

A股行业观察（0522-0526）：

低估值修复可能进入下半程

投资要点：

- 复盘发现2016年初与2022年10月市场底部的行业估值分歧度较为接近。我们选取各行业PB分位标准差来衡量某一时点上各行业估值水平的差距，作为行业估值分歧度指标。复盘近十年市场发现，2016年初与2022年10月市场底部的行业估值分歧度较为接近，处于中游水平，而2019年初的市场底部行业估值分歧度较低。
- 历史经验表明，当市场行进到底部而估值而分歧比较大时，低估值的行业有机会获得更高的涨幅。我们回溯了2016年与2022年从市场底部到行业估值分歧度底部时的涨跌幅，发现这两段时间内都出现了相同的规律：低估值行业涨跌表现普遍优于高估值行业。
- 但是目前行业估值分歧度正逐渐接近十年来最低值，低估值的修复可能即将走到尾声。以2019年底部为例，发现行业估值分歧较低时，资金对于低估值行业尚无特别偏好。借鉴以上历史经验，我们认为目前行业估值分歧度正逐渐接近十年来最低值，低估值的修复可能即将走到尾声，此阶段低估值对于资金的吸引力已不及最初，当前在筛选行业时，应更加关注拥有业绩支撑与政策利好的方向。
- 本周国防军工行业涨幅领先，传媒较上周明显上行。截至2023年5月26日，本周公用事业行业领涨，机械、汽车、电子、通信、医药等行业紧随其后；表现欠佳的行业有：煤炭、建筑、综合金融、非银行金融、房地产；近一个月，公用事业与传媒表现出色，其次为汽车、综合金融、新能源。经济好转用电需求稳中有升，利好公用事业。
- 宽基指数显示，本周成交活跃度较上周有所下降。从换手率来看，除深证成指和科创50外，其余指数较上周均有所下降，从成交额来看，除深证成指外，其余指数较上周均有所下降，并且大部分指数已达到近七周最低值。综上，宽基指数显示，成交活跃度较上周已明显下降。
- 从行业角度来看，本周汽车板块成交情况改善较为明显。从成交活跃度改善情况来看，汽车最为明显，本周日均换手率和日均成交额较上周均有大幅的改善，反映出行业关注度的提升。
- 本周风格偏小盘与成长。从规模来看，小盘指数表现优于大盘指数及中盘指数；从中信风格分类来看，成长风格领先于其他风格。
- 风险提示：一是经济复苏不及预期；二是历史经验仅供参考。

团队成员

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《金融板块盈利预期显著上调》
2023.5.21
- 2、《复苏“斜率”的预期与修正》
2023.5.16
- 3、《灵活稳健，张弛有度》
2023.5.16

正文目录

一、	本周观点：低估值修复可能进入下半程	1
二、	A股行业表现：公用事业走强	2
三、	A股成交情况	3
四、	A股市场风格	4
五、	风险提示	5

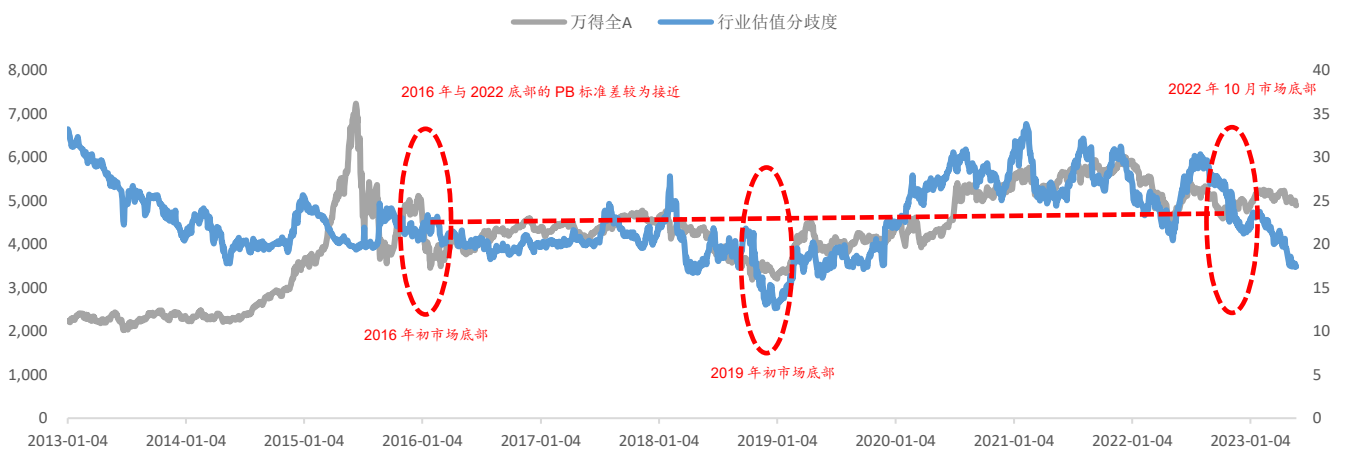
图表目录

图表 1:	2016 年与 2022 年市场底部的行业估值分歧度相接近	1
图表 2:	2016 年市场底部到行业估值分歧度底部的涨跌情况	2
图表 3:	2022 年市场底部到行业估值分歧度底部的涨跌情况	2
图表 4:	2019 年市场底部到行业估值分歧高点的涨跌情况	2
图表 5:	本周公用事业行业涨幅领先	3
图表 6:	本周传媒较上周明显上行	3
图表 7:	近一个月公用事业涨幅较高	3
图表 8:	本周指数换手率较上一周有所下降	4
图表 9:	本周成交额较上一周有所下降	4
图表 10:	本周行业日均换手率	4
图表 11:	本周行业日均成交额	4
图表 12:	本周风格偏小盘 (单位: %)	4
图表 13:	本周风格偏成长 (单位: %)	4

一、 本周观点：低估值修复可能进入下半程

复盘发现 2016 年初与 2022 年 10 月市场底部的行业估值分歧度较为接近。我们选取各行业 PB 分位标准差来衡量某一时点上各行业估值水平的差距，作为行业估值分歧度指标，当标准差越高时，说明各行业间的估值分位差距越大，估值低的行业与估值高的行业间存在明显分歧，当标准差下降时，说明各行业间的估值分位差距收窄。复盘近十年市场发现，2016 年初与 2022 年 10 月市场底部的行业估值分歧度较为接近，处于中游水平，而 2019 年初的市场底部行业估值分歧度较低。说明 2016 年与 2022 年市场底部时各行业间的估值分位存在一定分歧，而 2019 年市场底部时各行业间的估值分位差距较小。

图表 1：2016 年与 2022 年市场底部的行业估值分歧度相接近



来源：Wind，华福证券研究所

历史经验表明，当市场行进到底部而估值而分歧比较大时，低估值的行业有机会获得更高的涨幅。我们回溯了 2016 年与 2022 年从市场底部到行业估值分歧度底部的涨跌幅，发现这两段时间内都出现了相同的规律：低估值行业涨跌表现普遍优于高估值行业，这也表明在底部时点当估值存在明显分歧时，市场资金将更青睐处于估值低位的行业。此外，2016 年低估值行业经过补涨后，在当年行业估值分歧最低点（即 4 月 14 日）上，估值有了明显的修复；对比 2023 年的情况，目前行业估值分歧已处于今年以来最低点，但低估值行业的修复尚不及 2016 年。

目前行业估值分歧度正逐渐接近十年来最低值，低估值的修复可能即将走到尾声。我们以 2019 年底部为例，分析当行业估值分歧处于较低水平时，各行业的涨跌情况。如图 4 所示，从行业估值分歧最低点到当年最高点，低估值行业并没有明显表现出领先的涨幅，可以看出行业估值分歧较低时，资金对于低估值行业尚无特别偏好。借鉴以上历史经验，我们认为目前行业估值分歧度正逐渐接近十年来最低值，低估值的修复可能即将走到尾声，此阶段低估值对于资金的吸引力已不及最初，当前在筛选行业时，应更加关注拥有业绩支撑与政策利好的方向。

图表 2：2016 年市场底部到行业估值分歧度底部的涨跌情况

证券简称	2016年底部PB分位	2016-4-14 PB分位	涨跌幅 (2.1-4.14)
有色金属	31.65	81.53	32.17
食品饮料	14.86	34.40	31.35
家电	30.48	70.04	24.73
通信	70.75	87.20	21.31
电子	31.59	62.58	21.22
汽车	45.03	73.48	21.06
基础化工	59.85	78.76	19.96
农林牧渔	57.53	88.35	17.66
建材	46.77	69.76	16.99
轻工制造	73.37	83.87	16.71
医药	49.48	71.84	15.96
纺织服装	80.74	82.96	15.61
综合	72.53	81.41	14.11
电力设备及新能源	52.16	65.87	13.90
石油石化	34.01	41.38	12.85
银行	48.93	60.13	12.70
机械	64.29	76.62	12.33
非银行金融	40.53	59.85	10.80
电力及公用事业	65.04	74.44	10.30
煤炭	18.63	51.11	9.57
国防军工	66.59	83.15	9.19
商贸零售	79.59	74.57	8.23
建筑	69.56	72.22	6.55
交通运输	65.68	71.58	6.16
计算机	83.95	83.39	6.08
钢铁	51.68	70.31	4.37
房地产	79.27	78.52	2.70
消费者服务	56.44	53.59	1.24
综合金融	0.00	0.00	0.00
传媒	78.60	71.66	-0.75

数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：2022 年市场底部到行业估值分歧度底部的涨跌情况

证券简称	2022年底部PB分位	2023-5-25PB分位	涨跌幅 (2022.10.31-2023.5.25)
传媒	0.04	38.09	58.24
通信	2.22	9.08	26.53
家电	4.46	20.61	21.38
计算机	16.77	29.01	21.13
食品饮料	51.37	61.08	20.46
非银行金融	0.00	8.48	19.66
建筑	0.00	15.00	14.24
银行	0.04	5.77	13.74
商贸零售	0.04	27.39	13.53
纺织服装	3.20	10.54	12.49
综合金融	0.00	8.42	12.18
石油石化	7.41	36.15	10.61
电力及公用事业	33.17	49.78	9.87
电子	14.63	23.38	8.91
轻工制造	0.63	5.71	8.44
医药	5.03	6.94	3.50
机械	39.95	39.32	2.85
建材	0.44	0.00	1.64
交通运输	18.27	21.40	1.48
有色金属	28.93	21.01	-0.41
钢铁	23.27	19.34	-0.75
汽车	42.45	36.35	-1.07
农林牧渔	19.94	14.19	-2.96
房地产	0.00	0.20	-3.93
电力设备及新能源	66.31	54.08	-5.15
基础化工	35.95	25.53	-5.21
综合	13.97	39.08	-5.51
消费者服务	55.07	48.75	-6.39
国防军工	60.68	42.69	-7.06
煤炭	69.84	51.76	-7.34

数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：2019 年市场底部到行业估值分歧高点的涨跌情况

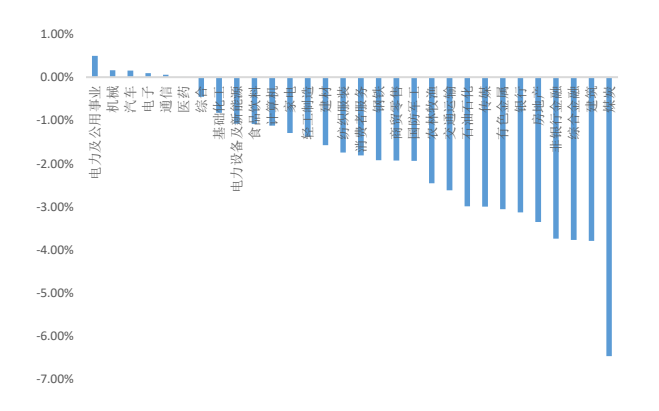
证券简称	2019年底部PB分位	2019-12-18PB分位	2019年涨跌幅 (1.3-12.18)
电子	0.00	69.01	79.07
食品饮料	22.55	71.50	71.02
家电	6.78	57.27	58.85
计算机	1.51	36.86	52.21
非银行金融	15.85	59.00	46.46
农林牧渔	0.91	56.48	44.19
建材	8.16	40.78	41.41
医药	0.00	18.43	40.00
通信	22.91	69.38	30.83
银行	31.91	37.59	29.70
消费者服务	3.37	59.65	27.79
轻工制造	9.25	37.36	26.81
传媒	3.05	27.39	25.13
机械	0.95	28.50	23.69
房地产	28.87	41.26	23.57
国防军工	0.79	21.84	23.19
电力设备及新能源	1.03	18.83	21.42
基础化工	0.00	7.65	20.47
汽车	2.46	3.17	18.45
有色金属	0.30	14.65	17.11
交通运输	17.28	31.79	16.26
煤炭	13.42	10.82	12.49
综合	1.39	6.14	11.24
综合金融	0.00	91.10	11.05
电力及公用事业	6.86	18.69	9.85
商贸零售	4.40	6.82	9.09
石油石化	33.53	26.32	7.57
纺织服装	4.08	12.52	5.53
钢铁	24.47	27.11	3.69
建筑	47.92	29.90	-1.05

数据来源：Wind，华福证券研究所

二、 A 股行业表现：公用事业走强

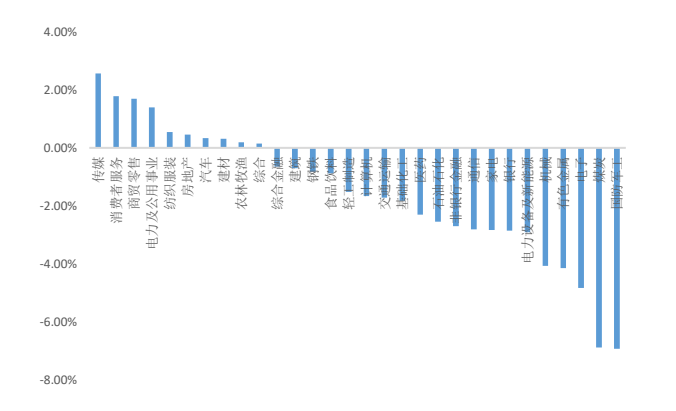
本周公用事业行业涨幅领先，传媒较上周明显上行。根据中信一级行业分类，截至2023年5月26日，本周公用事业行业领涨，涨幅0.50%；机械、汽车、电子、通信、医药等行业紧随其后，涨幅分别为0.16%、0.15%、0.09%、0.06%、0.01%。其余行业本周呈下跌趋势，其中表现欠佳的行业有：煤炭、建筑、综合金融、非银行金融、房地产，跌幅分别为6.46%、3.79%、3.77%、3.74%、3.36%。

图表 5：本周公用事业行业涨幅领先



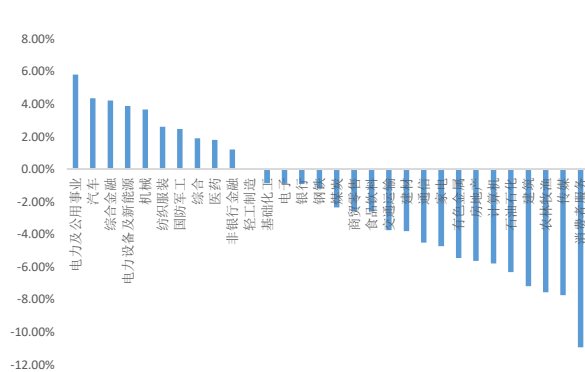
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：本周传媒较上周明显上行



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：近一个月公用事业涨幅较高



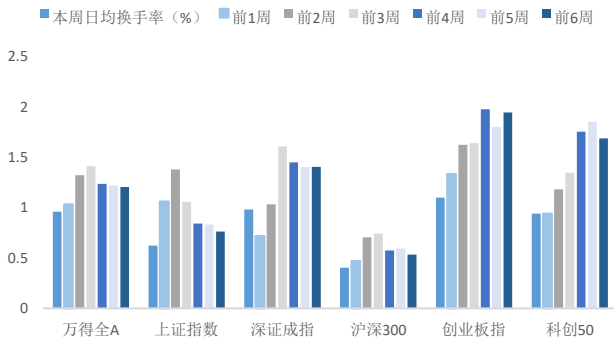
数据来源：Wind，华福证券研究所

整体来看，近一个月公用事业与传媒表现出色。近一个月，公用事业与传媒表现出色，其次为汽车、综合金融、新能源。经济好转用电需求稳中有升，利好公用事业。

三、A 股成交情况

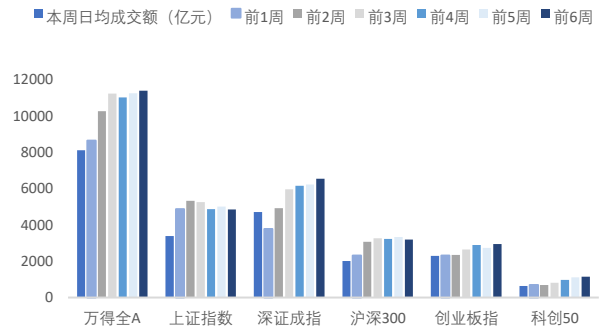
宽基指数显示，本周成交活跃度较上周有所下降。从换手率来看，除深证成指和科创 50 外，其余指数较上周均有所下降，从成交额来看，除深证成指外，其余指数较上周均有所下降，并且大部分指数已达到近七周最低值。综上，宽基指数显示，成交活跃度较上周已明显下降。

图表 8：本周指数换手率较上一周有所下降



数据来源：Wind，华福证券研究所

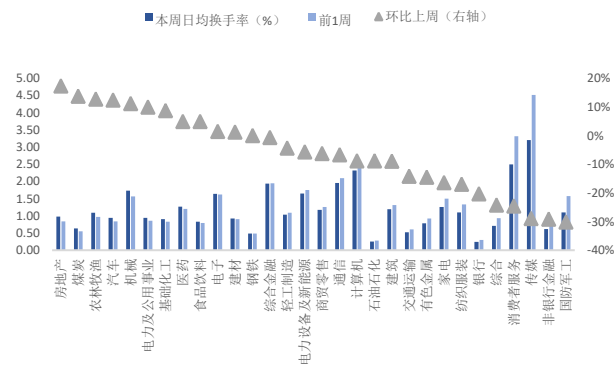
图表 9：本周成交额较上一周有所下降



数据来源：Wind，华福证券研究所

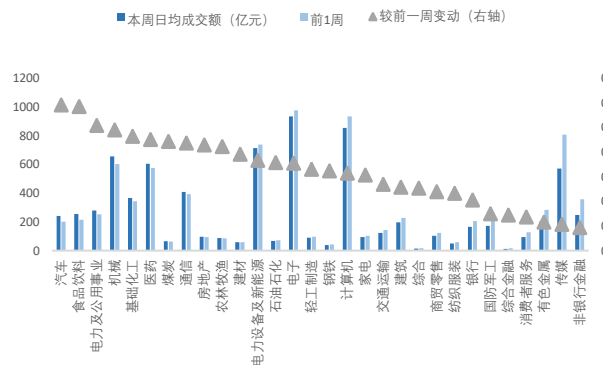
从行业角度来看，本周汽车板块成交情况改善较为明显。从成交活跃度改善情况来看，汽车最为明显，本周日均换手率和日均成交额较上周均有大幅的改善，反映出行业关注度的提升。

图表 10：本周行业日均换手率



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：本周行业日均成交额



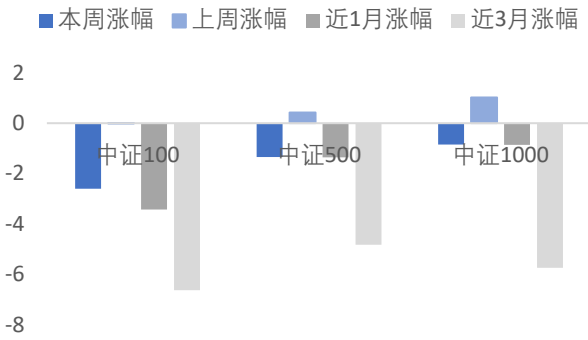
数据来源：Wind，华福证券研究所

四、 A 股市场风格

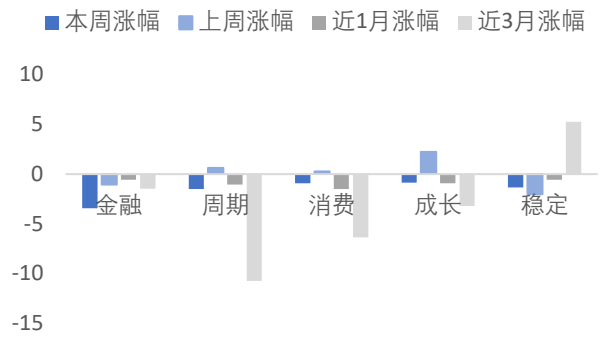
本周风格偏小盘与成长。从规模来看，小盘指数表现优于大盘指数及中盘指数；从中信风格分类来看，成长风格领先于其他风格。

图表 12：本周风格偏小盘（单位：%）

图表 13：本周风格偏成长（单位：%）



数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

五、 风险提示

一是经济复苏不及预期；二是历史经验仅供参考，三是估值修复不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn