

专题策略报告

如何打破“估值幻觉”？

——行业比较“新视界”系列报告（二）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《300+中观景气指标，如何快捷跟踪？——行业比较“新视界”系列报告（一）》
2023.08.08

《室温超导时代来了吗？——科技创新“新视界”系列报告（一）》2023.08.07

报告摘要：

7.24 中央政治局会确立“政策底”，“市场底”一般滞后 1-2 个月出现，并伴随着“估值底”同步出现。不过现在 A 股估值仍处于均值附近，部分投资者担忧这会延后“市场底”确立，不过我们认为——

● 传统估值存在三重“估值幻觉”：底部幻觉、波动幻觉、高估幻觉

（1）底部幻觉：2019 年以来，以半导体和新能源车链为代表的科技制造业的市值占比明显扩张，科技制造天然高估值，导致 A 股估值中枢被动抬升，当前“估值底”看起来遥遥无期，实际上已经确立。

（2）波动幻觉：科技制造业天然具有估值高波动的特性，而传统周期和消费天然具有估值低波动性的特征，这不仅会降低不同行业估值的横向可比性，随着科技制造市值占比扩张，也会导致 A 股估值的波动性被动放大。

（3）高估幻觉：在盈利底部区域，部分个股净利润为负，会降低行业整体的利润水平，从而导致行业估值过分被动抬升，出现几百甚至几千倍的估值，这在部分周期行业和科技行业中尤为明显。

● 如何打破“估值幻觉”：分位数法重构 A 股估值体系

分位数法构建的 A 股估值体系，主要有两个步骤：（1）计算个股估值（PE 估值和 PB 估值）的历史分位数；（2）对个股估值历史分位数按个股市值加权。

分位数法重构 A 股估值的优势在于：能够剔除个股估值的行业属性，高估值的科技制造和低估值的周期消费的估值，都“标准化”为 0-1 的分位数区间内，能够同时解决 3 大“估值幻觉”。

● 当前 A 股估值已在底部，如何挖掘“估值幻觉”下的投资机会？

（1）市场整体：分位数法重构的 A 股估值，当前已经处于均值-1 倍标准差之下，接近 18 年末的“估值底”。

（2）大类板块：消费板块的估值看似高估，但分位数法调整后，已经处于历史底部区域。

（3）一级行业：钢铁、交运、轻工、美护等行业看似高估，分位数法调整后估值已经很低了；而通信的估值看似低估，分位数法调整后估值并不低。

（4）二级行业：经分位数法调整后，通信服务、油气开采、油服工程等行业估值存在结构性高估，而饲料、医美、计算机设备等行业仍相对低估。

● 核心假设风险：策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 传统估值法的弊端：存在三重“估值幻觉”——底部幻觉、波动幻觉、高估幻觉	4
1.1 A股的“估值幻觉”导致当前的“市场底”看起来并不低	4
1.2 底部幻觉——市值结构变迁造成估值中枢上移/下移	5
1.3 波动幻觉——不同类型行业估值的波动中枢不同	6
1.4 高估幻觉——负利润公司导致行业估值被不合理抬升，甚至出现异常值	7
2 如何打破“估值幻觉”：分位数法重构A股估值体系	8
2.1 构建方式：先计算个股的估值分位数，再市值加权	8
2.2 分位数法重构的估值，为何能打破三重“估值幻觉”？	8
3 当前A股估值已在底部，如何挖掘“估值幻觉”下的投资机会？	9
3.1 市场整体：当前市场估值实际上已经极具性价比	9
3.2 大类板块：消费板块看似高估实则低估	9
3.3 细分行业：钢铁、交运等行业估值仍低，而通信估值已经不低	10

图表目录

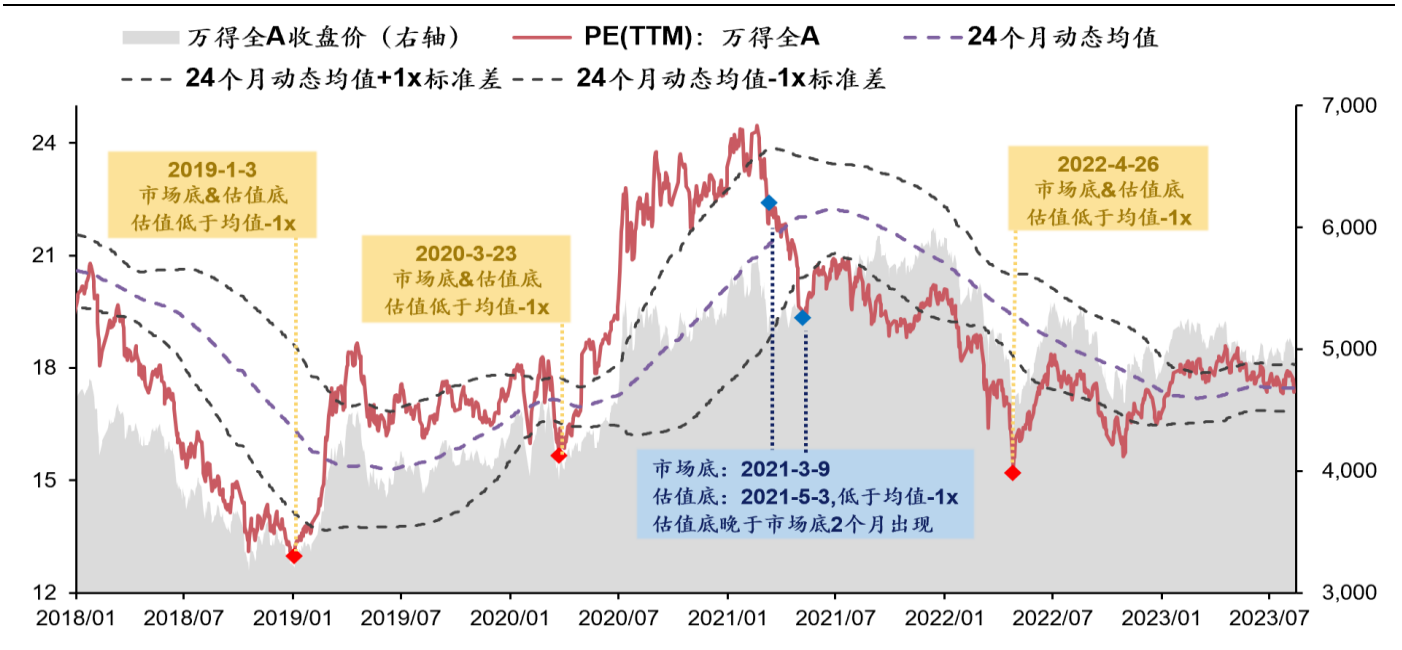
图表 1: 目前 A 股估值处于历史均值附近.....	4
图表 1: 传统估值法会导致三重“估值幻觉”.....	5
图表 2: 电力设备&TMT 的市值占比较 2010 年显著抬升.....	5
图表 3: 电子、电力设备、医药生物等市值占比显著提升.....	5
图表 4: 2013 年至今科技、制造等行业 IPO 占比显著增加.....	6
图表 5: 2019 年后新发 IPO 大部分为创业板、科创板公司.....	6
图表 6: 创业板的估值中枢在.....	6
图表 7: 科创板的估值中枢在 60X 左右.....	6
图表 8: TMT 的 PE (TTM) 自 20 年-22 年大幅下降.....	7
图表 9: 建筑装饰估值自 19 年起始终维持在 8-15 倍之间.....	7
图表 10: 整体法下, 钢铁行业极端估值较多.....	7
图表 11: 商贸零售整体利润为负, 导致 21 年开始出现极端估值.....	7
图表 12: A 股非金融的加权分位数 PE 已处于历史底部.....	8
图表 13: A 股非金融的加权分位数 PB 已处于历史底部.....	8
图表 14: A 股非金融的加权 PE 分位数位置低于实际 PE.....	9
图表 15: A 股非金融的加权 PB 分位数位置低于实际 PB.....	9
图表 16: 整体法下消费估值.....	9
图表 17: A 股非金融的加权 PB 分位数位置低于实际 PB.....	错误!未定义书签。
图表 18: 消费行业亏损公司的数量占比.....	10
图表 19: 消费行业亏损公司的市值占.....	10
图表 20: 一级行业加权分位数位置蜡烛图.....	10
图表 21: 一级行业 PE 加权分位数及整体法 PE 分位数散点图.....	11
图表 22: 通信的低估值很大程度上受三大运营商影响.....	11
图表 23: 整体法估值并未体现出年初至今通信的上涨.....	11
图表 24: 加权分位数 PE 明显高于 PE 历史分位数的行业.....	12
图表 25: 加权分位数 PE 明显低于 PE 历史分位数的行业.....	12

1 传统估值法的弊端：存在三重“估值幻觉”——底部幻觉、波动幻觉、高估幻觉

1.1 A 股的“估值幻觉”导致当前的“市场底”看起来并不低

当前 A 股估值仍在均值附近，会延后“市场底”的确立吗？我们在 8.5《打破“估值幻觉”，拥抱“市场底部”》中提示：7.24 中央政治局会议确立“政策底”，“市场底”一般滞后 1-2 个月出现，并且和“估值底”同步出现。但现在 A 股估值仍处于历史均值附近，部分投资者担忧“估值底”遥遥无期将导致“市场底”将被延后。

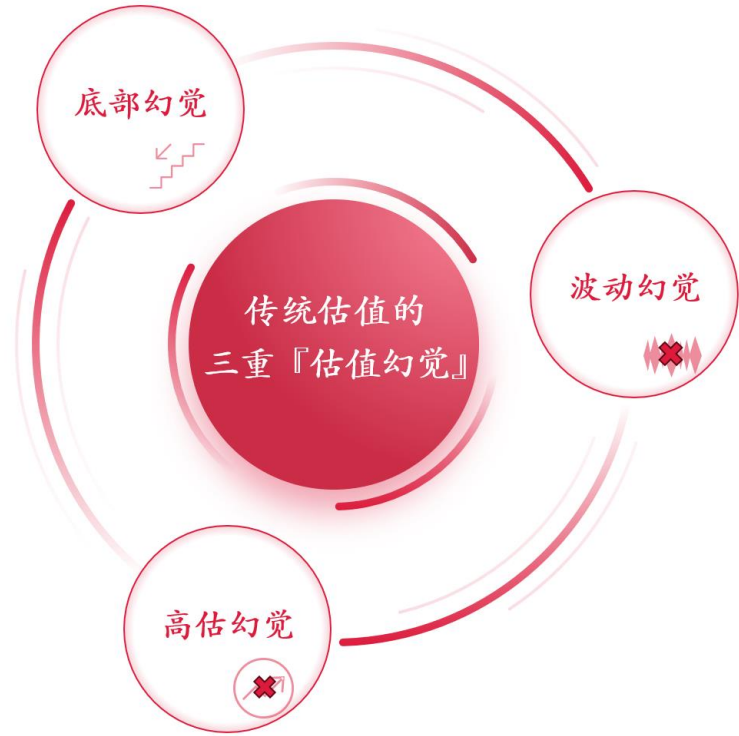
图表1：目前 A 股估值处于历史均值附近



资料来源：Wind，方正证券研究所 注：数据截止 0825，后同

当前 A 股较高的估值水平，是传统估值体系下的“估值幻觉”导致的。A 股的市值结构变迁，会导致不同估值水平的行业市值占比“此消彼长”，带来 A 股的估值中枢被动上移 or 下移，这会造成“估值幻觉”。同时，不同行业间的估值波动方差较大，以及部分行业在盈利底部区域的估值被动高估，也会造成“估值幻觉”，我们总结出来 A 股的 3 种估值幻觉——底部幻觉+波动幻觉+高估幻觉。

图表1:传统估值法会导致三重“估值幻觉”

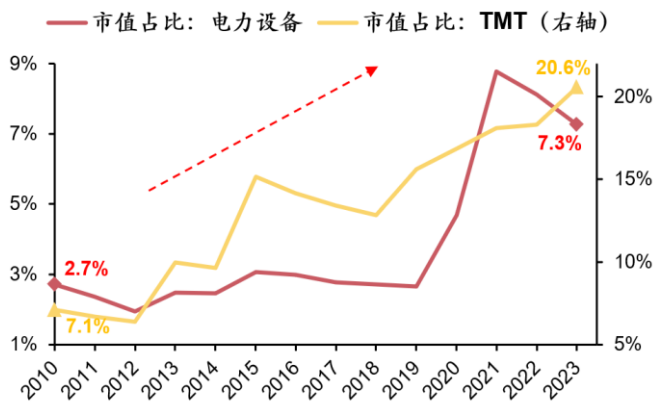


资料来源：方正证券研究所

1.2 底部幻觉——市值结构变迁造成估值中枢上移/下移

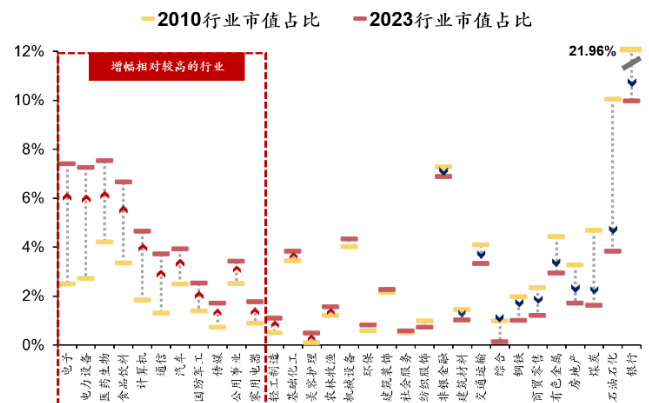
2019年以来，高估值的科技制造业市值占比扩张，导致A股估值中枢被动上移，“估值底”被动抬升。2010年A股市值结构中：银行（22%）、石油石化（10%）和非银金融（7.3%）占据前三；2023年A股市值结构中：银行占比明显下降，电子、电力设备、医药生物市值占比明显提升。

图表2:电力设备&TMT的市值占比较2010年显著抬升



资料来源：Wind，方正证券研究所

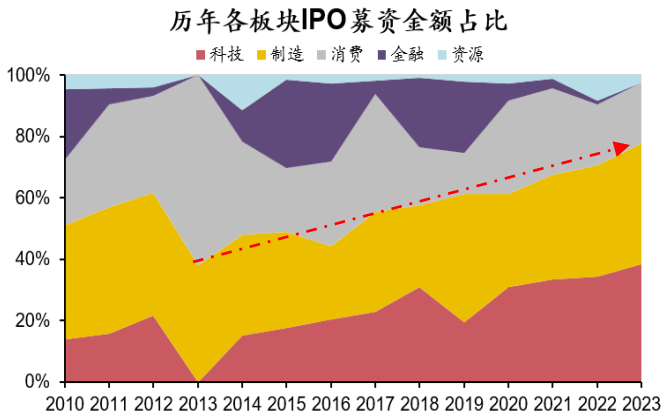
图表3:电子、电力设备、医药生物等市值占比显著提升



资料来源：Wind，方正证券研究所

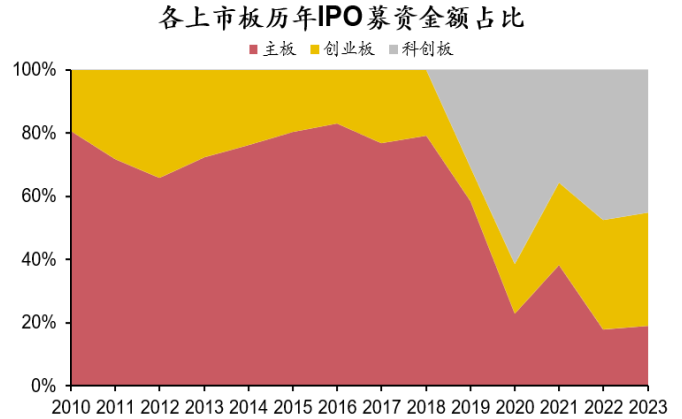
新IPO公司的结构变迁，也会加速A股的市值结构变化，从而加剧“底部幻觉”。2013年后，科技制造的IPO金额占比显著上升；2019年设立科创板后，新发IPO基本集中于创业板&科创板公司。

图表4:2013 年至今科技、制造等行业 IPO 占比显著增加



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表5:2019 年后新发 IPO 大部分为创业板、科创板公司



资料来源: Wind, 方正证券研究所

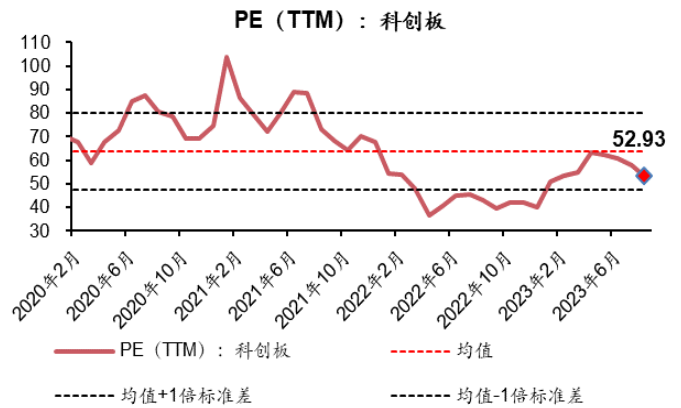
科技制造行业的估值中枢天然偏高，市值占比扩张会导致 A 股“估值底”被动抬升。A 股主板 2010 年来的股指中枢大概 17 倍，创业板 2010 年来估值中枢在 52 倍左右，科创板 2020 年至今的中枢在 60 倍左右。因此，即便 A 股科创板和创业板的估值现在都处于相对底部，但由于市值结构的变化，当前 A 股的表现估值仍然不低，导致出现“估值幻觉”。

图表6:创业板的估值中枢在



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表7:科创板的估值中枢在 60X 左右

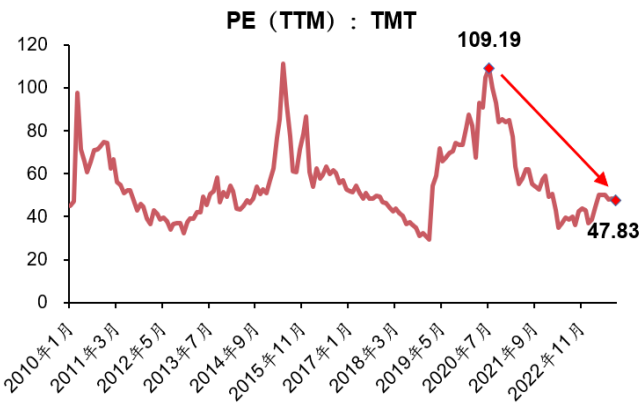


资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.3 波动幻觉——不同类型行业估值的波动中枢不同

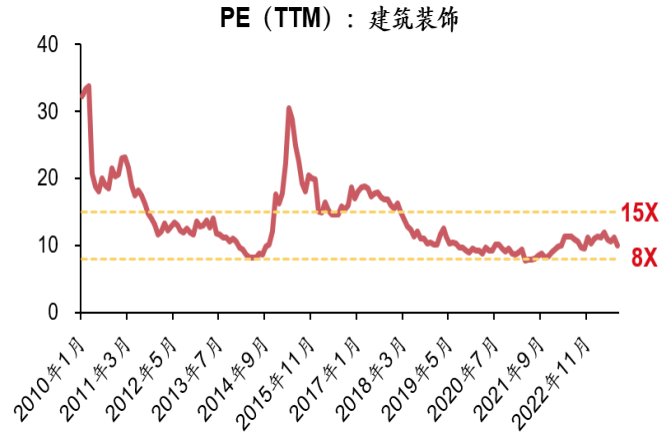
“波动幻觉”根源于不同行业的估值波动中枢不同，导致不同行业间的估值没法直接横向比较。(1) 科技行业的估值波动幅度较大：如 20 年 7 月开始至 22 年 4 月，TMT 整体估值由 109 倍下降至 35 倍，估值挤压幅度超过 60%。(2) 传统周期行业的估值波幅度较小：如建筑装饰行业的估值自 2019 年后始终维持在 8-15 倍之间。

图表8:TMT 的 PE (TTM) 自 20 年-22 年大幅下降 61X



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9:建筑装饰估值自 19 年起始终维持在 8-15 倍之间



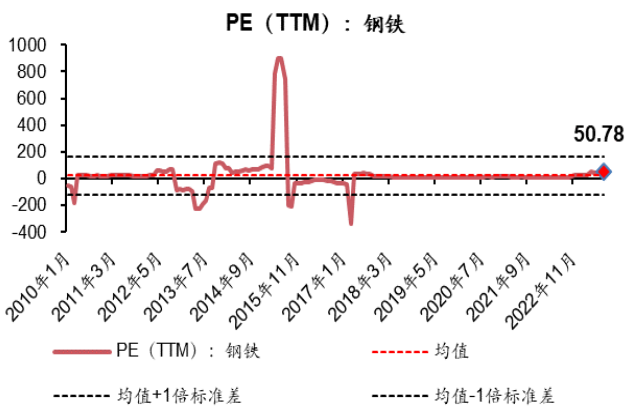
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 高估幻觉——负利润公司导致行业估值被不合理抬升，甚至出现异常值

“高估幻觉”一般发生在盈利底部区域，行业内个别公司利润为负，导致行业整体的利润偏低，被动抬升行业估值。PE 估值仅适用于盈利为正的公司，如果公司盈利为负或接近 0，则会出现明显负估值或几百甚至上千倍的无意义的极端估值，进而扰动整个行业的估值水平。当某一季度行业净利润总和接近 0 时，整体法估值会出现至少一个季度的极端值。

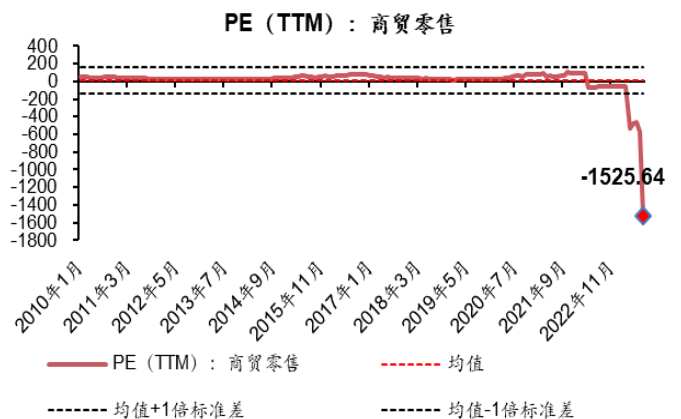
即便负利润公司并未导致行业估值出现极端值，但负利润样本仍然导致了行业的估值整体偏高。这一点在盈利底部区域体现的更为明显，由于负利润的公司大幅增加，直接被动降低了分母端的利润水平，但分子端的市值水平短期内不会相应大幅变化，这会导致行业的估值水平的不合理抬升。

图表10:整体法下，钢铁行业极端估值较多



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11:商贸零售整体利润为负，导致 21 年开始出现极端估值



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2 如何打破“估值幻觉”：分位数法重构 A 股估值体系

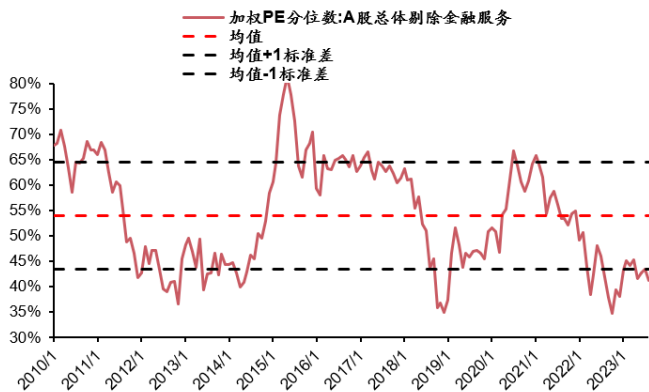
2.1 构建方式：先计算个股的估值分位数，再市值加权

分位数法重构 A 股估值，可以实现个股估值数据的“标准化”，剔除个股的行业属性，主要有两个步骤——

- (1) 计算个股估值，PE (TTM) 和 PB (LF) 的历史分位数 (2010 年至今)；
- (2) 对个股估值历史分位数按个股市值加权。

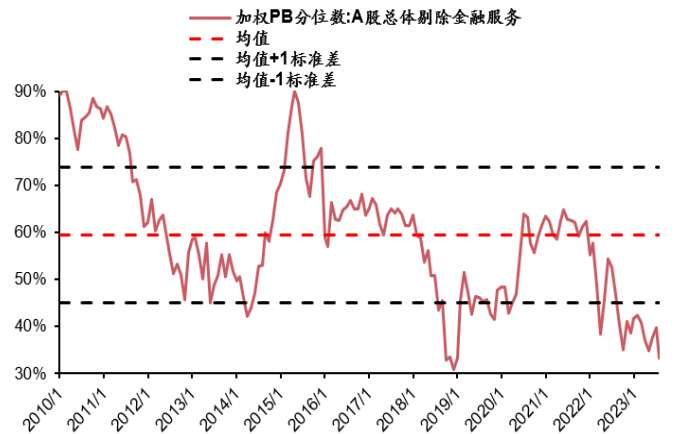
分位数法调整后，当前 A 股估值处于历史底部区域，接近 18 年末的“估值底”。

图表 12:A 股非金融的加权分位数 PE 已处于历史底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 13:A 股非金融的加权分位数 PB 已处于历史底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 分位数法重构的估值，为何能打破三重“估值幻觉”？

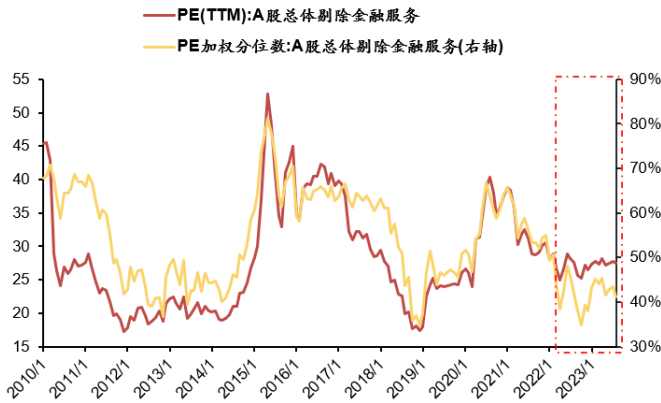
- 1、打破“底部幻觉”——个股的估值分位数，能够剔除个股的行业属性，可以避免不同行业的市值扩张/收敛导致的 A 股估值中枢上移/下移；
- 2、打破“波动幻觉”——对于估值大起大落的科技&部分消费行业，分位数调整后的个股估值都在 0-1 之间，也消除了这部分样本的差异性；
- 3、打破“高估幻觉”——分位数没有负值，对于估值为负的公司，其估值分位数只是较低，而不为负。同时，由于盈利接近于 0 而导致的极端估值，也被限制在了 0-1 的区间之内，避免了行业估值被少数极端估值带偏的可能。

3 当前 A 股估值已在底部，如何挖掘“估值幻觉”下的投资机会？

3.1 市场整体：当前市场估值实际上已经极具性价比

打破“底部幻觉”，拥抱“市场底部”。当前 A 股 PE (TTM) 仍处历史均值附近，但加权分位数估值已经低于均值-1 标准差，处于历史相对低位。因此，当前 A 股的估值不低仅为表象现象，实际已经到了类似 18 年底部的的位置。

图表 14: A 股非金融的加权 PE 分位数位置低于实际 PE



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 15: A 股非金融的加权 PB 分位数位置低于实际 PB

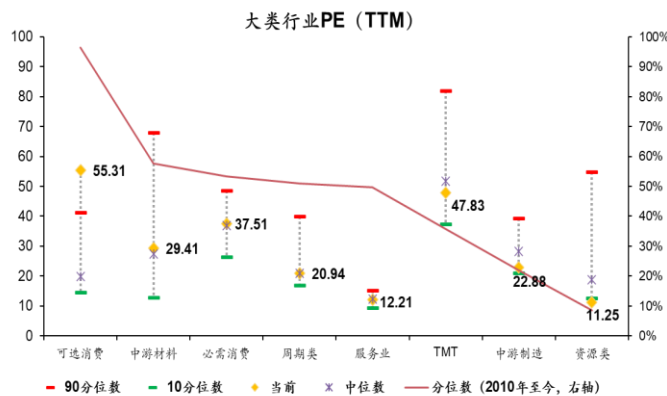


资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.2 大类板块：消费板块看似高估实则低估

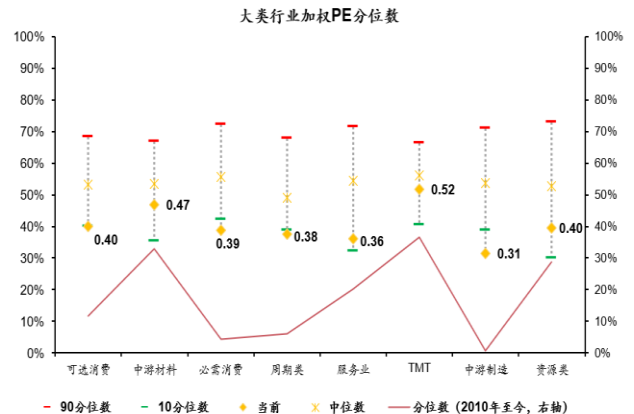
大类板块中，消费行业 PE (TTM) 看似高估，分位数法调整后的估值已较低。整体法计算的可选消费行业估值约 55.31，接近历史最高值，必需消费估值约 37.51，高于历史中位数。分位数法调整后，可选消费及必需消费行业的估值，均已经接近历史较低水平。

图表 16: 整体法下消费行业估值偏高



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 17: 加权分位数估值下，消费行业估反而极低

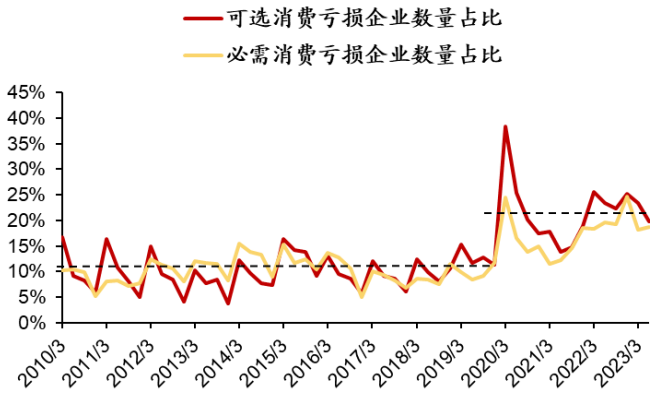


资料来源: Wind, 方正证券研究所

造成上述现象的根本原因在于：受疫情影响，消费行业亏损企业占比激增，导致 PE (TTM) 不合理高估。2020 年一季报后，消费行业的亏损企业数量占比中枢由 10% 提升至 20%，市值占比中枢由 4% 提升至 8%。负利润的企业占比

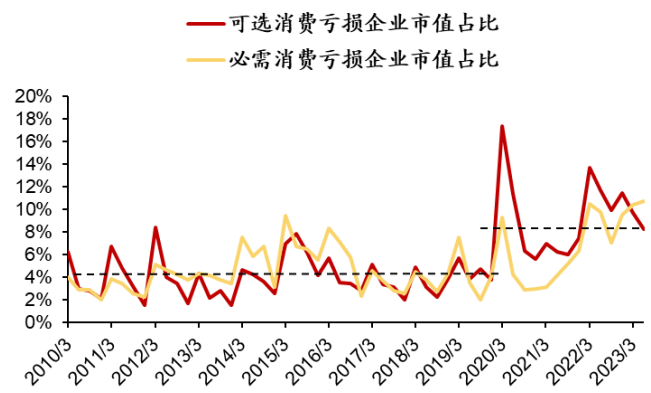
提升，导致行业整理利润水平偏低，被动抬升了消费行业的 PE (TTM)。实际上，当前消费行业的高估值仅仅是负利润个股导致的行业“估值幻觉”。

图表18: 消费行业亏损公司的数量占比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表19: 消费行业亏损公司的市值占比

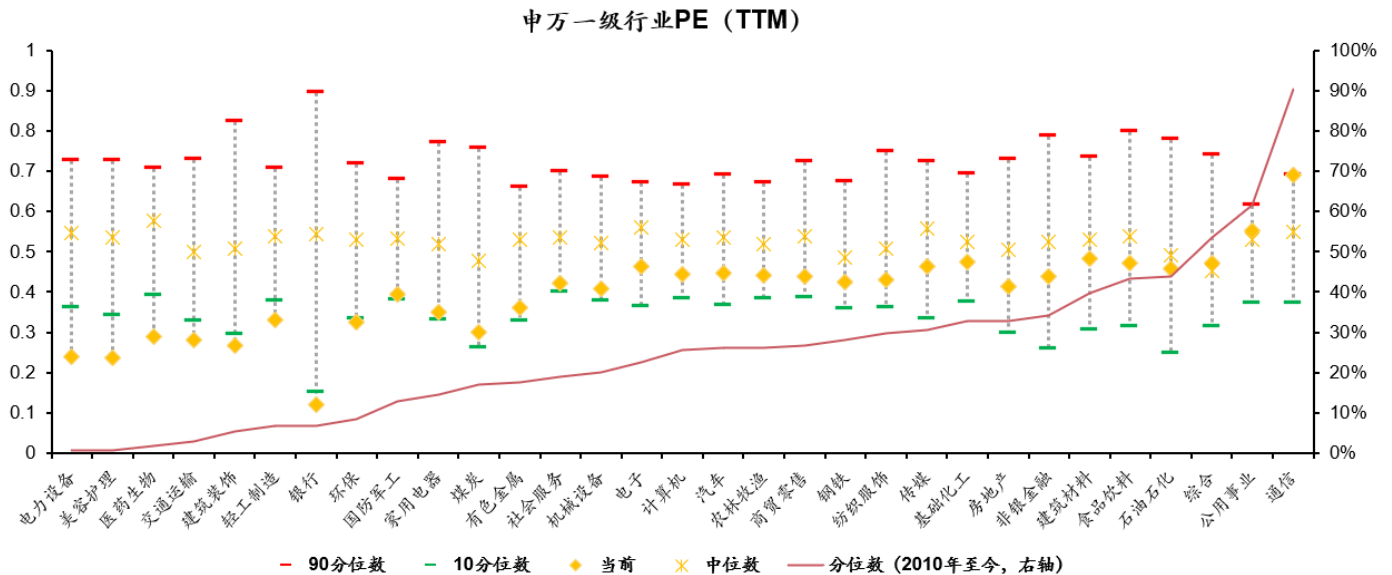


资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.3 细分行业：钢铁、交运等行业估值仍低，而通信估值已经不低

一级行业中：电力设备、医药生物、煤炭、美容护理、轻工制造等行业的估值偏低，而公用事业、建筑材料、通信等行业的估值相对高位。

图表20: 一级行业加权分位数位置蜡烛图

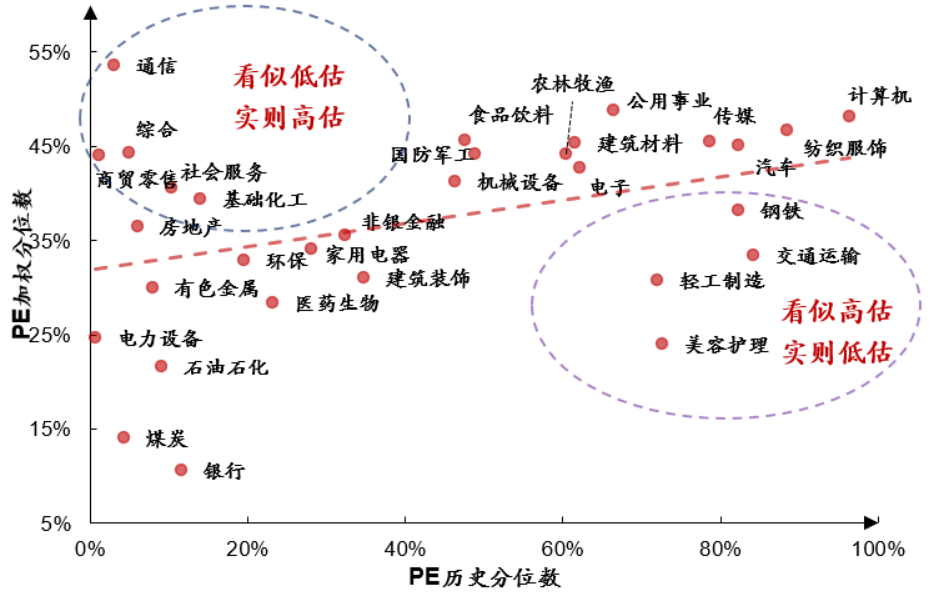


资料来源: Wind, 方正证券研究所

对比整体法估值和分位数法调整后的估值，可以甄别“估值幻觉”带来的投资机会——

- (1) 钢铁、交运、轻工、美护等行业看似高估，实则低估；
- (2) 通信看似低估，实则高估；
- (3) 商贸零售、社会服务、地产的估值为负，导致估值的历史分位数很低。但分位数法调整后的估值显示，这几个行业的估值并不低。

图表21:一级行业 PE 加权分位数及整体法 PE 分位数散点图



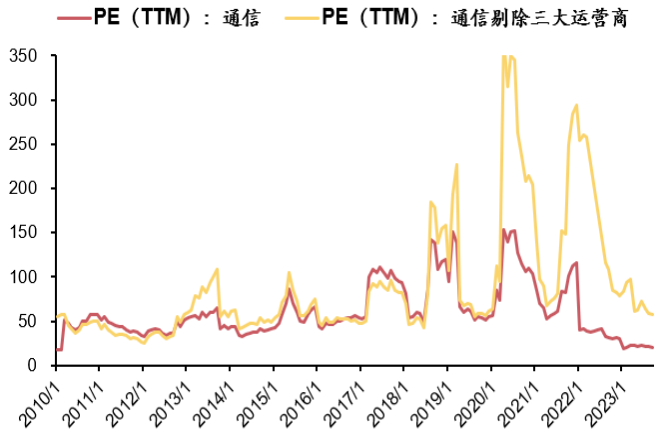
资料来源: Wind, 方正证券研究所

近年来通信行业的估值中枢并非逐渐提升,而是逐渐下降的,这导致通信表现估值仍然较低,但实际上通信行业估值已经较高——

(1) 通信服务商近几年的上市,逐级拉低了通信行业的估值中枢。左右通信行业估值的“三座大山”,即三大运营商,均是在2018年后上市的,而运营商天然的估值中枢较低,因此导致在三大运营商上市后,观察到的通信行业估值逐年下跌。但剔除三大运营商后,可以看到通信的估值中枢实际上是在上升的。

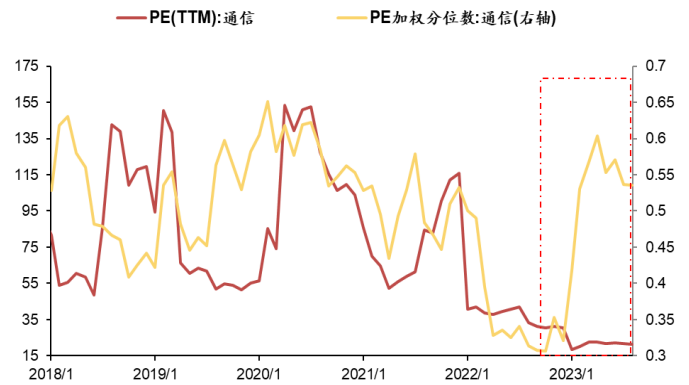
(2) 分位数法调整后的估值显示,当前通信行业的估值已经较高。如果仅观察通信的绝对估值,并不能体现出年初的估值扩张,而加权分位数则能明显观察到年初以来地通信估值扩张。

图表22:通信的低估值很大程度上受三大运营商影响



资料来源: Wind, 方正证券研究所

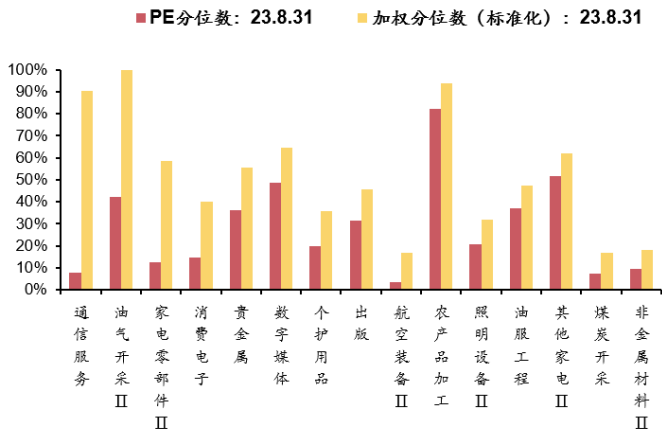
图表23:整体法估值并未体现出年初至今通信的上涨



资料来源: Wind, 方正证券研究所

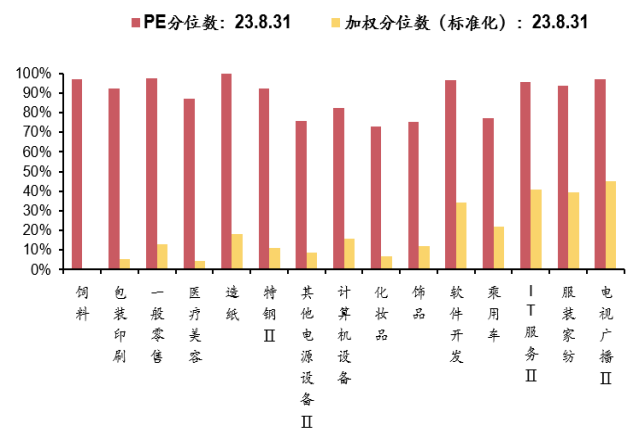
二级行业中：通信服务、油气开采、家电零部件等行业看似低估，实则高估；
饲料、医美、计算机设备等行业看似高估，实则低估。

图表24:加权分位数 PE 明显高于 PE 历史分位数的行业



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表25:加权分位数 PE 明显低于 PE 历史分位数的行业



资料来源: Wind, 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
 网址：<https://www.foundersc.com>
 E-mail：yjzx@foundersc.com