阶段来看,“一带一路”行情可以进一步分为三波上涨和两波小调整。三波上涨均伴随着产业政策的催化,且产业政策的落实程度逐渐深化,由顶层设计阶段步入局部落实阶段再到全面落实阶段。3)从细分行业的盈利与估值情况来看,大部分行业的ROE仍处于下降状态,行业的涨幅完全由估值因素推动。

## “中特估”与“一带一路”行情的相似之处。

1)从经济周期与牛熊市视角来看,两段行情均发生在牛市开启后、盈利改善前。对于“一带一路”行情来说,股市在2014年下半年进入全面牛市,而上市公司的盈利增速直到2015年年中才触底回升。对于“中特估”行情来说,股市在2022年10月之后震荡上行,而截至2023Q1,全部A股(非金融两油)的归母净利润同比增速相较2022Q4仍在下行。

2)从估值偏离度视角来看,两段行情启动之前的估值已长期偏低。我们构建了“股价相对ROE的偏离度”指标,计算方法是指数累计净值除以ROE的累计净值。从历史情况来看,每当一个板块的偏离度处于极端水平之后,大概率会出现猛烈的估值回归。典型如,金融、稳定、周期板块的偏离度在2014年6月达到历史较低位置,随后这三个板块的估值在2014年下半年至2015年上半年明显修复,这些风格的偏离度也一度回归到1倍以上。

## 对当下“中特估”行情的判断。

结合三点信息来看,“中特估”行情仍有延续空间。1)截至目前,金融&稳定板块的偏离度仍处于历史低位,长期的估值修复空间仍在。2)从投资时点来看,金融板块的ROE在2023Q1呈现企稳迹象,“中特估”的政策催化仍在,都有利于行情的延续。3)从行情上涨空间来看,2014H2-2015H1“一带一路”行情持续了接近一年,相关板块的偏离度回归到了1倍,相关行业相对万得全A指数的相对估值达到了1倍以上。

**风险因素: 报告基于对历史规律的总结,历史规律在未来可能失效。**

## 目 录

一、近期中特估概念表现强势	5
二、复盘 2014 年至 2015 年“一带一路”行情	10
2.1 “一带一路”行情有三波上涨	10
2.2 代表性行业的超额收益表现	15
2.2.1 建筑装饰产能过剩、ROE 下行，但估值大幅抬升	15
2.2.2 机械设备 ROE 降幅略有放缓，行情由估值驱动	17
2.2.3 交通运输行业实现戴维斯双击，估值贡献更大	20
2.3 “一带一路”行情的特征梳理	22
三、“中特估”与“一带一路”行情的对比	24
3.1 两段行情均发生在牛市开启后、盈利改善前	24
3.2 PB-ROE 视角，股价上涨前估值已长期偏低	26
3.3 对当下“中特估”行情的判断	29
风险因素	29

## 表 目 录

表 1: 2015 年至今，国企改革相关政策频出	6
表 2: 2019 年至今，央企考核指标经历多次变化	7
表 3: 2013 年至 2015 年，“一带一路”相关政策	10
表 4: 2014H2-2015H2 “一带一路”主题相关行业主要由估值推动行情向上	23
表 5: 2014H2-2015H1 “一带一路”行情对应的背景	23

## 图 目 录

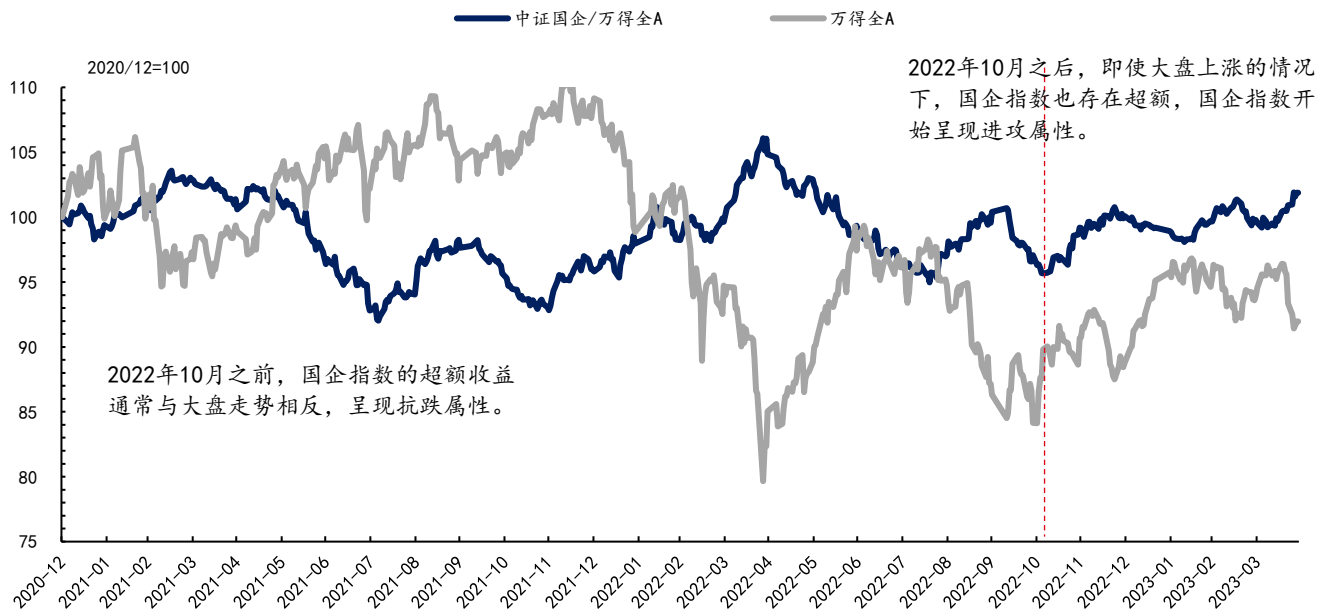
图 1: 2022 年 10 月以来，国企指数开始呈现进攻属性	5
图 2: 2018 年之后，国有企业上市公司净利润增速开始好于民营企业	8
图 3: 万得全 A 指数与国企指数的市净率对比	8
图 4: 国企指数市净率相较万得全 A 指数市净率的比值	8
图 5: 市值在 400 亿以上的国央企 PB-ROE 图表	9
图 6: 市值在 400 亿以上的民营企业 PB-ROE 图表	9
图 7: 国企指数在 2014 年下半年以及今年的跑赢均是由估值推动的	9
图 8: 2014H2-2015H1 “一带一路”指数的超额收益及关键事件	10
图 9: 2013 年“上海自贸区”主题行情（单位：%）	11
图 10: 2014H2-2015H1 “一带一路”的超额收益行情可进一步划分为五个阶段	12
图 11: 2014 年之后货币政策转松，国债利率大幅下降	13
图 12: 2014 年 8 月至 11 月融资余额占流通市值的比例开始抬升	13
图 13: 2014 年 11 月，超预期降息之后，股债均大涨	14
图 14: 2014 年 11 月至 2015 年 2 月，杠杆资金占流通市值的比例快速提升	14
图 15: 建筑装饰、机械设备和交通运输权重占比高（单位：%）	15
图 16: 二级行业中基建和航运轨交的权重占比居前（单位：%）	15
图 17: 建筑装饰行业收入增速在 2013 年后呈现下降趋势（单位：亿元，%）	16
图 18: “四万亿”刺激周期结束后，投资增速持续下滑（单位：%）	16
图 19: 基建投资增速在 2009-2012 年经历大幅度的下滑，2012 年后迅速回升（单位：%）	16
图 20: 基建行业基本面数据在 2012 年开始扭转，行业景气度回升（单位：%）	16
图 21: 建筑装饰行业在本轮行情中取得高超额收益（单位：%）	17
图 22: 建筑装饰行业超额收益受估值向上驱动（单位：点，%）	17
图 23: 建筑装饰行业在第一轮行情中相对估值大幅上涨（单位：倍）	17
图 24: 2008-2021 年机械设备进出口情况（单位：亿美元，%）	17
图 25: 2006 年以来挖掘机销量及同比增速（单位：万台，%）	19
图 26: 2006 年以来装载机销量及同比增速（单位：万台，%）	19
图 27: 机械设备行业在本轮行情中取得超额收益（单位：倍，点）	19
图 28: 机械设备行业超额收益受估值向上驱动（单位：倍，%）	19
图 29: 机械设备行业在第一轮行情中相对估值取得一定涨幅（单位：倍）	20
图 30: 交通运输的固定资产投资增速在 2012-2015 年处于上行阶段（单位：%）	20
图 31: 铁路运输业固定资产投资 2012 年快速上行后保持较稳定增速（单位：亿元，%）	20
图 32: 牛市结束后一级行业全部下跌，交通运输行业相比其他一级行业抗跌（单位：%）	21
图 33: 交通运输行业在本轮行情中取得超额收益（单位：%）	21

图 34: 交通运输行业受估值和业绩共同驱动 (单位: 倍, %)	21
图 35: 交通运输行业在第一轮行情中相对估值取得较大上涨 (单位: 倍)	22
图 36: 2014 年底央行超预期降准	24
图 37: 2015 年之后, 非标遭遇整顿	25
图 38: 上市公司盈利增速直到 2015 年末才明确回升	25
图 39: “一带一路”行情与经济周期的关系	25
图 40: 中特估行情与经济周期的关系	26
图 41: 全 A 两非的净利润增速仍在下行	26
图 42: 沪深 300 指数与 ROE 累计值比较接近	27
图 43: 沪深 300 指数偏离度的历史分位	27
图 44: 消费板块的长期偏离度	27
图 45: 成长板块的长期偏离度	27
图 46: 周期板块的长期偏离度	28
图 47: 稳定板块的长期偏离度	28
图 48: 金融板块的长期偏离度	28
图 49: 各板块的偏离度分位数	28
图 50: 周期板块的市净率与 ROE	28

## 一、近期中特估概念表现强势

自去年 10 月底以来，中特估板块持续上行。1) 具体来看，2022/10/31-2023/4/27，国企指数上涨 14.70%，同期万得全 A 指数收涨 9.29%，中证国企指数相对万得全 A 指数的超额收益为 5.41pct。2) 从国企指数超额收益与万得全 A 指数的对比图来看，2022 年 11 月以来国企指数开始呈现进攻性。具体来看，2020 年至 2022 年 10 月，国企指数的超额收益与大盘走势多数情况下是背离的，换言之呈现抗跌属性。而近期超额收益的走高却发生在大盘走强的时期，这在过去三年以来都是较为少见的。

图 1：2022 年 10 月以来，国企指数开始呈现进攻属性



资料来源：万得，信达证券研发中心

中特估行情主要受益于国企改革政策、盈利改善、估值修复等三点因素。

### 1) 2015 年至今，国企改革相关政策频出

2015 年至今，监管部门已出台多种利好国央企的政策。从政策思路来看，大致可以分为提升国企盈利能力与国企估值体系重塑两类。

提升国企盈利能力方面，2015 年国务院颁布的《关于深化国有企业改革的指导意见》是新时期指导和推进中国国企改革的纲领性文件。此后国企改革经历了顶层设计、局部试点、广泛试点、全面落实等阶段。国企改革的具体措施也逐渐丰富，如设立并改进央企绩效考核指标、混改、股权激励等。

国企估值体系重塑方面，2022 年 11 月 21 日易会满主席首次提出“中国特色估值体系”。在此之前，2022 年全年国资委已开始关注上市国企的价值实现问题。在此之后，证监会、上交所、深交所也发布一系列相关文件。

**表 1：2015 年至今，国企改革相关政策频出**

时间	所属部门	会议名称/文件名称	会议内容/文件内容
2015/8/24	国务院	《关于深化国有企业改革的指导意见》	新时期指导和推进中国国企改革的纲领性文件。全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措，其后陆续推出与其相配套的一些政策文件，初步形成“1+N”政策体系。
2019/3/1	国资委	《中央企业负责人经营业绩考核办法》	首次提出央企考核指标，“两利一率”，即利润总额、净利润、资产负债率。
2019/11/10	国资委	《中央企业混合所有制改革操作指引》	指引明确了，中央企业所属各级子企业通过产权转让、增资扩股、首发上市（IPO）、上市公司资产重组等方式，引入非公有资本、集体资本实施混合所有制改革，相关工作参考此次发布的操作指引。
2020/5/30	国资委	《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》	该《指引》系统梳理股权激励计划制定的政策要点，明确提出股权激励业绩考核的导向要求，为央企上市公司实施股权激励提供系统全面的政策辅导和实践指南。
2020/6/30	中央全面深化改革委员会	《国企改革三年行动方案(2020年-2022年)》	一个方向，七大内容，五个发力。 “科改示范行动”纳入工作重点。 落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图。
2021/8/16	国务院国资委	《中央科技型企业实施分红激励工作指引》	推动央企改革薪酬制度，集聚高层次创新人才。
2022/2/18	国务院国资委	《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》	强化上市公司管理，提升上市公司市值和价值创造能力。 要求央企用 5 年时间，整体财务管理水平明显跃上新台阶，用未来 10-15 年时间，绝大多数央企建成一流财务管理体系，一批央企财务管理水平位居世界前列。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	增进上市公司市场认同和价值实现。 2024 年底前要求盘活一批上市平台。 到 2023 年央企上市公司 ESG 专项报告披露“全覆盖”。从四个方面，提出 14 项具体工作举措，涵盖上市公司改革发展的关键环节，提出培育产业链领航企业。
2022/9/26	国资委、上交所	中央企业上市工作座谈会	鼓励央企充分利用科创板平台上市（分拆）。
2022/10/25		二十大	强调深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整。
2022/11/21	证监会/易会满	金融街论坛年会	首次提出“中国特色估值体系”。“要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。
2022/12/2	上交所	《中央企业综合服务三年行动计划》	一是服务推动央企估值回归合理水平。二是服务助推央企进行专业化整合。三是服务完善中国特色现代企业制度。
2023/2/2	证监会	证监会系统工作会议	提出逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。

资料来源：信达证券研发中心整理

## 2) 盈利方面，多方政策促进国企盈利能力改善。

促进国有企业盈利能力改善的政策主要有二。1) 通过混改、股权激励、分红激励等提升国有企业生产经营活力。国资委在 2019 年至 2021 年相继发布《中央企业混合所有制改革操作指引》、《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》、《中央科技型企业实施分红激励工作指引》等文件。2) 设定央企财务指标考核体系。2019 年至今，央企财务指标考核体系已出现四次调整。最新的调整结果为，“一利五率”，即利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

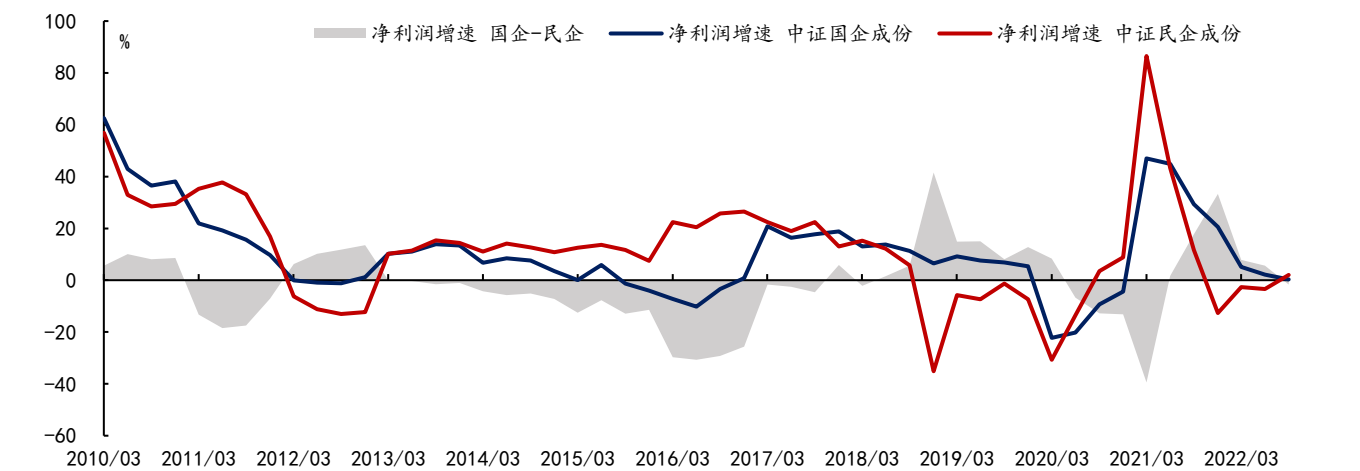
此外，2022 年以后，国资委对上市央企的关注度明显提升。2022 年 2 月，国资委发布《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》，提出强化上市公司管理，提升上市公司市值和价值创造能力。2022 年 5 月，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求增进上市公司市场认同和价值实现，2024 年底前要求盘活一批上市平台。2022 年 9 月，国资委与上交所召开中央企业上市工作座谈会，提出鼓励央企充分利用科创板平台上市（分拆）。

表 2：2019 年至今，央企考核指标经历多次变化

时间	所属部门	会议名称	会议内容
2019/12/24	国资委	2019 年中央企业负责人会议	央企考核指标调整为“两利三率”，在企业净利润、利润总额、资产负债率的基础上，增加营收利润率、研发经费投入强度两个指标。
2020/12/25	国资委	2020 年中央企业负责人会议	央企考核指标调整为“两利四率”，在此前“两利三率”的基础上增加全员劳动生产率指标。
2021/12/18	国务院国资委	2021 年中央企业负责人会议	央企考核指标，在“两利四率”的基础上增加“两增一控三提高”。“两增”即利润总额、净利润的增速要高于国民经济的增速。“一控”即控制好资产负债率。“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	1、“两利四率”调整为“一利五率”。目标为利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。 2、“打造现代产业链链长，开拓新领域、新赛道，壮大战略新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用”。

资料来源：信达证券研发中心整理

国企上市公司与民企上市公司的盈利能力差距正在收窄。从上市公司净利润增速的数据来看，2013 年至 2017 年，国有企业上市公司的净利润增速在多数时间都低于民营企业上市公司的净利润增速，二者的差距一度达到接近 40pct。而进入 2018 年之后，二者的差距明显收窄，国有企业上市公司的净利润增速一度在 2018Q2-2019Q2、2021Q2-2022Q3 超过同期民营企业上市公司。

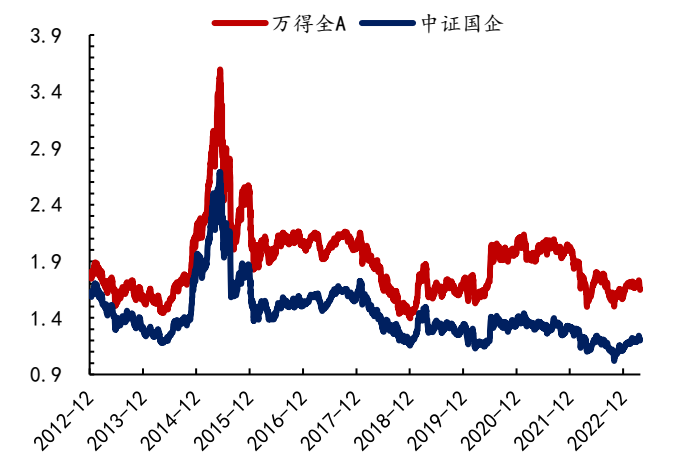
**图 2：2018 年之后，国有企业上市公司净利润增速开始好于民营企业**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 3) 估值方面，国央企上市公司估值长期偏低。

与国企盈利能力边际改善的趋势所背离的是，国企估值在 2018 年之后依然下探。

截至 4/27，中证国企指数的市净率已降至 1.21x，处于过去十年来的 14.70%分位。而同期万得全 A 指数的市净率为 1.65x，处于过去十年来的 25.08%分位。不论是看国央企的市净率相较全部 A 股市净率的比值，还是看国央企的市净率在过去十年中的分位数，国央企的估值都存在较大的修复空间。

**图 3：万得全 A 指数与国企指数的市净率对比**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 4：国企指数市净率相较万得全 A 指数市净率的比值**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

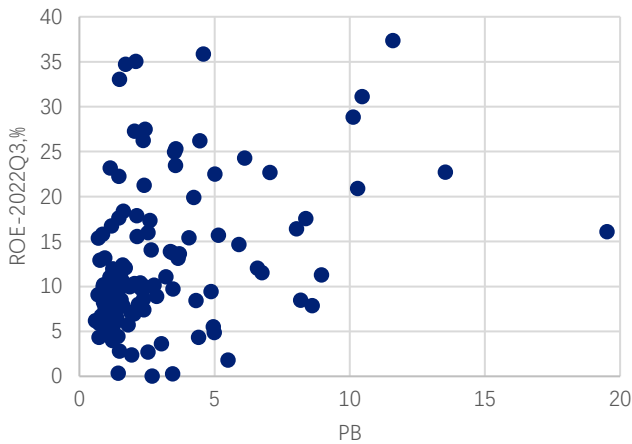
考虑到国企指数的市净率会受到银行、地产行业估值下降的拖累，我们剔除银行、地产行业之后，进一步对比国企、民企个股的估值水平。

以 ROE 在 20%-25%的上市公司为例，国有企业市净率通常在 10x 以内，而民营企业的市净率则为 7x-20x 不等。



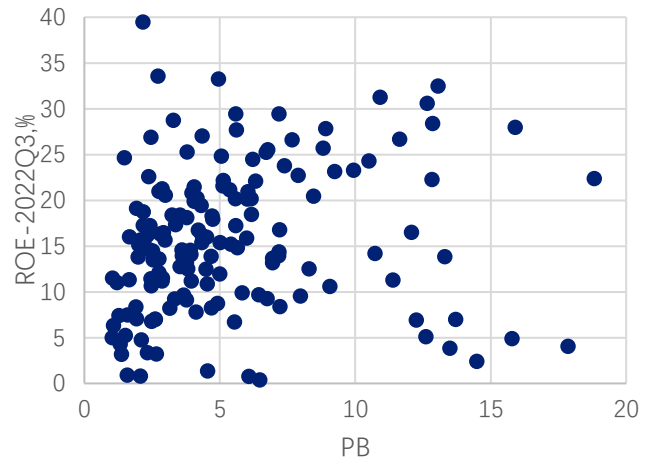
以 ROE 在 5%-10% 的上市公司为例，国有企业市净率通常在 5x 以内，而民营企业的市净率则在 10x 以内。

图 5：市值在 400 亿以上的国央企 PB-ROE 图表



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：市值在 400 亿以上的民营企业 PB-ROE 图表



资料来源：万得，信达证券研发中心

复盘历史情况，2009 年 6 月以来，国企指数曾在 2014 年下半年、2016 年至 2017 年跑赢万得全 A 指数。

结合盈利与估值情况来看，2014 年下半年国企指数的上涨主要由估值推动，2016 年至 2017 年则是主要由盈利推动。对比当下中特估的行情表现，我们认为 2014 年下半年的国企走强行情对当下有较大的参考意义。而 2014 年下半年国企估值抬升行情的触发因素是“一带一路”政策，我们在第二章对当时的“一带一路”行情进行全面复盘。

图 7：国企指数在 2014 年下半年以及今年的跑赢均是由估值推动的



资料来源：万得，信达证券研发中心

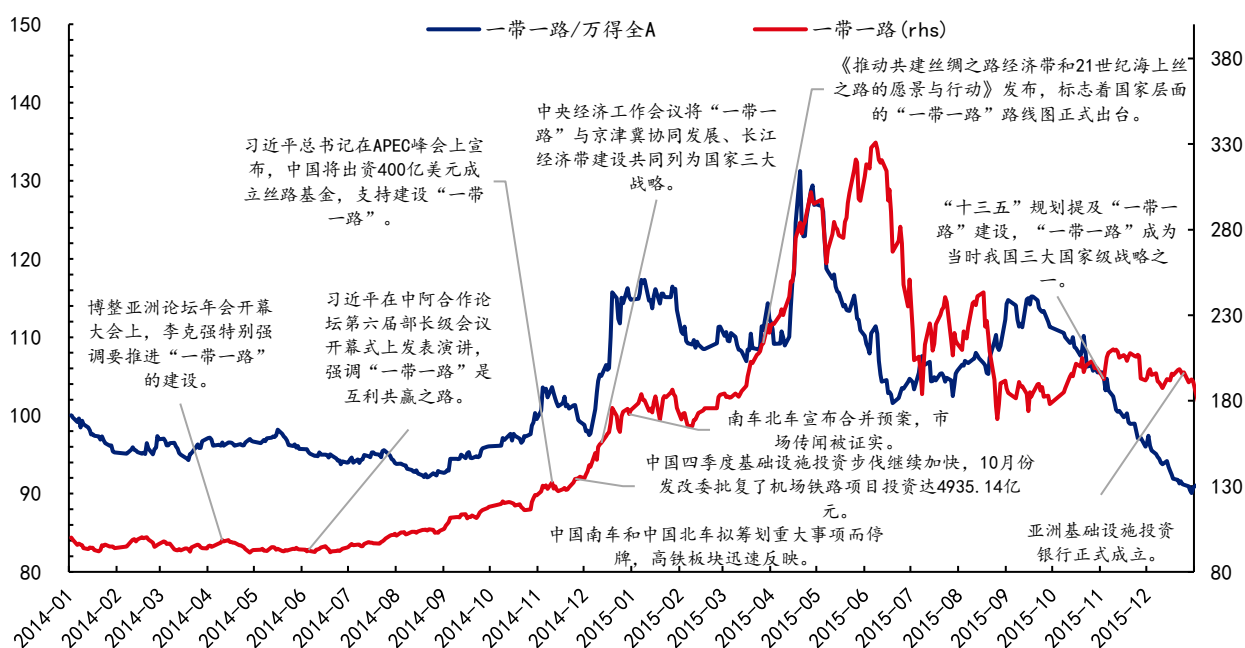
## 二、复盘 2014 年至 2015 年“一带一路”行情

### 2.1 “一带一路”行情有三波上涨

习近平总书记在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的重大倡议，即“一带一路”，得到国际社会高度关注和有关国家积极响应。2014 年 12 月，中央经济工作会议将“一带一路”与京津冀协同发展、长江经济带建设共同列为国家三大战略。

“一带一路”指数在 2014 年下半年至 2015 年上半年产生较强的超额收益。本文使用中证一带一路主题指数（399991.SZ）做复盘。事后来看，“一带一路”的大级别超额收益行情发生于 2014 年 8 月 22 日至 2015 年 4 月 8 日，行情持续时间达到 249 天，区间涨幅达到 182.55%，相对万得全 A 指数的超额收益超过 80pct。

图 8：2014H2-2015H1 “一带一路”指数的超额收益及关键事件



资料来源：万得、人民网、中国政府网等，信达证券研发中心

表 3：2013 年至 2015 年，“一带一路”相关政策

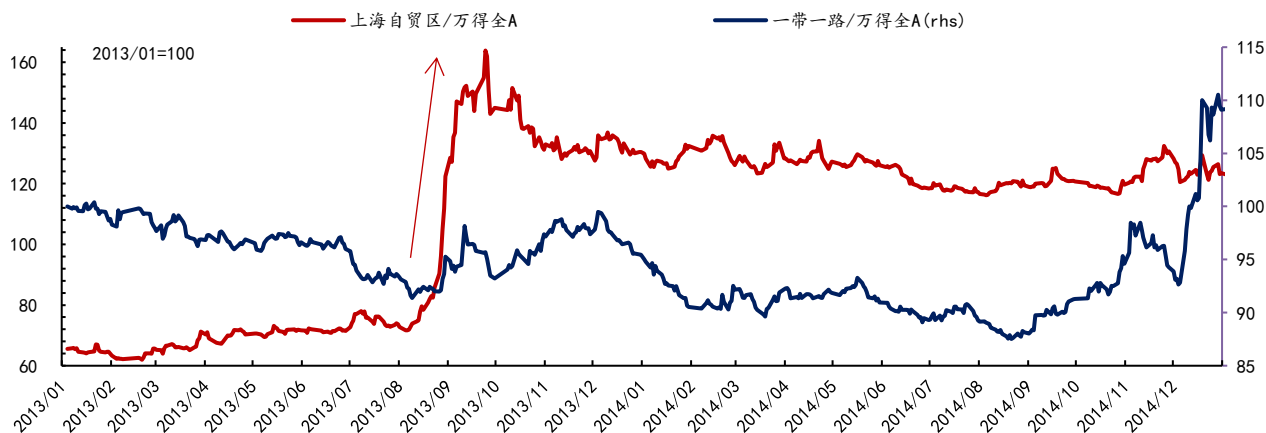
时间	重要事件	政策阶段
2013/9/7	习近平总书记在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的重大倡议，得到国际社会高度关注和有关国家积极响应。	顶层设计
2013/11/15	“一带一路”战略写入三中全会《决定》，正式上升为国家战略。	顶层设计
2014/4/10	博鳌亚洲论坛年会开幕大会上，李克强特别强调要推进“一带一路”的建设。	顶层设计
2014/6/5	习近平在中阿合作论坛第六届部长级会议开幕式上发表演讲，强调“一带一路”是互利共赢之路。	顶层设计
2014/10/27	中国南车和中国北车拟筹划重大事项而停牌，高铁板块迅速反映。	局部试点（相关国企重组）

2014/11/9	习近平总书记在 APEC 峰会上宣布，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，支持建设“一带一路”。	全面落实（资金支持）
2014/12/12	中央经济工作会议将“一带一路”与京津冀协同发展、长江经济带建设共同列为国家三大战略。	顶层设计
2014/12/30	南车北车宣布合并预案，市场传闻被证实。	局部试点（相关国企重组）
2015/3/28	国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，标志着国家层面的“一带一路”路线图正式出台。	全面落实（路线规划）
2015/11/3	“十三五”规划提及“一带一路”建设，“一带一路”成为当时我国三大国家级战略之一。	顶层设计
2015/12/25	亚洲基础设施投资银行正式成立。	全面落实（资金支持）
2016/3/13	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》将“一带一路”列入“十三五”时期主要目标任务和重大举措部分。	顶层设计
2016/12/5	中央全面深化改革领导小组第三十次会议指出，软力量是“一带一路”建设的重要助推器。	顶层设计
2017/1/17	习近平出席世界经济论坛 2017 年年会开幕式并发表主旨演讲，强调要坚定不移推进经济全球化，引导好经济全球化走向，打造世界经济增长、合作、治理、发展新模式，宣布中国将在北京举办“一带一路”国际合作高峰论坛。	全面落实（召开合作论坛）
2017/1/20	新疆政府在 2017 年《政府工作报告》中提出：基础设施建设是制约新疆经济社会发展最大短板，也是最大潜力。加强基础设施建设，充分发挥投资对经济增长的关键性带动作用，力争实现全社会固定资产投资 15000 亿元以上。	全面落实（资金支持）
2017/5/14	中国发起并主办第一届“一带一路”国际合作高峰论坛，这是中国继 2014 年 APEC 峰会、2016 年 G20 峰会之后最重要的一次国际峰会，也是 2017 年最大的政策亮点。	全面落实（召开合作论坛）

资料来源：信达证券研发中心整理

在此之前，“一带一路”指数在 2013 年 8 月至 9 月出现了一次小级别上涨，这段行情主要受益于“上海自贸区”概念的上涨。我们认为这段行情的触发因素有三，1) 稳定类板块的长期估值偏低，估值修复空间很大。2) 2013 年上半年，创业板指领先主板开启上涨，进入下半年之后稳定类风格指数出现补涨。3) 催化剂方面，“上海自贸区”相关政策全面落实。2013 年 8 月国务院批准设立上海自贸区并发布总体方案，9 月上海自贸区挂牌成立。

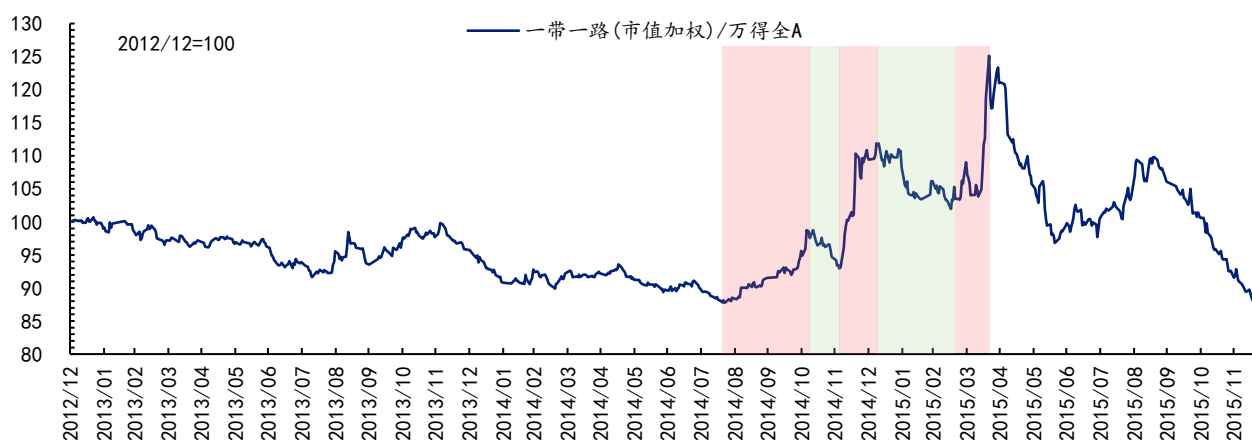
图 9：2013 年“上海自贸区”主题行情



资料来源：万得，信达证券研发中心

分阶段来看，这段时期“一带一路”行情可以进一步分为三波上涨和两波小调整。

图 10：2014H2-2015H1 “一带一路”的超额收益行情可进一步划分为五个阶段



行情阶段	启动时间	结束时间	持续时长	万得全 A 绝对收益	一带一路绝对收益	一带一路相对收益
“一带一路”行情	2014/8/22	2015/4/28	249 天	101.27%	182.55%	81.28%
①	2014/8/22	2014/11/11	81 天	9.96%	22.68%	12.72%
②	2014/11/11	2014/12/5	24 天	15.66%	9.87%	-5.79%
③	2014/12/5	2015/1/16	42 天	8.61%	29.15%	20.54%
④	2015/1/16	2015/3/16	59 天	12.26%	3.35%	-8.91%
⑤	2015/3/16	2015/4/28	43 天	29.80%	57.04%	27.25%

资料来源：万得，信达证券研发中心

### 1) 酝酿期，2014/8/22-2014/11/11，“一带一路”指数产生 10pct 以上的超额收益。

从宏观政策来看，2014 年之后货币政策边际转松。2014 年 3 月 27 日，国务院总理李克强主持召开部分省市经济形势座谈会，强调“促改革调结构惠民生，使经济发展行稳致远”。2014 年 4 月，国务院常务委员会主持召开会议，提出“小规模刺激政策”。货币政策方面，2014 年 4 月至 6 月，出现了两轮定向降准，逆转了市场始于 2013 年的货币政策紧缩预期。

从股市流动性来看，2014 年 8 月之后杠杆资金出现明显的入场迹象。这具体体现为融资余额占流通市值的比例由走平转为走高。

从产业政策来看，这段时期相关政策处于“顶层设计”阶段。我们将“一带一路”相关产业政策划分为顶层设计、局部试点、全面落实三个阶段（详情见表 3）。2013 年 9 月习近平总书记提出“一带一路”重大倡议。2013 年 11 月 15 日，“一带一路”战略被写入三中全会《决定》，正式上升为国家战略。2014 年 4 月 10 日，博鳌亚洲论坛年会开

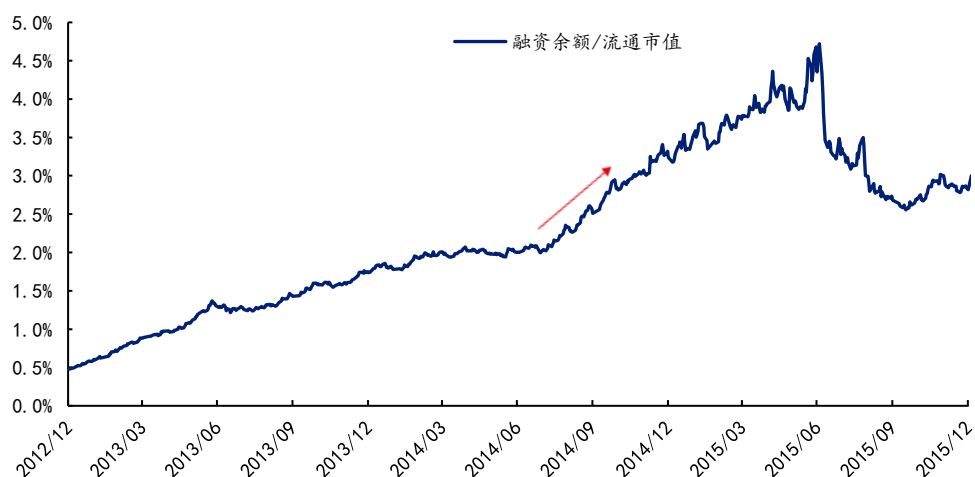
幕大会上，李克强总理特别强调要推进“一带一路”的建设。2014年6月5日，习近平总书记在中阿合作论坛第六届部长级会议开幕式上发表演讲，强调“一带一路”是互利共赢之路。

图 11：2014 年之后货币政策转松，国债利率大幅下降



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 12：2014 年 8 月至 11 月融资余额占流通市值的比例开始抬升

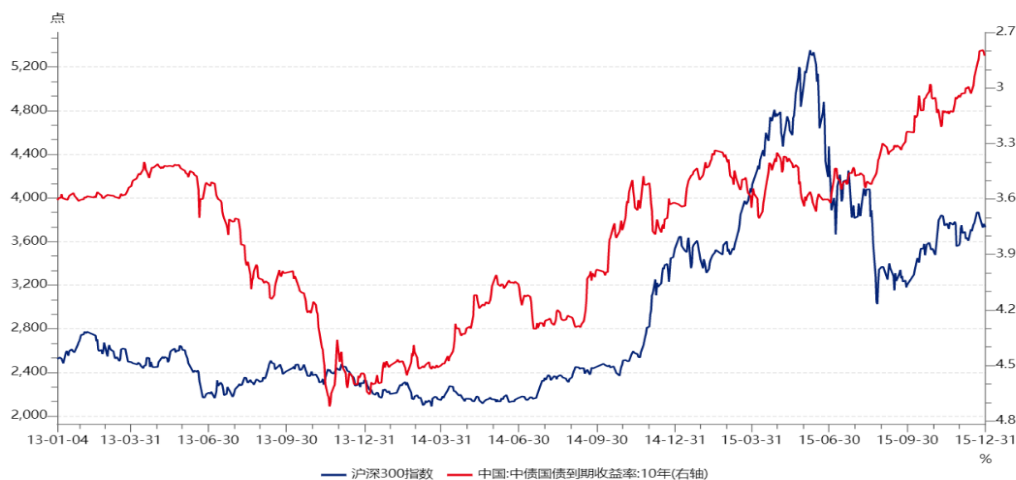


资料来源:万得, 信达证券研发中心

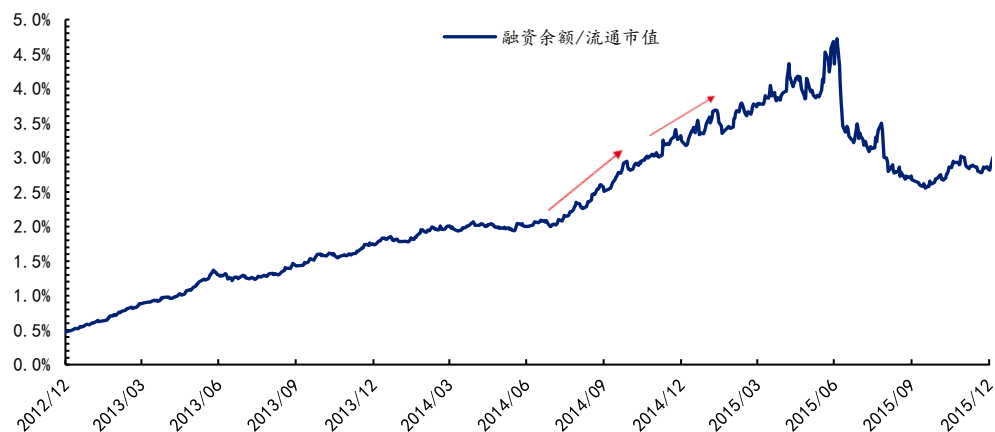
2) 快速上涨期，2014/12/5-2015/1/16，“一带一路”指数产生 20pct 以上的超额收益。

宏观政策方面，2014 年年末超预期降息，引发股债市场均大涨。2014 年 11 月的全面降息是大超市场预期的，股市、债市均出现大涨。2014 年 12 月，中央经济工作会议定调了“以经济建设为中心”，此后央行降准降息的节奏开始加快，截至 2015 年末央行 5 次下调存款准备金率、6 次下调贷款基准利率。

股市流动性方面，2014 年 11 月之后杠杆资金加速入场。

**图 13: 2014 年 11 月, 超预期降息之后, 股债均大涨**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

**图 14: 2014 年 11 月至 2015 年 2 月, 杠杆资金占流通市值的比例快速提升**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

产业政策方面, 南北车合并的传闻被证实, “一带一路”政策进入局部落实阶段。 2014 年 10 月 27 日, 中国南车和中国北车拟筹划重大事项而停牌。2014 年 12 月 30 日, 南车北车宣布合并预案, 市场传闻被证实。此外, “一带一路”相关产业政策开始步入全面落实阶段, 2014 年 11 月 9 日, 习近平总书记在 APEC 峰会上宣布, 中国将出资 400 亿美元成立丝路基金, 支持建设“一带一路”。2014 年 12 月 12 日举办的中央经济工作会议将“一带一路”与京津冀协同发展、长江经济带建设共同列为国家三大战略。

**3) 快速上涨期, 2015/3/16-2015/4/28, “一带一路”指数产生 20pct 以上的超额收益。**

股市流动性方面, 杠杆资金延续入场, 但融资余额占流通市值的比例的抬升斜率放缓。

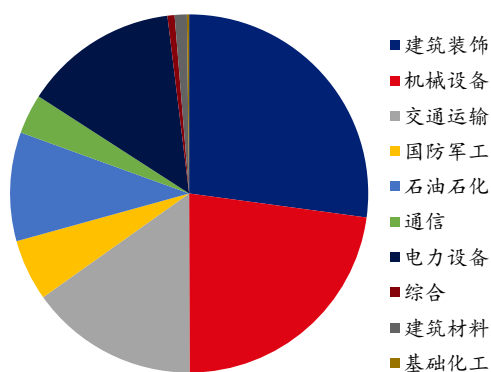
产业政策方面, “一带一路”路线图正式出台, 政策进入全面落实阶段。 2015 年 3 月 28 日, 国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 这标志着国家层面的“一带一路”路线图正式出台。

## 2.2 代表性行业的超额收益表现

从“一带一路”指数的行业构成来看，建筑装饰、机械设备、交通运输、电力设备的权重较高，这三个行业的权重分别为 27.10%、22.82%和 15.20%，合计达到 65.2%。落实到二级行业成分上，基础建设、航运港口和轨交设备的权重较高，分别为 17.36%、14.22%和 11.57%。

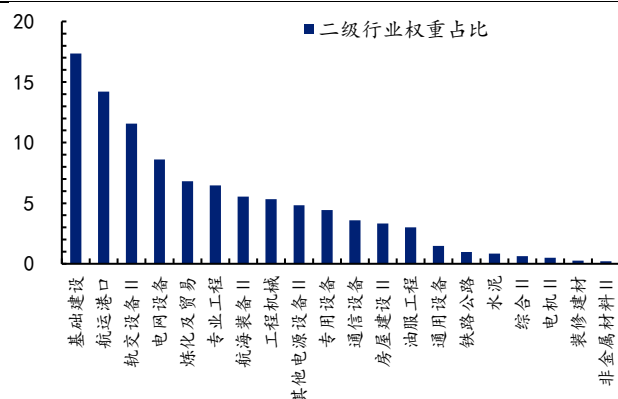
这主要源于“一带一路”合作重点在“五通”，即政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通以及民心相通。其中贸易畅通是核心，因为预计未来各国双边贸易额的扩大将是“一带一路”最直接能够看得见的成果。然而，要扩大贸易就要先搞基建做到互联互通，换言之，基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，基础设施建设的重点将集中在交通基础设施、能源基础设施、通信干线网络建设等三个方面。

图 15：建筑装饰、机械设备和交通运输权重占比高（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2014/6/1

图 16：二级行业中基建和航运轨交的权重占比居前（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2014/6/1

下文中，我们对一带一路指数权重占比前三的行业，即建筑装饰、机械设备和交通运输行业的行情特征进行全面梳理，如行业超额收益行情的启动、发生和结束的过程，以及行情的驱动因素。

### 2.2.1 建筑装饰产能过剩、ROE 下行，但估值大幅抬升

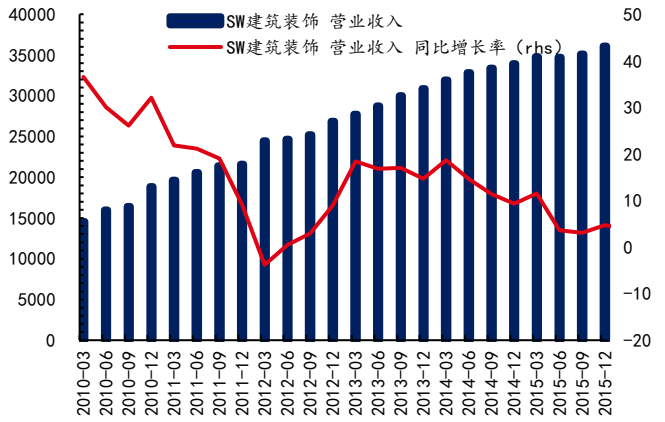
自 2013 年习近平总书记提出共建“一带一路”倡议以来，我国把“设施联通”作为重要方向，基础设施建设推动沿线国家的经济社会发展和民生改善。同时，建筑装饰行业也抓住机遇，在行业出现增速放缓、竞争加剧乃至产能过剩的形势下，国内越来越多的建筑装饰企业把目光投向以“一带一路”沿线国家为主的海外市场。

建筑装饰行业取得超额收益的时间区间与一带一路主题取得超额收益的时间区间基本一致，这期间建筑装饰行业的区间涨跌幅为 246.67%，相对万得全 A 的超额收益为 105.36pct。2014 年 12 月底至 2015 年 3 月中旬为建筑装饰行业的调整期，持续时间 73 天，相对万得全 A 的超额收益为-8.16pct。

本轮行情启动前，建筑装饰行业估值自 2010 年 Q4 持续回落，至 2014 年 Q2 时已处于 2010 年以来的最低水平；而同期 ROE 变化则表现为先降后升。建筑装饰行业 ROE 先降后升所对应的产业背景是，2011 年后四万亿刺激计划进入，前值过高且基建内需逐渐缩小，基建投资累计增速放缓，行业增速明显放缓，ROE 自 2011 年 Q4 触顶后持续下降；而随着十二五规划部署出台，新项目及投资在之后陆续跟进，基建投资累计增速开始迅速拉升，行业景气度向上，建筑装饰行业的 ROE 也自 2013 年 Q1 至 2013 年 Q4 快速上涨，

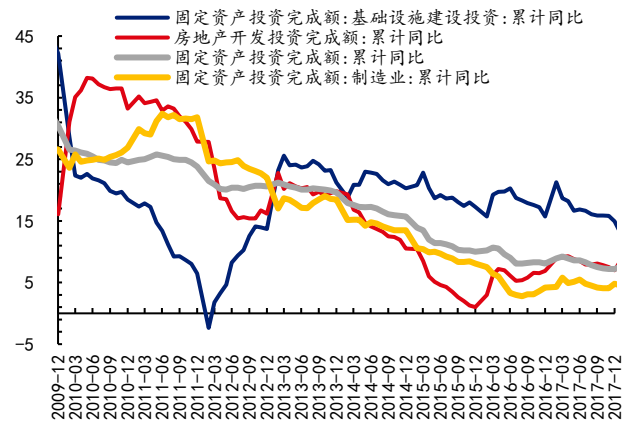
截至 2014 年 Q2 时，ROE 已处于 2010 年以来的高位水平。行情启动之前发生的 ROE 先降后升但估值却持续下降，反映市场在四万亿逐渐进入尾声时对基建行业和房地产投资增速的预期边际转弱，对于建筑装饰行业的投资偏谨慎。

图 17：建筑装饰行业收入增速在 2013 年后呈现下降趋势（单位：亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：“四万亿”刺激周期结束后，投资增速持续下滑（单位：%）



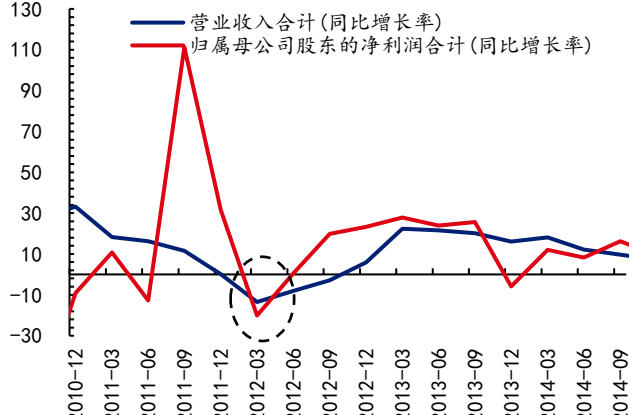
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：基建投资增速在 2009-2012 年经历大幅度的下滑，2012 年后迅速回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：基建行业基本面数据在 2012 年开始扭转，行业景气度回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

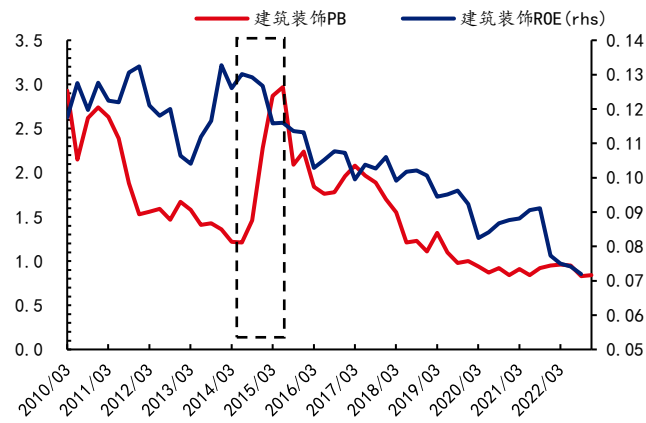
在本轮行情中，建筑装饰行业作为价值属性的低估值板块，同时伴有前期的业绩支撑，在 2013-2015 年牛市中后段获得资本的青睐，同时“一带一路”政策利好以及国内基建和房地产景气度向上，高市场预期推升建筑装饰行业估值一路向上，由 2014 年 Q2 的 1.21 倍上升至 2015 年 Q2 的 2.97 倍，一年内估值翻倍。

基建投资增速保持高位，提振建筑装饰行业的上行行情，但建筑装饰行业经营需要周期，基建投资增加-企业签约订单-营收增速上升，这一系列过程可能存在一定时滞效应。受前期基建投资累计增速放缓影响，建筑装饰行业在 2014 年营收表现并不稳定，在这期间建筑装饰的 ROE 则持续向下，由 2014 年 Q3 的 13% 下降至 2015 年 Q1 的 11.58%，而后 ROE 的降幅逐渐缩小。因此，本轮建筑装饰行业超额收益主要是由高预期推动的估值驱动。



**图 21：建筑装饰行业在本轮行情中取得高超额收益（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 22：建筑装饰行业超额收益受估值向上驱动（单位：倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

为防止市场指数波动的影响，本文进一步用行业市净率与万得全 A 市净率的比值作为相对估值对建筑装饰行业的驱动因素进行分析。本轮行情开启时，即 2014 年 5 月 30 日，建筑装饰行业相对估值为 0.81 点，位于 2005 年以来的较低水平；本轮行情结束前，即 2015 年 5 月 4 日，建筑装饰行业相对估值为 1.09 点，达到 2005 年以来的较高水平，仅次于 2008 年 5 月时的水平。

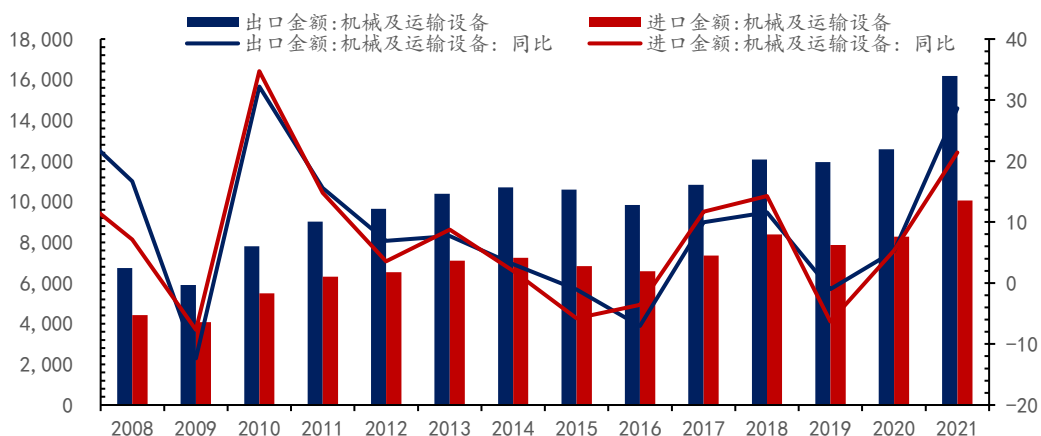
**图 23：建筑装饰行业在第一轮行情中相对估值大幅上涨（单位：倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 2.2.2 机械设备 ROE 降幅略有放缓，行情由估值驱动

除基础设施投资外，沿线国家加强产业投资与合作，特别是深化装备制造业的投资与合作，是各国推进工业化进程的需要，是促进沿线各个国家社会经济深度融合的重要路径，是“一带一路”战略建设的重点领域。随着我国工程机械产品核心竞争力的持续提高，国际化竞争力的提升，行业企业走出去的愿望和实力也在不断的增强。

**图 24：2008-2021 年机械设备进出口情况（单位：亿美元，%）**



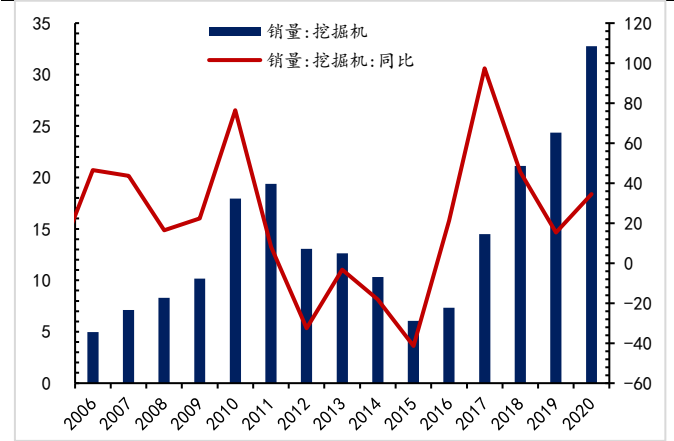
资料来源：万得，信达证券研发中心

机械设备行业取得超额收益的时间区间与主题行情有差别，行情启动时间较主题行情晚，为2015年1月；结束时间也较主题行情晚，为2015年6月。机械设备行业行情持续时间144天，较主题行情的249天减少了接近一半。自2015年1月5日至2015年5月29日，机械设备行业的区间涨跌幅为107.95%，相对万得全A的超额收益为31.82pct。

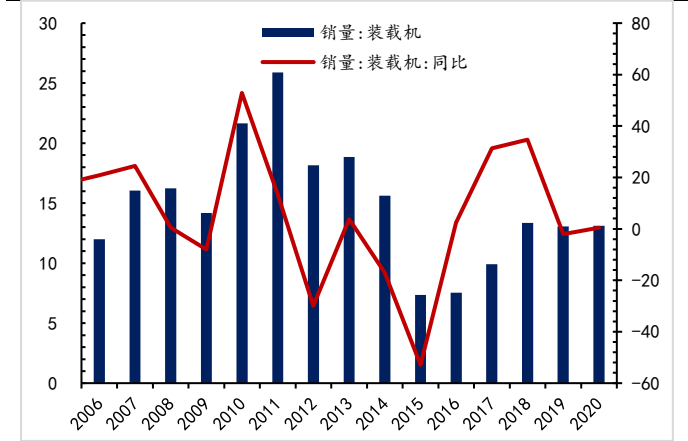
机械设备行情并没有随大盘股上升而表现强势，而是在2013-2015年牛市后端开启，此时市场风格由价值切换为成长，市场偏好成长属性，前期周期和稳定风格行业的高景气度也赋予当时低估值、低景气度同时较低涨幅的机械设备行业以高成长预期。

机械设备行业在行情区间处于经济衰退期，不过同期股市微观流动性较好驱动行业估值抬升，表现出短期的行情。本轮行情启动时，机械设备行业估值处于2010年以来的中位水平。受行业景气度下降和业绩拖累，机械设备行业估值自2011年Q1开始快速下降，至2013年Q2触底。2013年Q3-Q4的ROE连续两个季度回升，逆转ROE持续大幅下降的趋势，同时受“一带一路”主题以及基建加码等利好政策驱动，估值也随之触底反弹，而后估值处于上升期，截至2014年Q4已反弹超过1倍。

而机械设备的ROE自2011年Q2持续下降，在行情开始之前ROE已经跌至2011年Q1的一半以下，处于2010年以来的最低值，这是因为机械设备行业在行情期间处于衰退过程。2009-2012年“四万亿”投资对机械设备的巨大需求导致全行业的设备销量急剧增加，而2012-2015年“四万亿”投资带动进入尾声以及房地产调控推进，下游需求不足，机械设备销量大幅下滑，产能过剩现象较为突出，行业进入低谷。以挖掘机和装载机销量为例，在2006-2015年10年时间里，挖掘机行业经历了“发展-繁荣-衰退”的周期过程，2006年销量4.59万台，在2011年达到顶峰销量19.39万台后，2012-2015年销量出现持续滑落；装载机行业在2006-2015年同挖掘机行业类似，也经历了同样的周期过程。

**图 25：2006 年以来挖掘机销量及同比增速（单位：万台，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

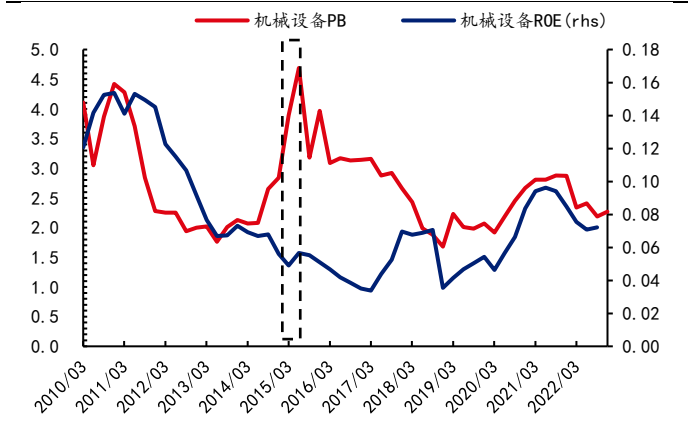
**图 26：2006 年以来装载机销量及同比增速（单位：万台，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

而在机械设备的行情期间，前期周期和稳定风格的高景气驱动受益行业机械设备市场预期向上，估值持续上升，业绩也有取得小幅度回升。机械设备行业估值于 2015 年 Q2 触顶 4.69 倍，较估值底 2013 年 Q2 的 1.76 倍上涨近 2.7 倍，而较行情开始时 2014 年 Q4 的 2.84 倍上涨近 1.7 倍。ROE 则由 2015 年 Q1 的 4.90% 回暖至 2015 年 Q3 的 5.52%，但仍处于 2010 年以来的 ROE 低位水平。因此，与建筑装饰行业类似，本轮机械设备行业超额收益也是由高预期推动的估值驱动。

**图 27：机械设备行业在本轮行情中取得超额收益（单位：倍，点）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 28：机械设备行业超额收益受估值向上驱动（单位：倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

从机械设备的相对估值来看，本轮行情开启时，即 2015 年 1 月 5 日，机械设备行业相对估值为 1.45 点，处于 2010 年以来的中位值水平；本轮行情结束前，即 2015 年 6 月 1 日，机械设备行业相对估值为 1.68 点，是 2005 年以来的最高水平。

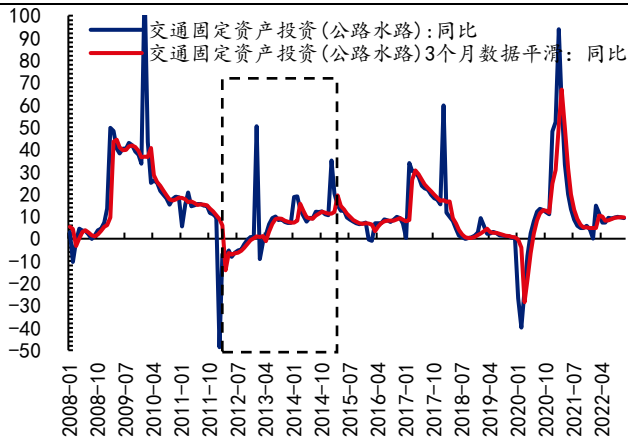
**图 29：机械设备行业在第一轮行情中相对估值取得一定涨幅（单位：倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

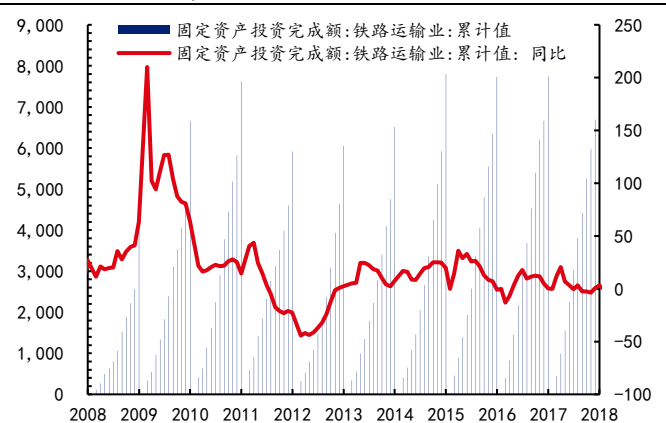
### 2.2.3 交通运输行业实现戴维斯双击，估值贡献更大

交通运输是塑造经济空间格局以及主导经济空间格局演化的重要力量。构建“一带一路”的交通运输体系是“一带一路”战略实施的先决条件和重要基础，是沿线各国设施联通、贸易畅通、民心相通必不可少的纽带和桥梁，更是必须重点突破的优先战略任务。

而在“一带一路”主题提出之前，国家就已经加大对国内交通运输行业的投资建设。2009 年的四万亿投资后交通基础设施建设投资大幅增长；“十二五”期间，国务院印发《交通运输“十二五”发展规划》，对基础设施、运输服务、交通科技与信息化、绿色交通等指标做出了明确的目标；2012 年 3 月国常会讨论通过《“十二五”综合交通运输体系规划》，确定了“五纵五横”为主骨架的综合交通运输网络等一系列建设目标；2013 年 7 月召开的国务院常务会议将“十二五”期间铁路投资从原计划的 2.8 万亿元增加到 3.3 万亿元，全国铁路营业里程由原定规划目标 12 万公里增加到 12.3 万公里。

**图 30：交通运输的固定资产投资增速在 2012-2015 年处于上行阶段（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

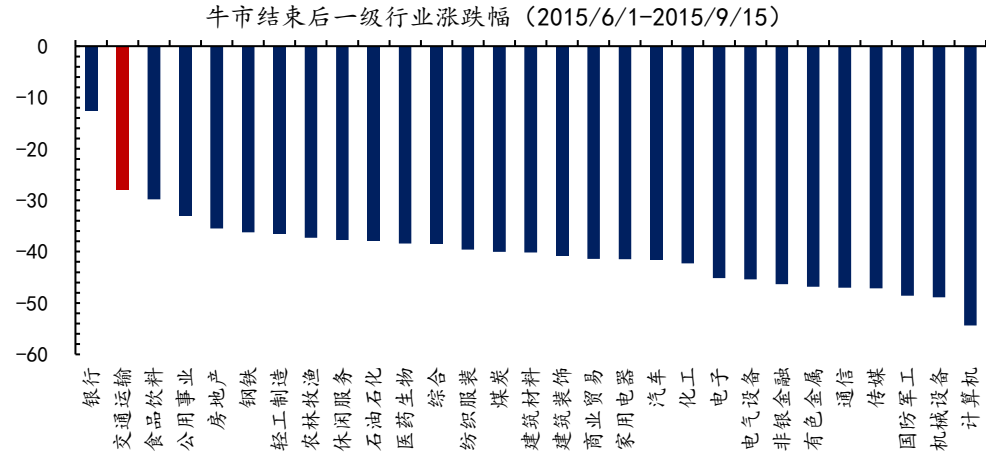
**图 31：铁路运输业固定资产投资 2012 年快速上行后保持较稳定增速（单位：亿元，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

交通运输行业取得超额收益的区间较主题行情延长近 5 个月，结束点为 2015 年 9 月中旬，持续时间为 428 天，交通运输行业的区间涨跌幅为 109.84%，相对万得全 A 的超额收益为 60.59pct。

交通运输行业本轮行情可以再区分为两个阶段，第一阶段为 2014 年 6 月 1 日至 2015 年 6 月 1 日，即主题行情开启至 2013-2015 年牛市结束期间，交通运输行业绝对收益持续向上，但涨幅不如整体 A 股情况，超额收益呈现震荡趋势。第二阶段为 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 9 月 15 日，A 股整体牛市结束后交通运输行业的绝对收益也随之下行，但超额收益却持续上行，反映交通运输行业在市场下行期间的避险作用；牛市结束后市场全面杀估值，交通运输行业凭借业绩支撑，受估值变化的影响也较其他行业而言较小。

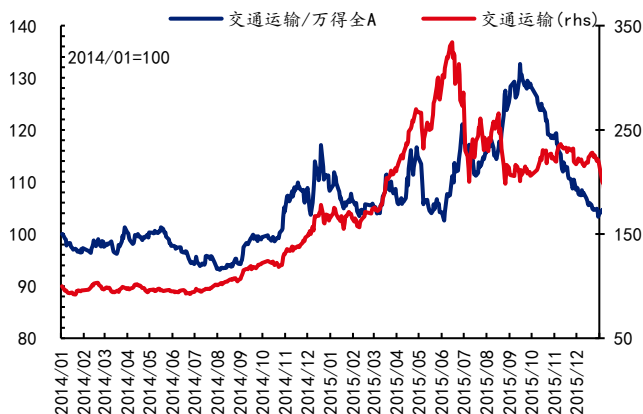
图 32：牛市结束后一级行业全部下跌，交通运输行业相比其他一级行业抗跌（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

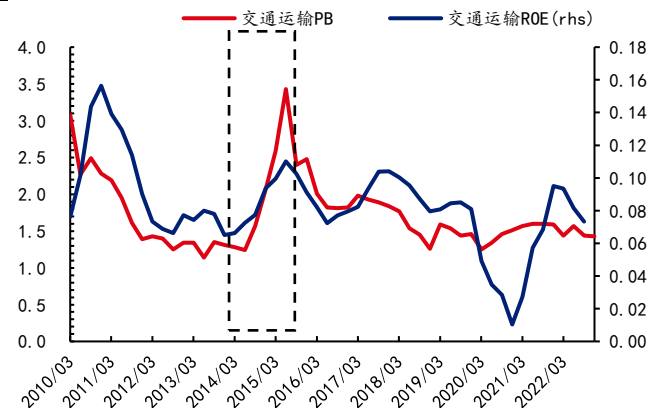
本轮行情启动时，交通运输行业估值自 2011 年 Q4 以来保持在较低水平；而 ROE 经历了 2010 年的快速上涨后，自 2012 年 Q1 以来一直保持稳定水平。2014 年 Q4 期间南车北车的合并事件是驱动“一带一路”主题行情向上的重要推手，同时也是交通运输行业内部的大事件。市场对事件迅速做出反映，2015 年 Q1 交通运输行业的估值为 2.59 倍，较事件发生之前的 2014 年 Q3 的 1.57 倍上升近 1 倍。同时其中也有业绩驱动的作用，在本轮行情期间，交通运输行业的 ROE 持续上涨，给市场更强的估值信心。在本轮行情期间，交通运输行业的估值由 2014 年 Q2 的 1.24 倍上涨至 2015 年 Q2 的 3.43 倍，产生近 3 倍的估值上行；交通运输行业的 ROE 也持续上涨，由 2014 年 Q2 的 7.25% 上涨至 2015 年 Q3 的 10.25%，有近 3 个百分点的业绩提高。综上，本轮交通运输行业超额收益由估值和业绩共同驱动。

图 33：交通运输行业在本轮行情中取得超额收益



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：交通运输行业受估值和业绩共同驱动（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从交通运输行业的相对估值来看，本轮行情开启时，即 2014 年 6 月 1 日，交通运输行业相对估值为 0.85 点，处于 2008 年以来的中等偏低水平；交通运输行业的第一阶段行情结束时，即 2015 年 6 月 1 日，交通运输行业相对估值 1.03 点，不断突破 2007 年以来的新高。

图 35：交通运输行业在第一轮行情中相对估值取得较大上涨（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 2.3 “一带一路”行情的特征梳理

宏观经济方面，“一带一路”主题大幅跑赢时宏观经济仍处于下行期。

微观流动性方面，“一带一路”主题大幅跑赢时股市微观流动性较为充裕。一是，货币政策较为友好。二是，金融监管的导向较为宽松。三是，个人投资者入场热情较高，融资余额占流通市值的比例不断提升。

行情持续性方面，“一带一路”主题在 2014 年下半年至 2015 年上半年的超额收益有三段上涨。酝酿期超额收益的上涨斜率较低，超额收益行情持续了接近 3 个月；此后，超额收益行情的上涨斜率扩大，行情通常会持续一个月左右。这期间，“一带一路”行情超额收益回调的时长是一个月左右，回调幅度为 10pct 以内。行情的结束时点距离股市牛转熊的时点差距为一个月。

市场风格方面，“一带一路”主题在 2014 年下半年至 2015 年上半年的超额收益有三段上涨，这三段上涨期间市场的风格特征略有不同。1) 2014/8/22 至 2014/11/11，这段时期市场呈现普涨行情，价值风格和成长风格的表现差异不大。2) 2014/12/5 至 2015/1/16，这段时期市场风格偏向价值。金融和稳定风格的表现领先其他板块，且不同板块的涨跌幅分化程度较大。3) 2015/3/16 至 2015/4/28，市场风格依然是价值占优，但不同风格的涨跌幅分化程度较小。

产业政策方面，“一带一路”主题的三段上涨均与政策催化有关。2014/8/22 至 2014/11/11，政策处于顶层设计阶段。2014/12/5 至 2015/1/16，政策处于局部落实阶段，代表性事件为南北车的合并。2015/3/16 至 2015/4/28，政策进入全面落实阶段。

盈利与估值方面，“一带一路”主题的上涨主要由估值驱动。1) 建筑装饰行业和机械设备行业在本轮行情中由市场高预期带来的高估值推动，而同期业绩并没有亮眼表现。机械设备行业甚至处于行业的衰退期，ROE 持续下滑。2) 而交通运输行业的行情则走出了一波戴维斯双击，估值和业绩共同上升推动行业取得不错的行情，在牛市结束后也有业绩托底具有一定的稳定性。

**表 4：2014H2-2015H2 “一带一路”主题相关行业主要由估值推动行情向上**

行业	绝对收益			超额收益		
	绝对收益	PB 扩张度	估值贡献度	超额收益	PB 扩张度	估值贡献度
建筑装饰	124.32%	110.70%	89.04%	36.23%	42.22%	116.53%
机械设备	76.43%	72.06%	94.29%	16.73%	30.86%	184.48%
交通运输	74.68%	65.13%	87.21%	30.53%	34.95%	114.46%

资料来源：万得，信达证券研发中心

**表 5：2014H2-2015H1 “一带一路”行情对应的背景**

行情阶段	启动时间	结束时间	持续时长	绝对收益	万得全A绝对收益	超额收益	宏观经济	A股流动性	一带一路政策	盈利变化	估值变化	行情驱动因素
“一带一路”行情	2014/8/22	2015/4/28	249天	184.61%	102.54%	82.07%	下行	杠杆资金入市 货币政策“名稳实松” 金融监管导向宽松		下	上	估值
酝酿期	2014/8/22	2014/11/11	81天	23.58%	10.65%	12.92%			顶层设计（国家战略）	下	上	估值
建筑装饰				20.63%	10.65%	9.98%				下	上	估值
机械设备				15.53%	10.65%	4.87%				上	上	估值+盈利
交通运输				26.44%	10.65%	15.79%				上	上	估值+盈利
第一次上涨期				28.29%	7.67%	20.62%				下	上	估值
建筑装饰	2014/12/5	2015/1/16	42天	28.59%	8.62%	19.98%			局部试点（国企重组） 全面落实（资金支持）	下	上	估值
机械设备				8.44%	8.62%	-0.17%				下	上	估值
交通运输				10.99%	8.62%	2.38%				上	上	估值+盈利
第二次上涨期				59.82%	33.62%	26.20%				下	上	估值
建筑装饰	2015/3/16	2015/4/28	43天	67.47%	36.97%	30.50%			全面落实（蓝图规划）	下	上	估值
机械设备				44.78%	36.97%	7.81%				下	上	估值
交通运输				45.03%	36.97%	8.06%				上	上	估值+盈利

资料来源：万得，信达证券研发中心

由于缺少 2014 年“一带一路”主题指数的 ROE 和 PB 数据，阴影部分根据权重占比靠前的行业情况进行估计得到

### 三、“中特估”与“一带一路”行情的对比

#### 3.1 两段行情均发生在牛市开启后、盈利改善前

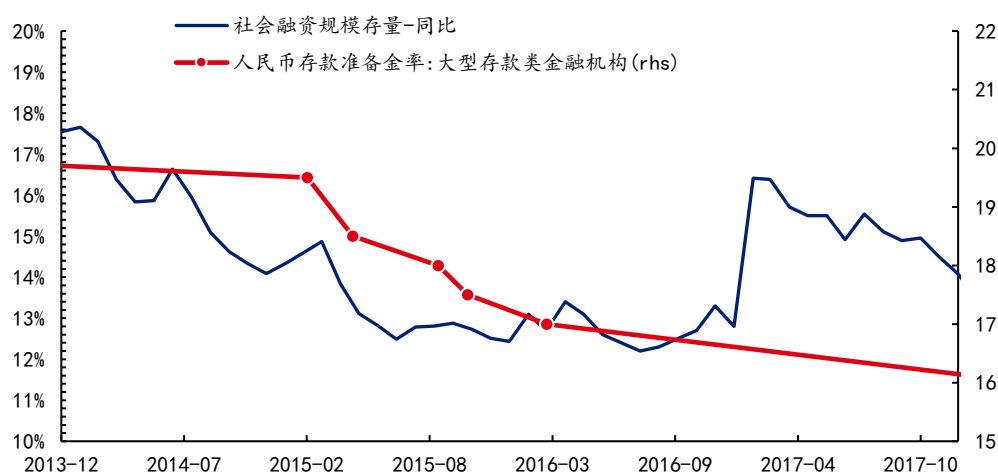
对于“一带一路”行情来说，

1) A 股在 2013 年呈现结构性牛市，在 2014 年下半年进入全面牛市。股市在 2014 年下半年走牛的触发因素是货币政策的超预期转向。

重要会议方面，2014 年 3 月 27 日，国务院总理李克强主持召开部分省市经济形势座谈会，强调“促改革调结构惠民生，使经济发展行稳致远”。2014 年 4 月，国务院常务会议主持召开会议，提出“小规模刺激政策”。

货币政策方面，2014 年 4 月至 6 月，出现了两轮定向降准，逆转了市场始于 2013 年的货币政策紧缩预期。而在中央经济工作会议定调了“以经济建设为中心”之后，2014 年末至 2015 年降准降息的节奏开始加快，央行 5 次下调存款准备金率、6 次下调贷款基准利率。其中，2014 年 11 月的全面降息是大超市场预期的，股市、债市均出现大涨。

图 36：2014 年底央行超预期降准（右轴单位：%）



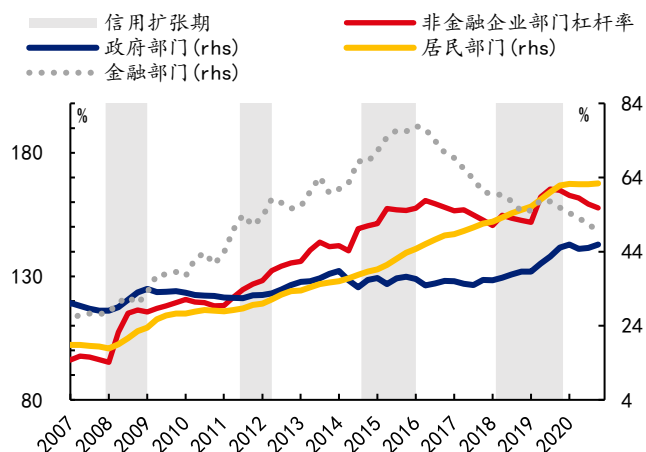
资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 上市公司盈利增速直到 2015 年年中才触底回升。

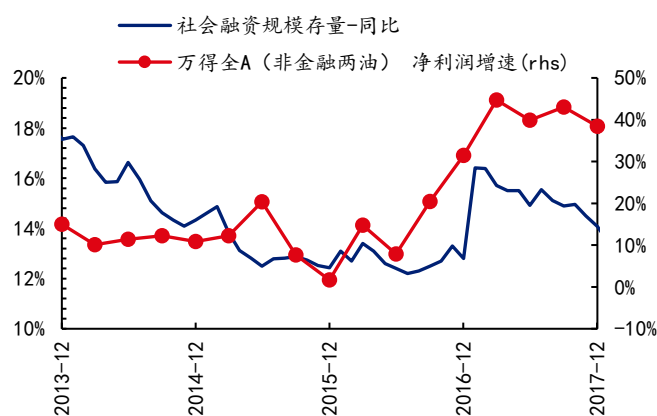
这一轮信用底的出现时间较政策底晚了一年之久，社融存量同比在 2015 年 7 月才明确回升。这一轮信用见底偏慢可能与非标遭受整顿有关（2014 年 5 月，监管机构发布 127 号文，整顿非标）。上市公司盈利增速的回升相较信用底也滞后了半年之久，这一轮经济回升的推力在于地产。2014 年 6 月之后，地产政策边际转松，先后有限购城市解限、房贷利率松绑等利好政策出台。随后三四线居民加杠杆，带动地产去库存。

3) 总结来说，“一带一路”行情发生于牛市启动后、盈利改善前。

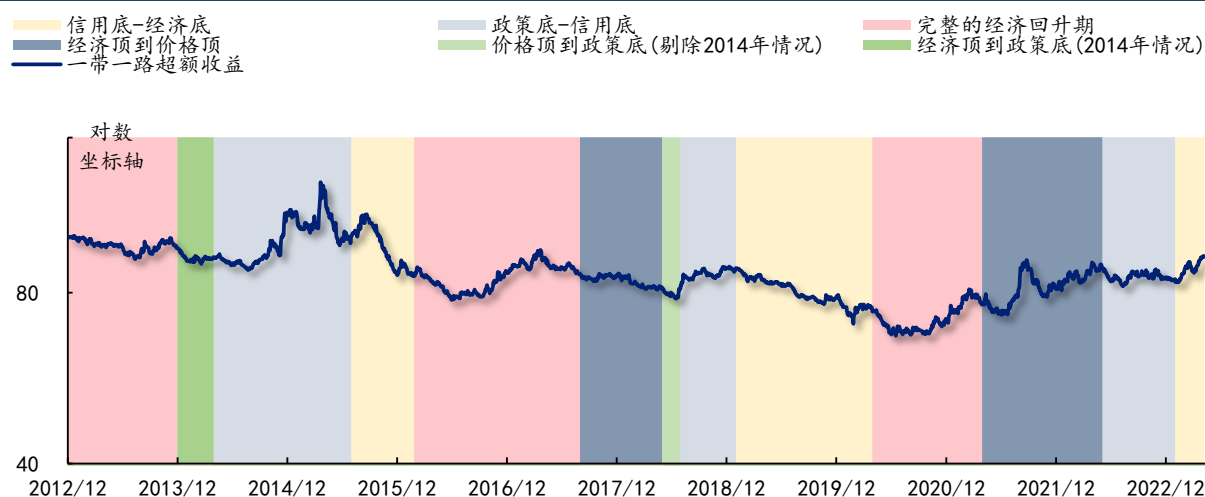


**图 37：2015 年之后，非标遭遇整顿，金融部门杠杆率下降**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 38：上市公司盈利增速直到 2015 年末才明确回升**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 39：“一带一路”行情与经济周期的关系（单位：2012/12=100）**


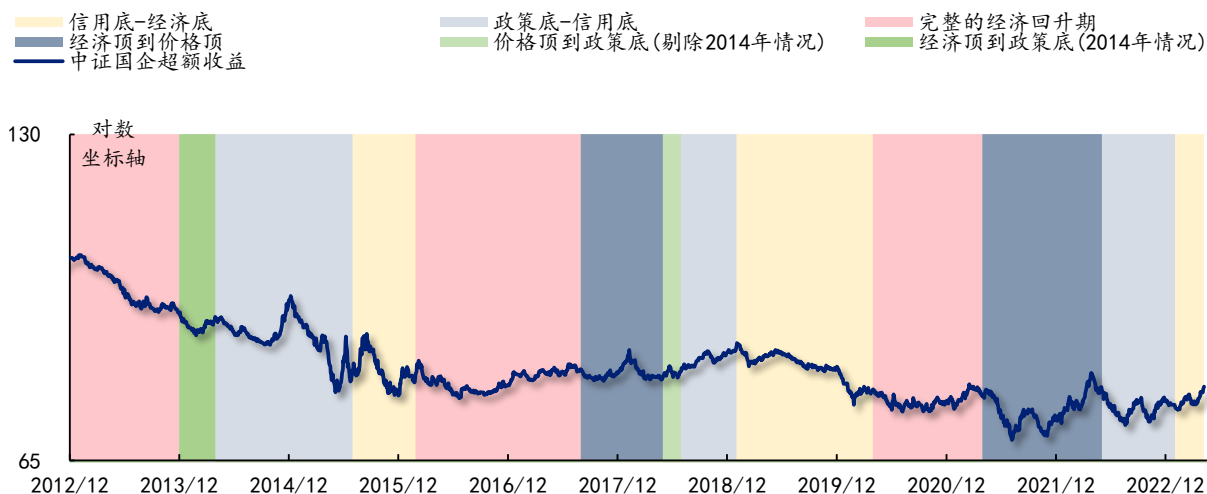
资料来源：万得，信达证券研发中心

对于中特估行情来说，

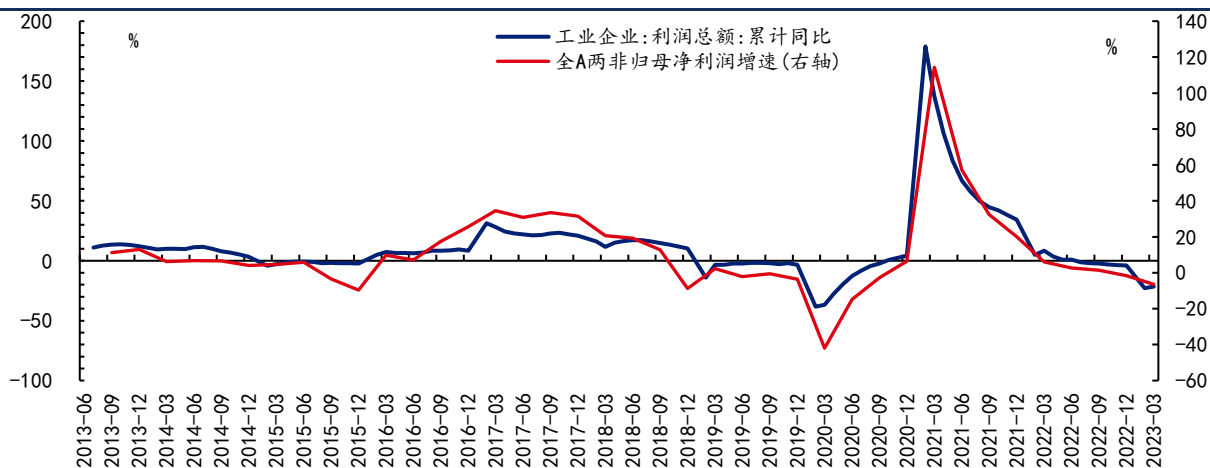
1) A 股在 2022 年 10 月之后触底回升，当前相较于去年 10 月低点的最大涨幅达到 15% 以上。本轮 A 股走高的触发因素是疫情政策优化、地产“保交楼”政策等。

2) A 股盈利增速尚未明确地触底回升。截至 2023Q1，全部 A 股（非金融两油）2023Q1 归母净利润同比为 -6.48%，相较于去年四季度增速环比下降 4.82pct，2022Q4 归母净利润增速相较于去年三季度增速环比下降 3pct。全部 A 股（非金融两油）2023Q1 营业收入累计同比为 4.04%，较去年四季度环比下降 3.14 pct。

3) 总结来说，中特估行情发生于股市企稳之后、盈利改善之前。

**图 40：中特估行情与经济周期的关系（单位：2012/12=100）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 41：全 A 两非的净利润增速仍在下行**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 3.2 PB-ROE 视角，股价上涨前估值已长期偏低

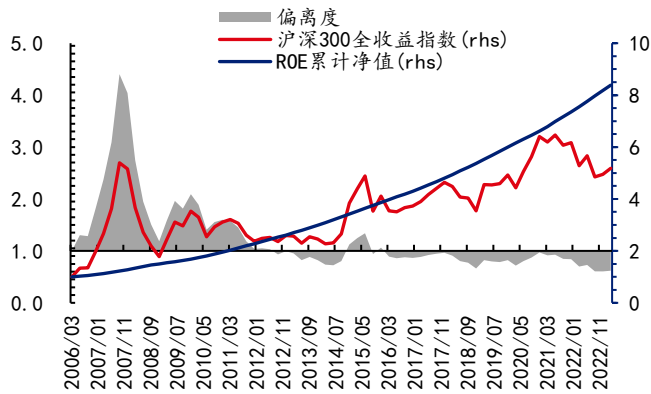
为了判断行业指数当前股价相对于长期基本面的合理程度，我们构建并计算了**偏离度指标**。影响股价表现的因素可以分为估值因素与基本面因素。短期维度上，估值因素影响较大，而长期维度上则是基本面因素占据主导。对于基本面因素来说，净利润增速与 ROE 都可以用于衡量企业盈利情况。ROE 相较于净利润增速的优势在于，一方面，ROE 不受基数效应影响故而波动比较稳健；另一方面，ROE 会决定净利润复合增速的上限，如果选择较长的观察区间，ROE 增速与净利润增速是较为一致的。

根据上述思路，我们构建一个“股价相对 ROE 的偏离度”指标，计算方法是 =  $\frac{\text{板块或行业指数累计净值}}{\text{ROE 累计净值}}$ 。其中，分子和分母的基期均为 2004/12/31。ROE 累计净值的计算公式为  $= \prod(1 + ROE_t)$ 。如果这一指标靠近 100%，则表明指数增幅与基本面情况的匹配

程度较高，估值变化对指数的累计影响较小。

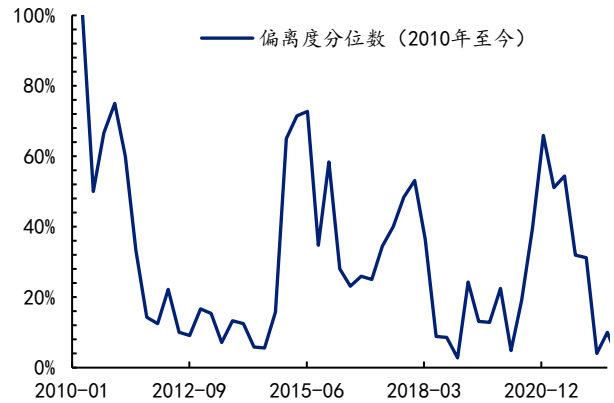
以沪深 300 指数为例，1) 2004 年以来沪深 300 全收益指数的累计涨幅与 ROE 累计回报较为接近。每次指数累计涨幅与 ROE 累计回报发生较大偏离时，此后不久都会出现猛烈回归。2) 2010 年之后，沪深 300 指数的估值中枢出现下移，导致此后偏离度持续低于 1 倍基准线。3) 从偏离度的历史分位数来看，截至今年 3 月底，沪深 300 指数偏离度的历史分位值为 5.66%，处于 2014 年以来的历史低位，显示沪深 300 指数还有较大的估值修复空间。

图 42：沪深 300 指数与 ROE 累计值比较接近



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：沪深 300 指数偏离度的历史分位

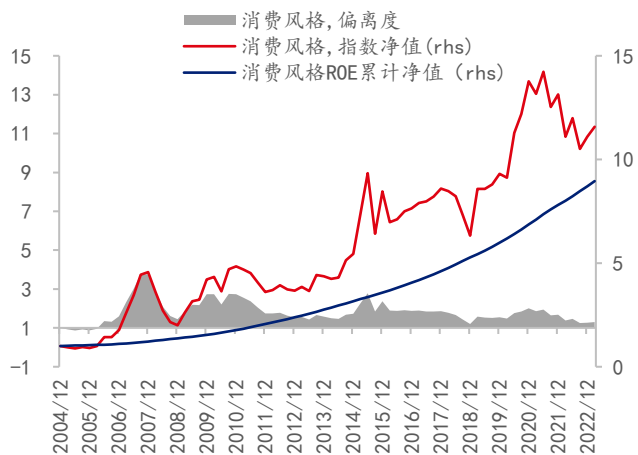


资料来源：万得，信达证券研发中心

进一步地，我们对中信五类风格指数计算偏离度。从历史走势来看，成长与消费板块的偏离度长期高于基准线 1。周期、金融和稳定板块的偏离度则是长期低于 1。尤其是在 2011 年之后，前两类风格偏离度与后三类的走势明显分化。

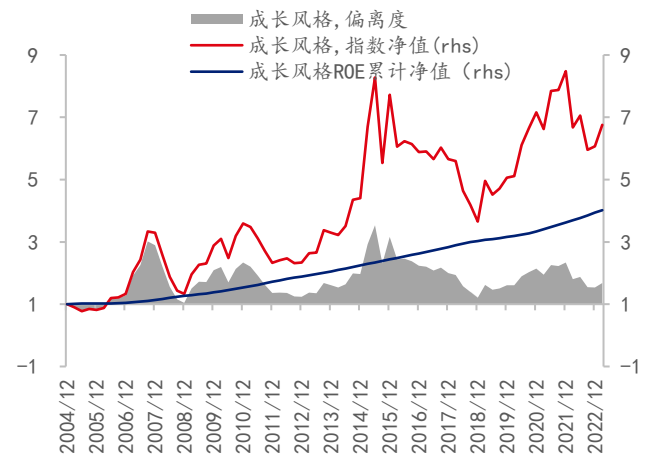
虽然不同板块偏离度的绝对数值有很大差别，但从历史情况来看，每当一个板块的偏离度处于极端水平之后，大概率会出现猛烈的估值回归。对于消费板块和成长板块来说，其偏离度在 2010 年 6 月、2015 年 6 月、2020 年 12 月达到历史较高位置，随后指数的估值出现大幅回撤，这两个风格指数的偏离度回归至 1 倍；对于金融、稳定、周期板块来说，其偏离度在 2014 年 6 月达到历史较低位置，随后这三个板块的估值在 2014 年下半年至 2015 年上半年明显修复，这些风格的偏离度一度回归到 1 倍以上。

图 44：消费板块的长期偏离度

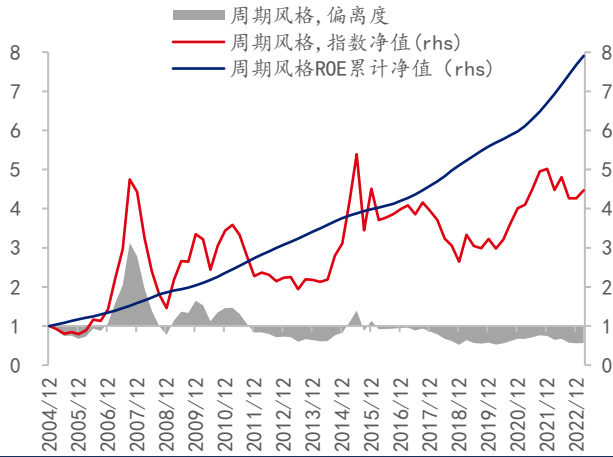


资料来源：万得，信达证券研发中心

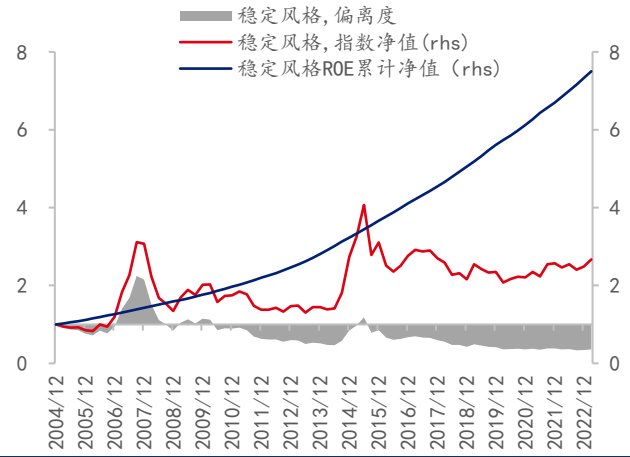
图 45：成长板块的长期偏离度



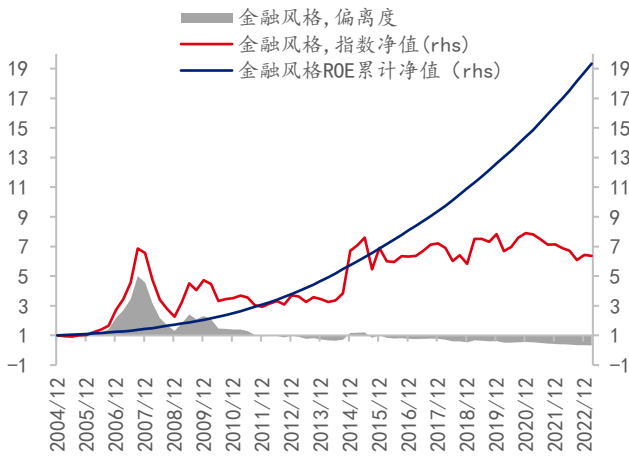
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 46: 周期板块的长期偏离度**


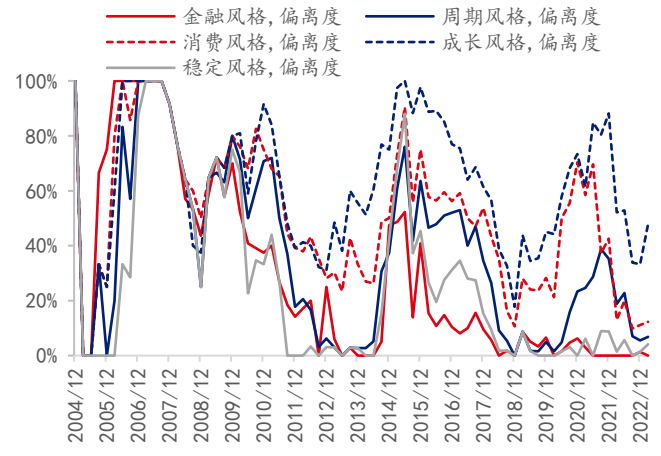
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 47: 稳定板块的长期偏离度**


资料来源：万得，信达证券研发中心

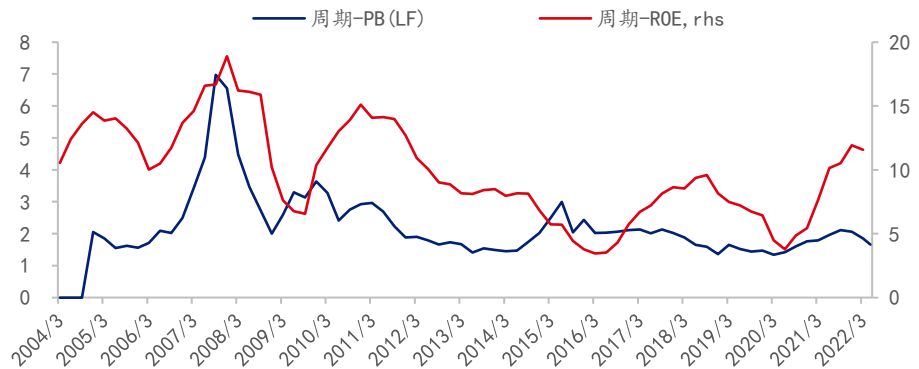
**图 48: 金融板块的长期偏离度**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 49: 各板块的偏离度分位数**


资料来源：万得，信达证券研发中心

不过需要补充的是，偏离度指标只能衡量板块长期的估值水平，对于行情拐点的判断还需要结合 ROE 的拐点（或政策催化带来的 ROE 预期拐点）。我们以周期板块在 2020 年至 2022 年的表现为例做具体说明。2020 年 Q2 周期板块出现上行拐点。投资者先是将行情解读为正常的经济回升，随着周期板块 ROE 的持续上行、股价的持续上涨，投资者逐渐对产能供给不足的长期逻辑产生认同和共识，周期板块的估值中枢进一步抬升。

**图 50: 周期板块的市净率与 ROE（单位：倍，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 3.3 对当下“中特估”行情的判断

从 PB-ROE 视角来看，我们认为当前“中特估”行情的本质是板块长期估值偏低的背景下，叠加政策催化所带来的板块估值修复行情。可以类比的历史情况是 2013 年 Q3-2015 年 Q2，自贸区、一带一路、陆股通、降准降息、经济转型等政策催化下的所有低估值板块的估值修复。

往前看，虽然“中特估”板块已经历一段时间的上涨，但仍有一定的上涨空间。一是，金融&稳定板块的偏离度仍处于历史低位，估值修复空间仍在。二是，从上市公司一季报来看，金融板块的 ROE 已呈现企稳迹象。三是，“中特估”的政策催化仍在。从行情上涨空间来看，2014H2-2015H1 “一带一路”行情持续了接近一年，相关板块的偏离度回归到了 1 倍，相关行业相对万得全 A 指数的相对估值达到了 1 倍以上。

## 风险因素

---

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

## 研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。