



## 估值的驱动解析与波动捕捉

2023 年 07 月 13 日



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 刘曦远

执业证书：S0100123010018

邮箱：liuxiyuan@mszq.com

### 相关研究

1. 量化周报：市场整体风险上升-2023/07/09
2. 量化专题报告：深度学习如何利用公募持仓网络优化选股效果？-2023/07/06
3. 资产配置月报：七月配置视点：哪些板块景气度与估值仍持续背离？-2023/07/04
4. 量化分析报告：六月社融预测：42307 亿元-2023/07/02
5. 量化周报：流动性脉冲回落，或保持震荡-2023/07/02

➤ **先有绝对价值再有估值乘数。**由于  $P=EPS \times PE$ ，所以投资者往往将两者视作独立个体进行分析。但从资产定价的角度，企业的价值由未来的现金流/股息所决定，并非由估值乘数决定。PE 估值乘数只是股价和 EPS 相除的一个被动结果，方便投资者对于公司估值进行参考。**如果投资者分析 EPS，并通过锚定一个相对固定的估值乘数去推断公司理论价值几何，这一定程度属于本末倒置。**

➤ **剩余收益估值模型刻画了公司为股东创造价值的过程。**剩余收益指净利润超出股东要求回报的部分，企业的价值是企业未来剩余收益的折现总和，**这表明只有当企业能够创造超出必要回报的利润时，对于股东来讲才创造了价值。**

➤ **企业价值的核心是 ROE 水平，远期的 ROE 决定了企业估值。**通过剩余收益估值模型模拟不同 ROE 水平下的合理估值：10 倍 PB 需要较高的远期 ROE 水平；制造业等重资产行业较难支撑高估值；高估叠加 ROE 下行常导致估值持续下行；煤炭股假设经营 40 年其合理估值在 1.45-2.26 倍 PB 之间。

➤ **股票收益可拆解为估值贡献，盈利贡献，分红贡献，以及股本稀释贡献。**估值贡献为 PB 的变动，盈利贡献来自净资产增长，股本稀释贡献源于企业回购、增发等筹融资行为。**股票短期价格波动受估值影响，长期收益中盈利和分红占较大比重，估值长期贡献为负。**

➤ **估值是 ROE 的提前反映，估值波动背后是盈利水平的边际变化。**通过拆解行业收益贡献，发现估值波动的背后大都源于 ROE 的边际变化。比如电力设备及新能源 2020-2021 年牛市行情部分贡献是来自于估值，估值的抬升受益于 2019 年 Q3 到 2021 年 Q3 的行业 ROE 持续改善。食品饮料从 2014 年年中到 2020 年底持续抬升估值的基础是 ROE 快速增长，2022 年至今的下跌是估值下跌，估值下行也源于 ROE 水平的下降。

➤ **景气度投资和低估值投资差异在于收益来源不同。**景气度投资赚盈利不赚估值，低估值投资赚估值不赚盈利。景气度投资 2021 年 Q4 以来在估值维度上损失较多，造成策略阶段性失效。

➤ **从困境反转出发捕捉估值的短期波动，攫取估值提升的收益。**利用库存周期刻画公司的困境反转，同时考虑景气加速恢复和低估值，在三重投资模式下构造估值提升 TOP50 组合，组合 2021 年 Q4 以来超额收益显著，与景气度投资策略有较大差异。本质原因是超额收益几乎全部来自于估值贡献，从收益来源角度，该组合可以作为卫星策略与景气度投资形成有效互补。

➤ **风险提示：**股票分析部分结论仅为模型得出，不涉及实际业绩等基本面的主观判断；量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；计算过程中模型可能存在测算误差。

# 目录

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| <b>1 估值方法综述</b>         | <b>3</b>  |
| 1.1 绝对与相对估值法            | 3         |
| 1.2 如何理解估值乘数？           | 4         |
| <b>2 不同股票的估值中枢几何？</b>   | <b>5</b>  |
| 2.1 绝对估值法-剩余收益估值模型      | 5         |
| 2.2 企业价值的核心是 ROE 水平     | 6         |
| 2.3 估值历史复盘              | 8         |
| <b>3 估值如何波动？</b>        | <b>12</b> |
| 3.1 股票收益率拆解             | 12        |
| 3.2 短期看估值，长期看盈利         | 12        |
| 3.3 估值波动背后是盈利水平的变化      | 14        |
| 3.4 景气度投资与低估值投资的收益来源差异  | 16        |
| <b>4 如何捕捉估值波动？</b>      | <b>19</b> |
| 4.1 模式一：困境反转的价值重估       | 19        |
| 4.2 模式二：景气度加速上行/恢复的估值抬升 | 24        |
| 4.3 模式三：定价错误的估值回归       | 25        |
| 4.4 从困境反转出发攫取估值的收益      | 26        |
| <b>5 总结</b>             | <b>30</b> |
| <b>6 风险提示</b>           | <b>31</b> |
| <b>插图目录</b>             | <b>32</b> |
| <b>表格目录</b>             | <b>33</b> |

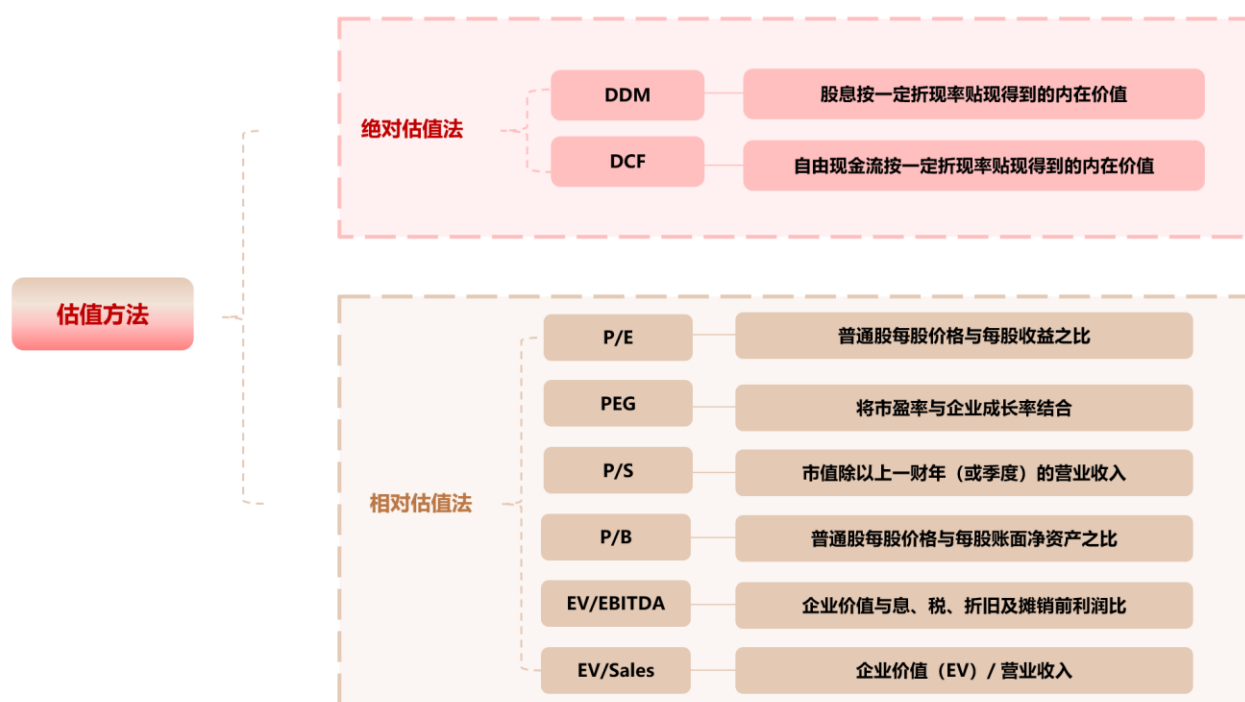
# 1 估值方法综述

## 1.1 绝对与相对估值法

**绝对估值法核心是评估企业的绝对价值。**绝对估值法认为投资企业最终目的是为了获得现金回报。将企业未来一定时期内每年可以创造的现金流量折现，并累加得到企业的内在价值，即这家企业在未来投资期限内可以创造的现金流量折现后的总和，就是企业现阶段合理的估值水平。

**绝对估值法主要包括股息贴现模型（DDM）和现金流贴现模型（DCF）等。**股息贴现模型（DDM）由威廉姆斯（Williams）和戈登（Gordon）于 1938 年提出，假设股票的价值在公司的持续经营中体现，公司的股票价值由逐年发放的股利决定；现金流贴现模型（DCF）由美国的 John Burr Williams 于 1937 年首次提出，模型指出企业价值的核心是其未来盈利能力，在分析公司整体资金流动、风险的同时考虑资金的时间价值。

图1：公司估值方法—绝对与相对估值法



资料来源：民生证券研究院整理

**相对估值法核心是反映倍数关系，一般形式为企业价值/选定的会计报表科目。**在经济含义上可以理解为企业对应会计指标在市场视角中的增长空间。

相对估值法主要包括市盈率（P/E）、市盈率相对盈利增长比率（PEG）、市销率（P/S）、市净率（P/B）、企业价值倍数（EV/EBITDA）等。相对估值法的优点

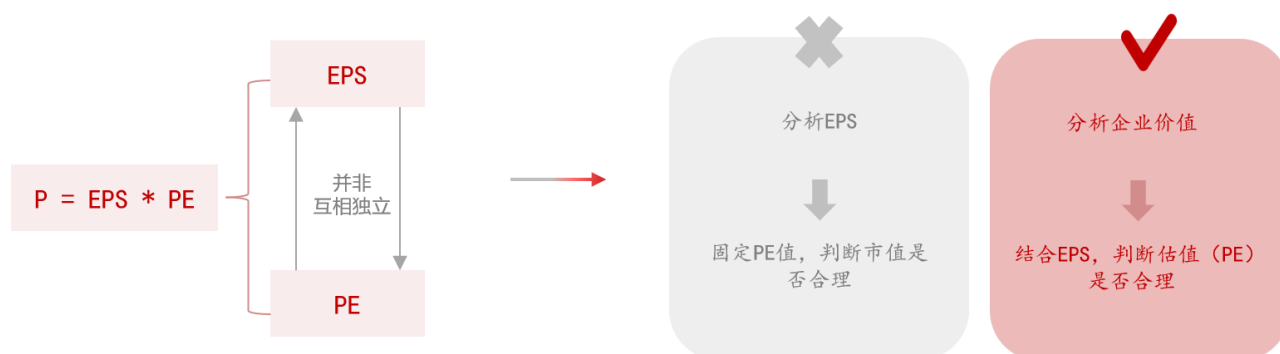
在于可以与同类型公司、行业相比，判断目前被低估或高估的状态，反映增长空间或者价格泡沫的大小。

## 1.2 如何理解估值乘数？

**先有绝对价值再有估值乘数。**由于  $P = EPS * PE$ ，所以投资者往往将两者视作独立个体进行分析。但从资产定价的角度，企业的价值由未来的现金流/股息所决定，并非由估值乘数决定。PE 估值乘数只是股价和 EPS 相除的一个被动结果，方便投资者对于公司估值进行参考。**如果投资者分析 EPS，并通过锚定一个相对固定的估值乘数去推断公司理论价值几何，这一定程度属于本末倒置。**

从这个角度来说，通过绝对估值法分析企业价值至关重要。本篇报告从一个更加简单的贴现模型——剩余收益估值模型展开，讨论静态估值以及估值变化。

图2：先有企业价值再有估值乘数



资料来源：民生证券研究院绘制

## 2 不同股票的估值中枢几何？

### 2.1 绝对估值法-剩余收益估值模型

**剩余收益估值模型(RIM, Residual Income Valuation Model)**由 Edwards 和 Bell 于 1961 年提出, 但当时并没有受到业界重视。直到 1995 年 Ohlson 在文章《Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation》中对该方法进行了系统的阐述, 建立了公司权益价值与会计变量之间的关系, 使得该方法重新受到学术界的重视, 成为近些年来学术界最热门的研究主题之一。

剩余收益指净利润超出股东要求回报的部分, **剩余收益估值模型通过对未来剩余收益折现的方式, 刻画了公司为股东创造价值的过程**: 只有当企业能够创造超出必要回报的利润时, 对于股东来讲才创造了价值, 否则是在毁灭价值。

图3: 剩余收益估值模型

$$PV_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - rBV_{t-1}}{(1+r)^t} = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r)BV_{t-1}}{(1+r)^t}$$

$PV_0$ : 当下时刻企业价值  
 $RI_t$ :  $t$ 时刻企业剩余收益  
 $BV_{t-1}$ :  $t-1$ 至 $t$ 时刻企业净资产  
 $BV_0$ : 当下时刻企业净资产  
 $NI_t$ :  $t$ 时刻企业净利润  
 $r$ : 股东要求回报率

资料来源:《Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation》, 民生证券研究院

**剩余收益估值模型可由 DDM 模型推导。**  $BV_t = BV_{t-1} + NI_t - D_t$ ,  $NI_t$  为净利润,  $D_t$  为分红,  $BV_t$  为净资产。可根据 DDM 模型推导出 RIM 模型。

图4: 剩余收益估值模型可由 DDM 模型推导

$$PV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}, \text{ 而 } BV_t = BV_{t-1} + NI_t - D_t,$$

$$\text{得到: } PV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t + BV_{t-1} - BV_t}{(1+r)^t} \quad \text{.....①}$$

$$\text{已知 } 0 = \frac{BV_1}{1+r} + \frac{BV_2 - (1+r)BV_1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{BV_t - (1+r)BV_{t-1}}{(1+r)^t} \quad \text{.....②}$$

$$\text{①} + \text{②得: } PV_0 = \frac{NI_1 + BV_0}{1+r} + \frac{NI_2 - r \cdot BV_1}{(1+r)^2} + \frac{NI_3 - r \cdot BV_2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{NI_t - r \cdot BV_{t-1}}{(1+r)^t}$$

$$\begin{aligned}
 PV_0 &= BV_0 + \frac{NI_1 - r \cdot BV_0}{1+r} + \frac{NI_2 - r \cdot BV_1}{(1+r)^2} + \frac{NI_3 - r \cdot BV_2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{NI_t - r \cdot BV_{t-1}}{(1+r)^t} \\
 &= BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r)BV_{t-1}}{(1+r)^t}
 \end{aligned}$$

资料来源: 民生证券研究院整理

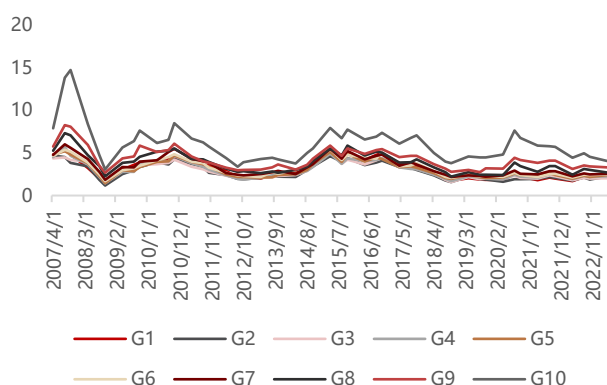
## 2.2 企业价值的核心是 ROE 水平

### 2.2.1 ROE 决定企业价值

**ROE 决定企业价值。**由剩余价值模型（RIM）公式可知，ROE 的高低决定了企业价值和估值的高低。

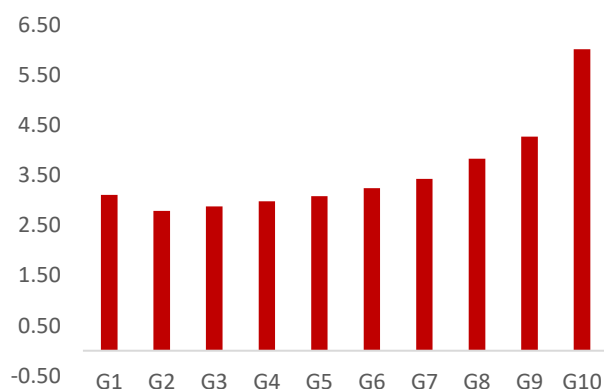
**截面上看，ROE 越高，PB 越高。**如下图所示，我们根据股票 ROE\_TTM 水平对市场个股进行 10 组分类，ROE 水平由低到高的组别对应的估值中位数也呈现由低到高的单调性。

图5：全市场根据 ROE 十分组的 PB 中位数



资料来源：wind，民生证券研究院。G1 到 G10 组按 ROE 从小到大等分组

图6：全市场根据 ROE 十分组的 PB 中位数历史平均



资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.2.2 不同 ROE 水平的理论估值

**利用剩余收益估值模型，模拟不同 ROE 水平下的合理估值。**假定 ROE 前  $n$  年保持  $ROE_1$ ， $n$  年后保持  $ROE_2$  长期稳定，净资产由于净利润的原因假设前  $n$  年以  $g_1$  增速增长， $n$  年后以  $g_2$  的复合增速增长。

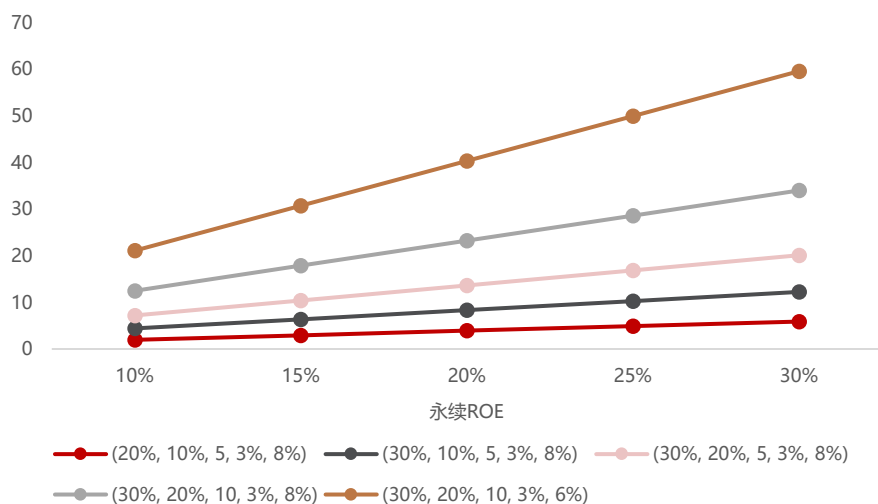
图7：两阶段剩余收益估值模型

$$PV_0 = BV_0 + \sum_{n=1}^{n=n_1} \frac{(ROE_1 - r) * BV_0 * (1 + g_1)^{n-1}}{(1 + r)^n} + \sum_{n=n_1+1}^{\infty} \frac{(ROE_2 - r) * BV_0 * (1 + g_1)^{n_1-1} * (1 + g_2)^{n-n_1}}{(1 + r)^n}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

不同参数下永续 ROE 与理论 PB 的关系如下。永续 ROE 水平对理论 PB 有较为显著影响作用。同时我们也可以看到，要达到 10PB 的估值对企业 ROE 要求较为苛刻。

图8：不同参数下永续 ROE 与理论 PB 的关系



资料来源：民生证券研究院。注：(20%, 10%, 5, 3%, 8%)表示一阶段 ROE20%，一阶段净资产增速 10%，一阶段持续 5 年，永续净资产增速 3%，要求回报率 8%。

一阶段价值占总价值比例与一阶段 ROE、净资产增速以及一阶段持续时间相关。随着永续 ROE 提升和要求回报率的下降，理论估值中枢逐渐提升，当前净资产所占企业总价值比例下降，二阶段价值（即远期 ROE 带来的价值）占企业总价值的比例逐渐上升，说明企业价值更多是在远期创造出来。

高估值公司大部分价值都在远期创造，估值的重点应在远期的盈利能力而非短期的净利润增速。过去的成长股投资策略常利用 PEG 估值，一定程度过于强调短期增速而忽略长期盈利能力，使得高估值公司的估值体系较为脆弱。

图9：不同参数下的理论 PB 水平

| 理论PB  | 一阶段ROE | 一阶段净资产g | 一阶段持续时间 | 永续ROE | 永续净资产g | 要求回报率r | 当前净资产/总价值 | 一阶段价值/总价值 | 二阶段价值/总价值 |
|-------|--------|---------|---------|-------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|
| 1.73  | 15%    | 10%     | 5       | 10%   | 3%     | 8%     | 58%       | 19%       | 23%       |
| 2.95  | 20%    | 10%     | 5       | 15%   | 3%     | 8%     | 34%       | 20%       | 46%       |
| 4.16  | 25%    | 10%     | 5       | 20%   | 3%     | 8%     | 24%       | 20%       | 56%       |
| 4.73  | 30%    | 10%     | 5       | 25%   | 3%     | 8%     | 19%       | 20%       | 62%       |
| 6.86  | 30%    | 10%     | 10      | 25%   | 3%     | 8%     | 15%       | 32%       | 53%       |
| 8.69  | 30%    | 10%     | 10      | 25%   | 3%     | 7%     | 12%       | 28%       | 60%       |
| 11.74 | 30%    | 20%     | 10      | 25%   | 3%     | 8%     | 9%        | 29%       | 62%       |
| 15.32 | 30%    | 20%     | 10      | 25%   | 3%     | 7%     | 7%        | 25%       | 69%       |

资料来源：民生证券研究院测算

## 2.3 估值历史复盘

### 2.3.1 10 倍 PB 需要什么条件？

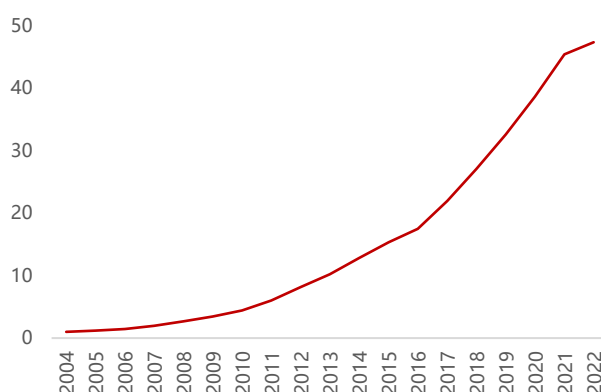
股票 A 的 ROE 长期维持在 30%，净资产复合增速较高。从 2004 年到 2022 年底，净资产增长 40 余倍，保持 24% 的年化复合增速，最新净资产同比增速有所减缓，为 5.6%。

图10：股票 A 财务数据变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：股票 A 单位净资产增长



资料来源：wind，民生证券研究院。注：单位净资产以初始年报 2004 年净资产为基准计算。

根据两阶段 RIM 模型计算股票 A 的理论估值。两阶段增长中净资产增速取接近于历史复合增速的 20%，持续 10 年，假设永续净资产增速为 3%，短期一阶段 ROE 取 30%，长期 ROE 维持在 25%-30% 之间。通过模拟计算，我们认为历史上股票 A 的 10 倍 PB 中枢是较为合理的。

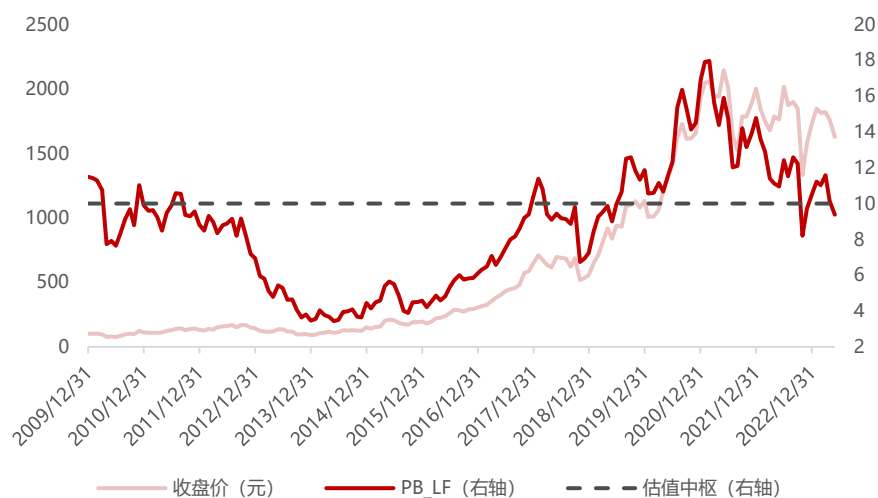
图12：股票 A 不同远期 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值

| 短期g=20%，持续10年<br>短期ROE=30%，长期g=3% |  | 假定长期ROE水平 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------------------|--|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 要求<br>回<br>报<br>率                 |  | 20%       | 21%   | 22%   | 23%   | 24%   | 25%   | 26%   | 27%   | 28%   | 29%   | 30%   |
| 7.0%                              |  | 12.40     | 12.99 | 13.57 | 14.15 | 14.74 | 15.32 | 15.91 | 16.49 | 17.08 | 17.66 | 18.25 |
| 8.0%                              |  | 9.59      | 10.02 | 10.45 | 10.88 | 11.31 | 11.74 | 12.17 | 12.60 | 13.03 | 13.46 | 13.89 |
| 9.0%                              |  | 7.71      | 8.04  | 8.37  | 8.70  | 9.03  | 9.36  | 9.69  | 10.02 | 10.35 | 10.68 | 11.01 |

资料来源：民生证券研究院测算

历史复盘，2013-2014 年，股票 A 估值不断走低，最低点 PB 仅为 3.4，低于估值中枢较多，此后开启估值和盈利双击的行情。

2021 年 Q1 市场交易出 18 倍 PB 的估值，超出估值中枢较多，2021 年至今是较为明显的估值回归。

**图13：股票 A 的 PB\_LF 与收盘价**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3.2 重资产行业较难支撑高估值

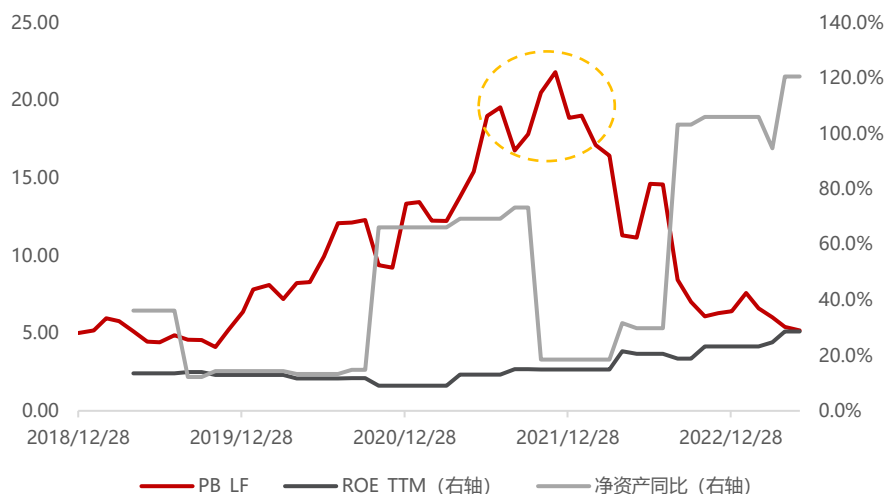
2021 年 Q4 股票 B 最高 PB 达到 20 以上，即使考虑到后续净资产有较快增长，其估值也不便宜。两阶段 RIM 模型中，乐观假设短期净资产增速 50%，持续 5 年，长期增速 3%，对于 20% 的长期 ROE 水平估值也难以给到 20 倍 PB。

**图14：股票 B 不同 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值**

| 短期g=50%，持续5年<br>短期ROE=25%，长期g=3% |      | 假定长期ROE水平 |      |      |      |       |       |
|----------------------------------|------|-----------|------|------|------|-------|-------|
|                                  |      | 15%       | 16%  | 17%  | 18%  | 19%   | 20%   |
| 要求<br>回<br>报<br>率                | 7.0% | 8.00      | 8.64 | 9.28 | 9.93 | 10.57 | 11.22 |
|                                  | 8.0% | 6.16      | 6.66 | 7.15 | 7.65 | 8.14  | 8.64  |
|                                  | 9.0% | 4.93      | 5.33 | 5.72 | 6.12 | 6.52  | 6.92  |

资料来源：民生证券研究院测算

股票 B 属于制造业，是重资产行业，较难给到 10 倍 PB 以上的估值。行业属性决定了公司为了应对随时可能恶化的竞争格局需要不断增加资本开支进行技术迭代升级，这会降低盈利水平，导致远期 ROE 很难维持较高水平，并且难以保持稳定，这类公司较难给到高估值。

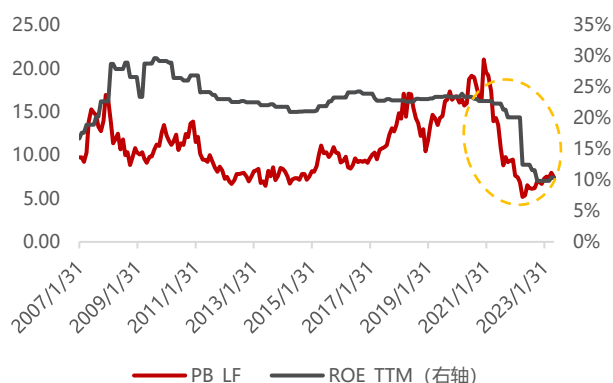
**图15：股票 B 财务数据变化趋势**


资料来源：wind，民生证券研究院

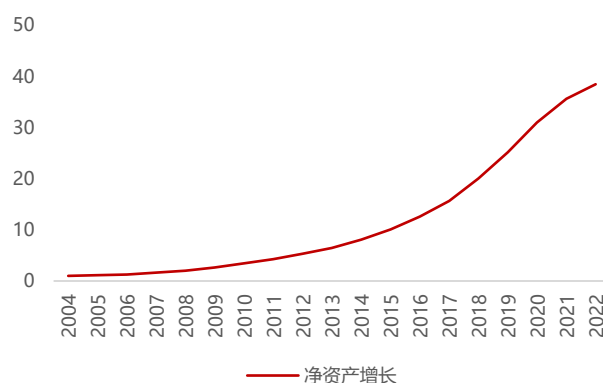
### 2.3.3 高估叠加 ROE 下行导致估值持续下行

**股票 C 估值下行始于阶段性高估。**股票 C 在 2022 年前 ROE 中枢保持 25% 左右，从 2004 年到 2022 年底，净资产保持 22% 的复合增速。其 ROE 与净资产增速与股票 A 接近，但低于股票 A，从剩余收益估值模型看 PB 不应该超过股票 A 的 10 倍 PB 中枢。2020 年底，估值高达 21PB，偏离估值中枢。

**ROE 中枢下行导致估值持续下行。**2022 年后，股票 C 业务受影响，ROE 从 20% 快速下降，2023 年一季报最新 ROE\_TTM 仅为 10%，导致估值持续下行。

**图16：股票 C 财务数据变化趋势**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图17：股票 C 单位净资产增长**


资料来源：wind，民生证券研究院。注：单位净资产以初始年报 2004 年净资产为基准计算。

### 2.3.4 煤炭股如何估值？

煤炭行业经营期限有限。以公司年报披露的可采储量除以 2022 年产量计算可采年限，煤炭行业 A、B、C、D 四家上市公司的可采年限分布在 17 至 67.6 年间，平均为 45.6 年。

图18：四家煤炭上市公司可采年限估计

| 指标           | 煤炭股A   | 煤炭股B   | 煤炭股C  | 煤炭股D |
|--------------|--------|--------|-------|------|
| 可采储量 (亿吨)    | 138.90 | 106.06 | 16.43 | 9.03 |
| 2022年产量 (亿吨) | 3.13   | 1.57   | 0.31  | 0.53 |
| 可采年限         | 44.3   | 67.6   | 53.6  | 17.0 |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

假设煤炭持续经营 40 年，期间净资产增速 5%，ROE 维持在 10%左右，6% 到 8%的要求回报率下理论估值应该是 1.45-2.26 倍 PB 之间。

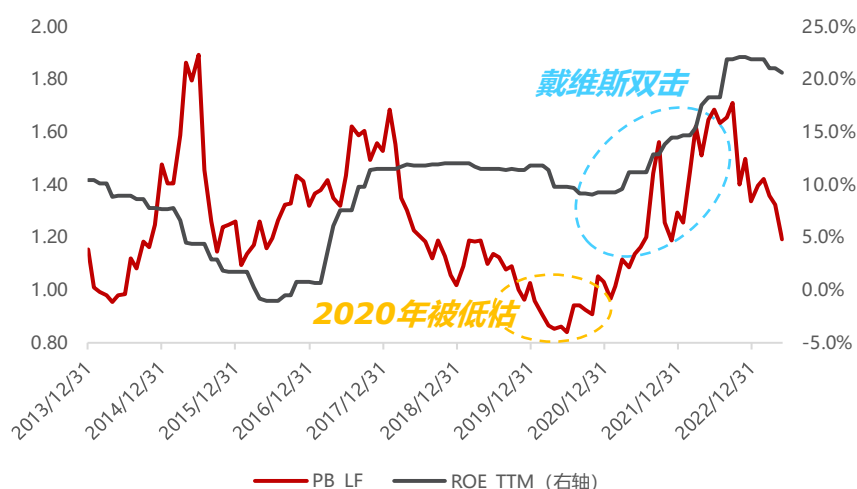
图19：煤炭不同 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值

| g=5%，经营40年 |      | 假定长期ROE水平 |      |      |      |      |      |      |      |
|------------|------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|
|            |      | 8%        | 9%   | 10%  | 11%  | 12%  | 13%  | 14%  | 15%  |
| 要求         | 6.0% | 1.63      | 1.95 | 2.26 | 2.58 | 2.89 | 3.21 | 3.52 | 3.84 |
| 回          | 7.0% | 1.26      | 1.53 | 1.79 | 2.06 | 2.32 | 2.59 | 2.85 | 3.12 |
| 报          | 8.0% | 1.00      | 1.23 | 1.45 | 1.68 | 1.90 | 2.13 | 2.35 | 2.58 |
| 率          |      |           |      |      |      |      |      |      |      |

资料来源：民生证券研究院测算

煤炭行业 2020 年估值破净，被一定程度低估，后续叠加供需不平衡带来的盈利端改善，2021 至 2022 年迎来戴维斯双击。

图20：煤炭（中信一级行业）PB LF 与 ROE TTM



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3 估值如何波动？

### 3.1 股票收益率拆解

观察估值变化首先需要将股票收益进行拆解。将股票收益拆解为四个部分：**估值贡献**，**盈利贡献**，**分红贡献**，以及**股本稀释贡献**。其中估值贡献来自于市净率的变动；盈利贡献来自于净利润导致的净资产增长；股本稀释的负向贡献来自于增发、配股等再融资活动，正向贡献来自于回购注销股份。

图21：股票收益率拆解方法

$$\begin{aligned}
 \ln(1+r) &= \ln\left(\frac{P_t + D_t}{P_{t-1}}\right) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}} * \frac{P_t + D_t}{P_t}\right) \\
 &= \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) + \ln\left(\frac{P_t + D_t}{P_t}\right) \\
 &= \ln\left(\frac{P_t}{B_t} * \frac{B_t}{B_{t-1}} * \frac{B_{t-1}}{P_{t-1}}\right) + \ln\left(1 + \frac{D_t}{P_t}\right) \\
 &= \ln\left(\frac{P_t}{BPS_t * S_t}\right) - \ln\left(\frac{P_{t-1}}{BPS_{t-1} * S_{t-1}}\right) + \ln\left(\frac{B_t}{B_{t-1}}\right) + \ln\left(1 + \frac{D_t}{P_t}\right) \\
 &= \ln\left(\frac{PB_t}{PB_{t-1}}\right) + \ln\left(\frac{B_t}{B_{t-1}}\right) + \ln\left(1 + \frac{D_t}{P_t}\right) - \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right)
 \end{aligned}$$

|                     |                          |                |                      |
|---------------------|--------------------------|----------------|----------------------|
| <b>估值贡献</b>         | <b>盈利贡献</b>              | <b>分红贡献</b>    | <b>股本稀释贡献</b>        |
| $P_t$ : t时刻股价       | $P_{t-1}$ : t-1时刻股价      | $B_t$ : t时刻净资产 | $B_{t-1}$ : t-1时刻净资产 |
| $BPS_t$ : t时刻每股净资产  | $BPS_{t-1}$ : t-1时刻每股净资产 | $S_t$ : t时刻股本  | $S_{t-1}$ : t-1时刻股本  |
| $D_t$ : t-1至t时刻每股分红 |                          |                |                      |

资料来源：Ferreira & Santa-Clara (2011)，民生证券研究院

### 3.2 短期看估值，长期看盈利

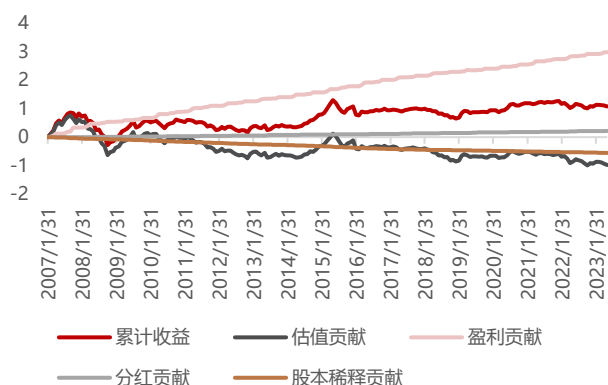
短期价格波动受估值影响，长期收益中盈利和分红贡献较大。我们将全 A 收益率进行拆解，左图的月度收益表明估值波动影响短期价格波动，而右图的对数累计收益显示长期来看盈利在收益贡献中比重较大。这说明了长期投资中盈利的重要性。

图22：万得全 A 的月度收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：万得全 A 的累计收益拆解（对数收益）

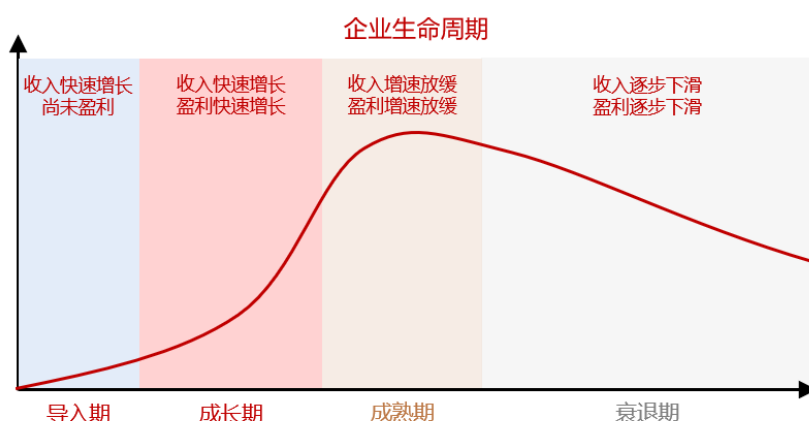


资料来源：wind，民生证券研究院

**长期股票估值中枢不断下行，投资者在估值维度难以持续盈利。**长期看，估值贡献的收益为负，原因是市值弹性一般小于盈利弹性，随着盈利长期向上，估值中枢会逐渐下移，由此带来负向收益。**这说明长期投资大概率只能赚盈利和分红的收益，短期估值或将带来收益，但长期贡献为负。**从这个角度来看，成长股投资追求的是盈利的长期增长带来的回报，真正的成长股长期盈利带来的净资产增长能够消化估值的负向影响。

**企业生命周期理论同样可以解释长期估值中枢下行。**企业生命周期理论表明，ROE 水平随着企业逐步进入成熟期和衰退期而逐渐降低，市场给予的估值逐渐降低。

图24：企业生命周期图示



资料来源：民生证券研究院绘制

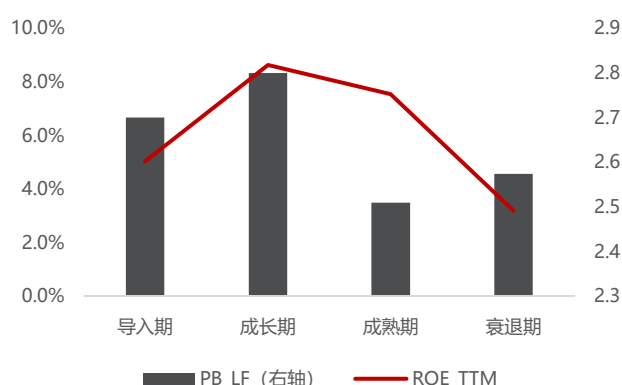
在 Dickinson (2011) 方法基础上，我们将淘汰期和衰退期合并，基于**现金流组合信息**将企业生命周期划分为导入期、成长期、成熟期、衰退期。**不同生命周期下的 PB 和 ROE 有较大差异，且随着企业逐步进入成熟期，估值逐渐走低。**

图25：企业生命周期划分方式

|         | 经营活动<br>现金流净值 | 投资活动<br>现金流净值 | 筹资活动<br>现金流净值 |
|---------|---------------|---------------|---------------|
| 导入期     | -             | -             | -             |
| 成长期     | +             | -             | +             |
| 成熟期-情况1 | +             | +             | -             |
| 成熟期-情况2 | +             | -             | -             |
| 衰退期     | -             | +             | -             |

资料来源：Dickinson (2011)，民生证券研究院

图26：不同生命周期下的 PB 和 ROE 中位数



资料来源：wind，民生证券研究院。注：统计时间为 2016 年年报至 2023 年一季报，样本包括剔除 ST 及上市不满半年的所有上市公司。

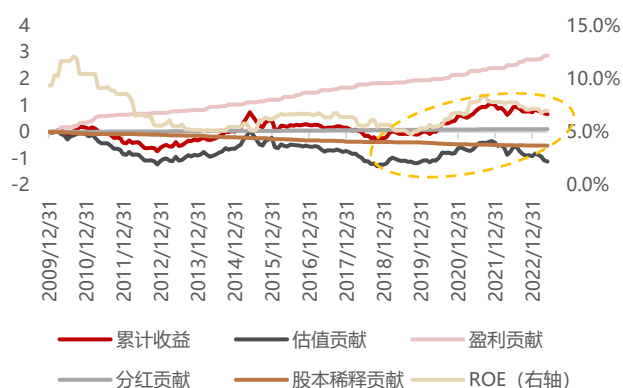
### 3.3 估值波动背后是盈利水平的变化

通过上述收益拆解方法，我们复盘不同行业，观察不同行业不同时间段的主要收益来源，发现估值是行业 ROE 的提前反映，估值波动背后是行业盈利水平的边际变化。

电力设备及新能源 2020-2021 年牛市行情部分贡献是来自于估值，估值的抬升受益于 2019 年 Q3 到 2021 年 Q3 的行业 ROE 持续改善。

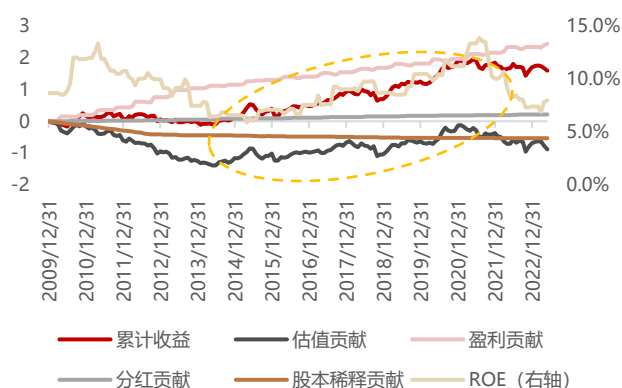
食品饮料从 2014 年年中到 2020 年底持续抬升估值的基础是 ROE 快速增长，持续 6 年的戴维斯双击成就了食品饮料历史级行情。2022 年至今的下跌是估值下跌，估值下行也源于 ROE 水平的下降。

图27：电力设备及新能源收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

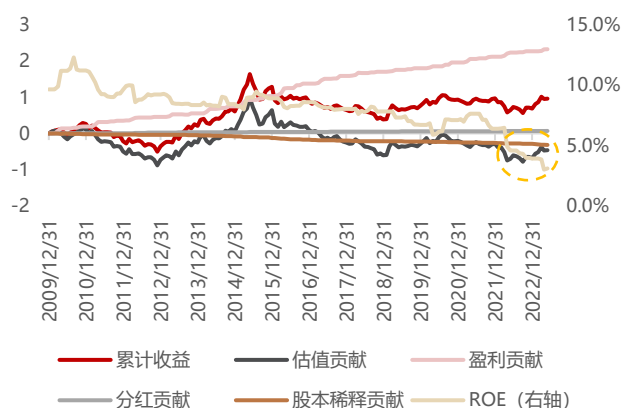
图28：食品饮料收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

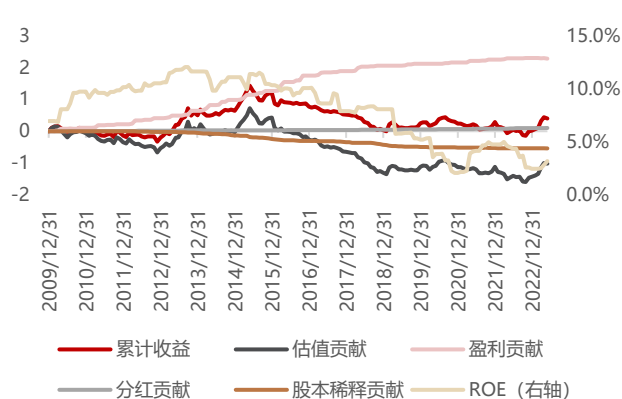
TMT 今年一季度以来的行情是明显的估值推动，受 AI 产业趋势影响，TMT 板块估值提升较为明显。以计算机为例，当下估值变动方向与 ROE 有所背离，后续估值提升持续性有待 ROE 验证。

图29：计算机收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

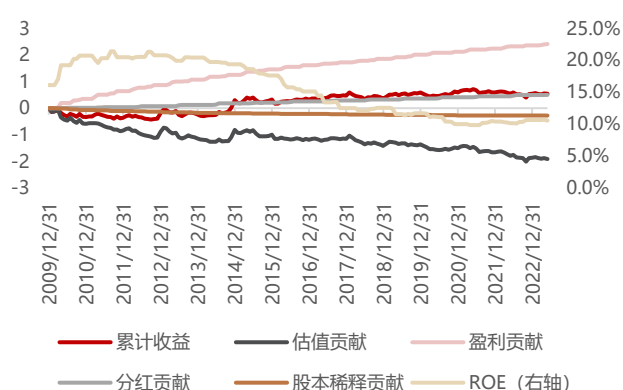
图30：传媒收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

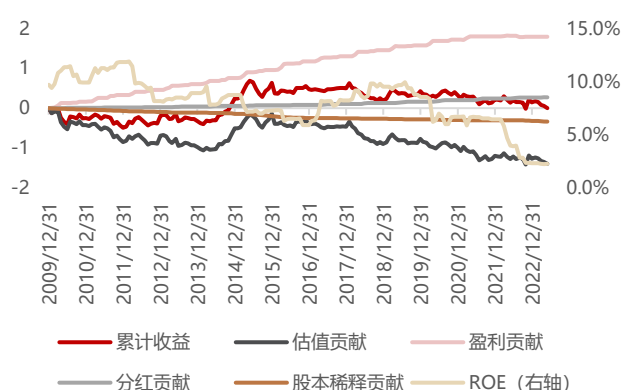
**银行、地产估值持续下行与 ROE 下行有关。**银行盈利和分红持续稳定，尽管估值不断下降但 2015 年至今收益为正；从 2022 年起房地产估值与盈利双降，收益持续下行。同样是估值下跌，由于盈利和分红的不同导致最后收益差异较大，这说明了盈利在长期投资中的重要性。

图31：银行收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

图32：房地产收益拆解（对数收益）

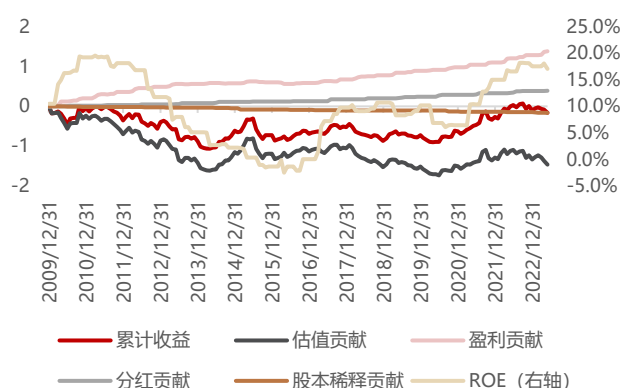


资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

**煤炭长期盈利、分红稳定。**2020Q3-2022Q3 的估值提升行情与盈利改善、ROE 持续上行有关。当下煤炭估值开始向下，如果 ROE 维持在高位，可能有估值修正行情。

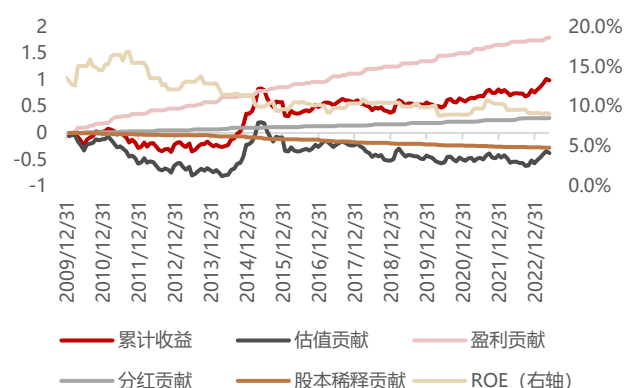
中特估指数 (8841681.WI) 盈利分红稳定，质地优良，**今年来收益快速上行**与估值上修有关，估值是否继续上修的关键在于后续 ROE 是否持续改善。

图33：煤炭收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

图34：中特估指数收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：ROE 为行业内个股 ROE\_TTM 中位数。

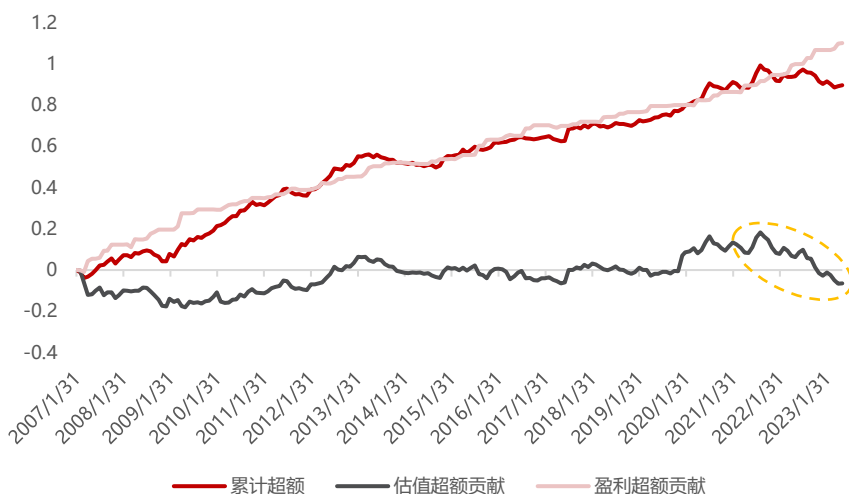
### 3.4 景气度投资与低估值投资的收益来源差异

除行业外，不同的投资策略也可以进行收益拆解，分析不同投资策略的收益来源。从收益来源上理解不同的投资策略可以帮助我们分散组合的收益来源风险，避免在同一收益源上暴露过多，实现真正意义上的多策略投资。

#### 3.4.1 景气度投资赚盈利不赚估值

**景气度投资赚盈利不赚估值。**每季度选择全市场单季度净利润同比增速最高的前 10% 个股（剔除增速大于 500% 后分组）构建组合，组合超额累计收益持续向上，说明景气度投资的长期有效性。进一步拆解收益，发现超额收益几乎全部由盈利贡献而非估值。投资成长股，高速的成长性会迅速向下消化估值，投资者较难在成长组合上赚到估值提升的收益。

图35：单季度净利润同比增速排名前 10% 个股收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院

此外，2021 年 Q4 以来景气度投资在估值上亏损较多，景气度投资阶段性失效。根据全市场单季度净利润同比增速将股票分为 10 组，G10 组别（增速最高）在盈利上明显超越全市场，而在估值上很难赚取超额收益。G10 组别 2022 年估值贡献的超额收益显著为负，导致景气度投资在 2022 年失效。

图36：景气度十分组的盈利与估值超额分年度贡献

|            |  | 盈利超额贡献 |       |        |        |       |       |        |        |        |        |       |       |       |       |       |        |       |
|------------|--|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 年份         |  | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   | 2011  | 2012  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023  |
| G1 (增速最低)  |  | -10.6% | -7.9% | -4.5%  | -4.5%  | -5.0% | -6.6% | -5.7%  | -6.0%  | -5.6%  | -8.9%  | -5.3% | -4.1% | -5.0% | -4.9% | -7.7% | -7.2%  | -2.8% |
| G2         |  | -5.5%  | -5.3% | -2.7%  | -5.4%  | -4.2% | -2.5% | -3.7%  | -5.2%  | -3.0%  | -6.0%  | -1.9% | -3.9% | -3.4% | -3.5% | -5.4% | -3.4%  | -0.4% |
| G3         |  | 0.2%   | -5.5% | 0.1%   | -6.2%  | -2.2% | -3.2% | -1.4%  | -0.6%  | 0.4%   | -5.6%  | -3.6% | 0.1%  | 0.1%  | -2.0% | -0.5% | -1.6%  | -0.4% |
| G4         |  | 5.3%   | -3.2% | 0.8%   | 2.8%   | -2.6% | 0.5%  | 2.4%   | -0.7%  | -1.2%  | -3.3%  | -0.8% | -1.3% | 0.5%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.0%   | 1.1%  |
| G5         |  | 0.6%   | -0.1% | 4.7%   | 1.2%   | 1.1%  | -0.6% | -1.8%  | 2.1%   | 3.5%   | 0.8%   | 2.2%  | 1.3%  | 2.6%  | 1.9%  | 2.4%  | 0.9%   | 1.0%  |
| G6         |  | 2.7%   | 6.7%  | 4.5%   | 5.8%   | 1.2%  | 3.2%  | 0.4%   | 5.8%   | 1.6%   | 5.1%   | 2.3%  | 2.1%  | 4.6%  | 4.4%  | 2.5%  | 3.8%   | 1.6%  |
| G7         |  | 2.5%   | 7.4%  | 5.9%   | 3.3%   | 4.3%  | 2.6%  | 2.7%   | 3.7%   | 4.1%   | 8.2%   | 4.1%  | 2.8%  | 4.2%  | 4.1%  | 6.9%  | 4.8%   | 2.6%  |
| G8         |  | 0.2%   | 4.6%  | 4.3%   | 2.9%   | 9.9%  | 6.7%  | 5.2%   | 5.7%   | 1.1%   | 11.1%  | 6.1%  | 4.0%  | 3.8%  | 4.3%  | 4.9%  | 3.3%   | 3.1%  |
| G9         |  | 5.1%   | 8.5%  | 5.7%   | -0.1%  | 6.4%  | 5.7%  | 5.3%   | 3.6%   | 5.0%   | 8.9%   | 2.8%  | 1.6%  | 1.9%  | 5.4%  | 1.4%  | 5.1%   | 0.0%  |
| G10 (增速最高) |  | 12.4%  | 7.3%  | 9.7%   | 5.7%   | 3.9%  | 6.3%  | 6.8%   | 1.8%   | 9.4%   | 7.0%   | 1.7%  | 4.7%  | 3.5%  | 6.3%  | 8.3%  | 12.0%  | 3.4%  |
|            |  | 估值超额贡献 |       |        |        |       |       |        |        |        |        |       |       |       |       |       |        |       |
| 年份         |  | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   | 2011  | 2012  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023  |
| G1 (增速最低)  |  | 13.4%  | 0.8%  | 8.6%   | -11.6% | 1.9%  | 1.7%  | -2.4%  | 4.4%   | -0.3%  | -0.1%  | -0.3% | 4.5%  | 4.7%  | -9.4% | 0.7%  | 3.7%   | -1.0% |
| G2         |  | -8.5%  | -7.8% | -3.5%  | 43.3%  | -1.1% | 2.2%  | -10.2% | -0.4%  | -4.4%  | -4.0%  | -8.9% | -2.6% | -3.1% | -8.0% | -5.1% | -0.2%  | 0.6%  |
| G3         |  | -9.8%  | -2.3% | -1.7%  | -12.6% | -1.6% | -5.9% | -5.4%  | 1.7%   | -3.2%  | -5.6%  | -6.6% | 0.4%  | -4.4% | -7.1% | -7.2% | -0.8%  | 1.8%  |
| G4         |  | -24.3% | -8.0% | 2.3%   | -10.8% | -3.4% | -7.9% | -5.2%  | -9.5%  | -13.4% | -8.4%  | -6.0% | 0.1%  | -7.8% | -3.9% | -4.4% | 1.6%   | -0.9% |
| G5         |  | -18.8% | -2.1% | -6.3%  | 3.4%   | -3.0% | -3.7% | 2.9%   | -5.3%  | -19.9% | -12.4% | -2.5% | -1.8% | -7.2% | -1.3% | -8.1% | -4.2%  | 1.2%  |
| G6         |  | -16.1% | 5.7%  | -14.4% | -13.0% | -4.8% | -9.2% | 0.9%   | -0.7%  | -2.8%  | 24.8%  | 3.4%  | 2.2%  | -3.2% | 0.3%  | -3.0% | -1.3%  | -0.5% |
| G7         |  | -0.1%  | 3.3%  | -12.5% | -0.3%  | 0.4%  | -7.2% | 8.8%   | -8.7%  | -8.2%  | -8.6%  | 0.2%  | -2.7% | -3.4% | -3.9% | -1.7% | -7.2%  | -2.3% |
| G8         |  | -2.1%  | -0.9% | -11.6% | -1.9%  | -2.4% | 2.7%  | 7.9%   | -11.1% | 1.3%   | -8.4%  | 4.4%  | 1.5%  | 0.6%  | 7.2%  | 3.1%  | -6.6%  | -4.5% |
| G9         |  | 5.7%   | -3.0% | -9.8%  | -1.1%  | 3.6%  | 5.6%  | 4.6%   | -2.5%  | 3.5%   | -1.5%  | 5.0%  | -2.1% | 0.0%  | 7.4%  | 1.5%  | -7.4%  | -0.6% |
| G10 (增速最高) |  | -12.2% | -5.4% | 4.7%   | 1.9%   | 1.4%  | 13.1% | -4.3%  | 2.2%   | -0.8%  | -4.5%  | 5.3%  | -2.4% | 8.1%  | 4.5%  | -3.2% | -11.1% | -3.6% |

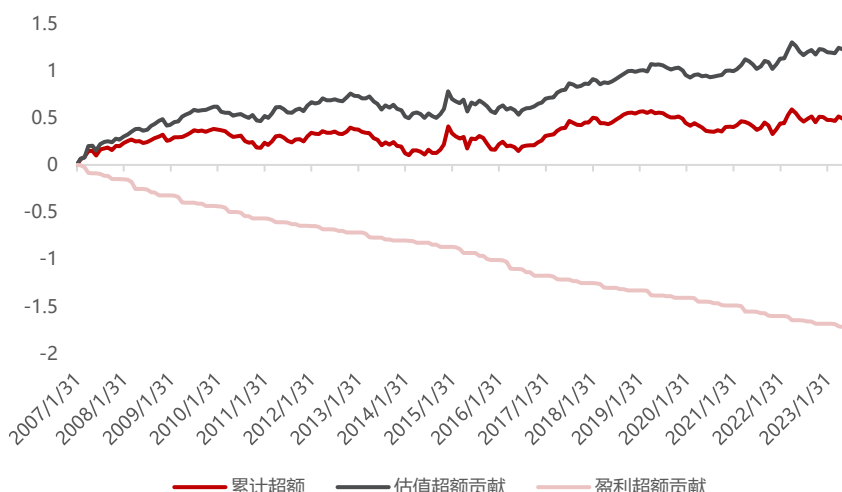
G10组  
2022年估值  
维度损失  
较多收益

资料来源：wind，民生证券研究院。注：2023 年收益统计截至 2023 年 5 月底。

### 3.4.2 “价值”投资赚估值不赚盈利

**低估值投资赚估值不赚盈利。**按照 PB\_LF 对全市场分 10 组，估值最低的个股超额收益主要由估值贡献，而盈利超额收益一路向下。这解释了“价值陷阱”现象，即低估值的个股之所以估值较低，是因为其盈利水平不如全市场平均。

图37：PB\_LF 排名后 10%个股收益拆解（对数收益）



资料来源：wind，民生证券研究院

根据 PB\_LF 将股票分为 10 组，G1 组别（估值最低）在估值收益上明显超越全市场，而在盈利上很难赚取超额收益。

图38：估值十分组的盈利与估值超额分年度贡献

|            |  | 盈利超额贡献 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |       |        |        |        |
|------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 年份         |  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   |
| G1 (估值最低)  |  | -15.1% | -17.2% | -11.2% | -13.2% | -8.0%  | -6.9%  | -8.5%  | -6.7%  | -14.0% | -16.6% | -8.0%  | -7.7% | -7.6% | -8.3% | -11.2% | -8.0%  | -3.6%  |
| G2         |  | -15.1% | -15.3% | -5.9%  | -6.7%  | -8.3%  | -7.1%  | -7.7%  | -7.3%  | -11.3% | -15.7% | -8.5%  | -7.2% | -4.9% | -7.3% | -9.0%  | -7.5%  | -2.8%  |
| G3         |  | -10.8% | -8.4%  | -5.0%  | -6.1%  | -7.8%  | -5.7%  | -6.9%  | -7.4%  | -9.8%  | -10.2% | -7.6%  | -5.7% | -4.0% | -5.9% | -8.1%  | -6.0%  | -2.5%  |
| G4         |  | -10.5% | -7.3%  | -6.0%  | -4.7%  | -6.8%  | -3.8%  | -5.8%  | -4.4%  | -8.0%  | -7.0%  | -3.0%  | -3.6% | -3.8% | -3.3% | -6.0%  | -5.3%  | -2.1%  |
| G5         |  | -2.8%  | -6.2%  | -4.5%  | -4.8%  | -5.5%  | -3.1%  | -3.3%  | -3.9%  | -4.7%  | -3.5%  | -4.8%  | -1.9% | -1.5% | -3.3% | -4.4%  | -2.5%  | -1.3%  |
| G6         |  | -4.3%  | -5.0%  | -0.1%  | -2.7%  | -4.5%  | -1.9%  | -2.7%  | -5.0%  | -3.5%  | -2.7%  | -2.8%  | -1.0% | -2.0% | -2.0% | -2.8%  | -0.9%  | -1.2%  |
| G7         |  | -0.5%  | 4.1%   | -0.2%  | -1.3%  | 0.4%   | -1.8%  | 0.7%   | -0.8%  | 2.9%   | -2.0%  | -2.2%  | 1.6%  | 0.5%  | -1.8% | -0.3%  | 0.1%   | 0.2%   |
| G8         |  | 4.4%   | 8.6%   | 6.6%   | 9.4%   | 2.8%   | -0.6%  | 4.2%   | 3.6%   | 5.8%   | 11.3%  | 5.6%   | 2.2%  | 2.3%  | 2.3%  | 4.0%   | 1.0%   | 0.4%   |
| G9         |  | 15.1%  | 17.6%  | 7.1%   | 15.1%  | 9.7%   | 12.7%  | 8.9%   | 10.3%  | 13.6%  | 16.9%  | 11.4%  | 7.6%  | 5.5%  | 7.3%  | 12.4%  | 8.1%   | 3.6%   |
| G10 (估值最高) |  | 37.4%  | 25.2%  | 16.9%  | 13.7%  | 26.3%  | 16.4%  | 18.6%  | 18.9%  | 25.1%  | 26.9%  | 17.9%  | 14.6% | 12.2% | 19.5% | 22.8%  | 18.9%  | 8.8%   |
|            |  | 估值超额贡献 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |       |        |        |        |
| 年份         |  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   |
| G1 (估值最低)  |  | 26.9%  | 14.9%  | 20.0%  | -15.2% | 16.2%  | 10.7%  | -15.3% | 19.9%  | -22.9% | 10.9%  | 19.8%  | 12.8% | 1.3%  | 0.0%  | 6.9%   | 15.5%  | 0.4%   |
| G2         |  | 25.6%  | 23.6%  | 15.2%  | -13.4% | 9.8%   | 9.2%   | -2.2%  | 7.1%   | -1.8%  | 8.8%   | 10.5%  | 5.6%  | 0.8%  | 4.4%  | 11.2%  | 13.5%  | 2.0%   |
| G3         |  | 14.6%  | 15.4%  | 14.9%  | -2.9%  | 3.3%   | 3.0%   | 3.1%   | 6.7%   | 0.7%   | 4.3%   | 5.0%   | 4.1%  | 6.1%  | 0.2%  | 10.4%  | 12.8%  | 1.7%   |
| G4         |  | 17.7%  | 3.3%   | 7.7%   | -1.2%  | 4.8%   | -0.6%  | 4.4%   | -4.0%  | 4.2%   | 3.5%   | -0.1%  | 0.0%  | -0.8% | 4.9%  | 9.2%   | 3.2%   | 5.1%   |
| G5         |  | 5.4%   | 6.3%   | 10.5%  | 1.1%   | 0.0%   | 5.1%   | 0.3%   | 6.0%   | 4.4%   | -2.5%  | 0.4%   | 2.3%  | 2.3%  | -5.0% | 9.9%   | 5.0%   | 4.1%   |
| G6         |  | -10.3% | 1.4%   | -2.7%  | -3.7%  | 3.4%   | -5.8%  | 4.0%   | 2.7%   | 6.2%   | -2.2%  | -2.6%  | 0.5%  | 1.8%  | 3.3%  | 3.8%   | -2.7%  | 4.7%   |
| G7         |  | -10.7% | -10.4% | -6.7%  | -6.7%  | -5.4%  | -2.7%  | 5.9%   | -9.1%  | 8.6%   | 26.0%  | -0.3%  | -4.0% | -2.4% | -0.5% | -0.9%  | -2.5%  | 1.4%   |
| G8         |  | 4.6%   | -21.4% | -11.8% | -3.8%  | -4.4%  | -10.2% | 3.5%   | -4.5%  | 1.3%   | -16.6% | -5.8%  | -6.0% | -0.5% | -4.0% | -9.9%  | -12.3% | -1.2%  |
| G9         |  | -30.5% | -17.0% | -18.7% | 33.6%  | -9.6%  | -7.6%  | 1.8%   | -30.3% | -7.2%  | -21.2% | -20.0% | -7.9% | -5.1% | -5.0% | -15.7% | -15.4% | -4.6%  |
| G10 (估值最高) |  | -57.5% | -19.7% | -30.5% | 1.1%   | -20.0% | -2.4%  | -7.6%  | -0.9%  | -0.3%  | -16.6% | -8.6%  | -9.1% | -5.2% | -1.1% | -29.9% | -21.1% | -14.4% |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：2023 年收益统计截至 2023 年 5 月底。

景气度投资与低估值投资从投资方法上有显著差异，从收益来源上也有明显区别：前者赚盈利不赚估值，长期有效；后者赚估值但盈利上损失较多，长期有效性不如景气度投资。

## 4 如何捕捉估值波动？

景气度投资长期有效，但在特定时点，比如 2021 年 Q4，由于前期高估从而在估值维度损失较大导致策略阶段性失效。我们希望找到一种与之互补的策略：收益来自于估值但尽量不像低估值投资一样在盈利上损失过多。从收益来源角度看，这样的策略能在景气度投资失效时帮助组合持续获取收益。

我们在下文中提出了三种投资模式，在三种驱动模式驱动下构建了估值提升 TOP50 组合，发现估值带来的超额收益较为显著，较好地攫取了估值的收益而在盈利上并未损失过多。

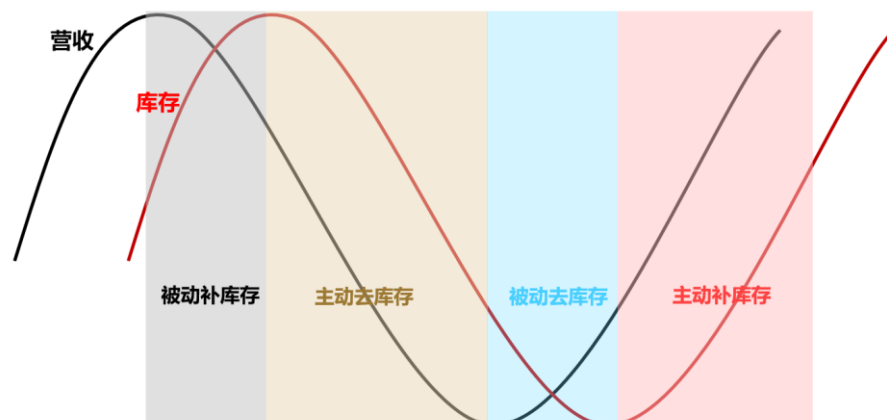
### 4.1 模式一：困境反转的价值重估

#### 4.1.1 困境反转的刻画与表现

**困境反转导致的价值重估来自于悲观预期的修复。**当企业经营出现困难时，投资者往往会放大悲观预期，此时容易进入到盈利与估值双降阶段。而待到企业经营出现困境反转时，伴随着企业盈利恢复，此时资产价值较大概率会面临重估，前期较低的估值会迎来一定程度修复。

**困境反转即困境+反转，从库存周期视角刻画困境反转。**首先根据总营收同比变动和库存同比变动，将股票划分成四种库存周期状态。被动去库存对应营收下降库存上升，是最危险的状态；主动去库存对应营收、库存双降，企业根据持续降低的需求主动减少库存，降低产能利用率；**被动去库存对应企业营收上升库存下降**，此时企业需求回暖，库存较低，容易出现供不应求的状态，此时的利润弹性和股票收益弹性均较大，从主动去库存到被动去库存是典型的经营反转；主动补库存对应营收、库存双升，是典型的景气阶段。

图39：库存周期图示



资料来源：民生证券研究院绘制

在库存周期基础上叠加单季度净利润同比增速对困境与反转状态进行进一步刻画。具体来讲，根据营收同比变动、库存同比变动和单季度归母净利润同比变动三个指标的正负号将个股划分为 8 种不同状态。

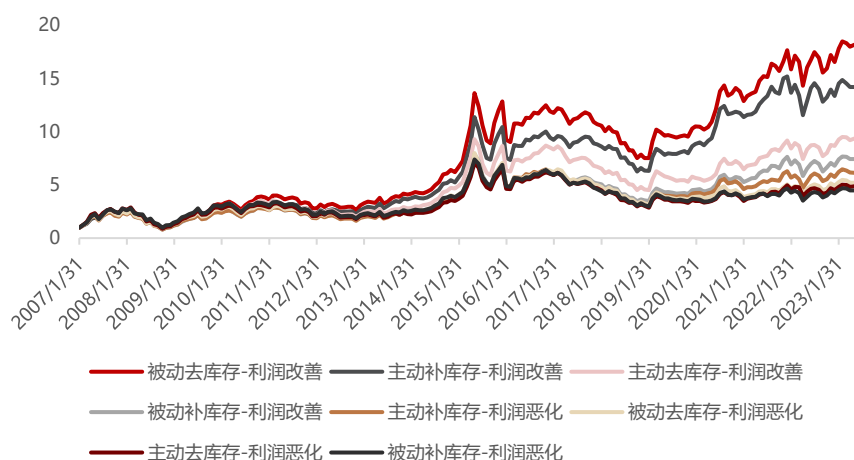
图40：库存周期叠加净利润增速对个股状态进行刻画

| 状态         | 单季度营收同比变动 | 库存同比变动 | 单季度净利润同比变动 |
|------------|-----------|--------|------------|
| 主动补库存-利润改善 | ↑         | ↑      | ↑          |
| 被动去库存-利润改善 | ↑         | ↓      | ↑          |
| 主动去库存-利润改善 | ↓         | ↓      | ↑          |
| 被动补库存-利润改善 | ↓         | ↑      | ↑          |
| 主动补库存-利润恶化 | ↑         | ↑      | ↓          |
| 被动去库存-利润恶化 | ↑         | ↓      | ↓          |
| 被动补库存-利润恶化 | ↓         | ↑      | ↓          |
| 主动去库存-利润恶化 | ↓         | ↓      | ↓          |

资料来源：wind，民生证券研究院

不同库存周期下的股票收益分化明显。被动去库存和主动补库存叠加利润改善分别对应企业复苏和景气阶段，长期正向收益显著。而利润恶化是明显的困境期，此时如果叠加被动补库存（营收下行且库存上行），负向超额收益更加显著。

图41：不同状态下个股收益差异显著（20070131-20230531）



资料来源：wind，民生证券研究院

困境反转具体定义指过去 4 个财报季有至少 2 个季度利润恶化（即单季度净利润同比为负），并且最新财报显示处在被动去库存-利润改善状态。

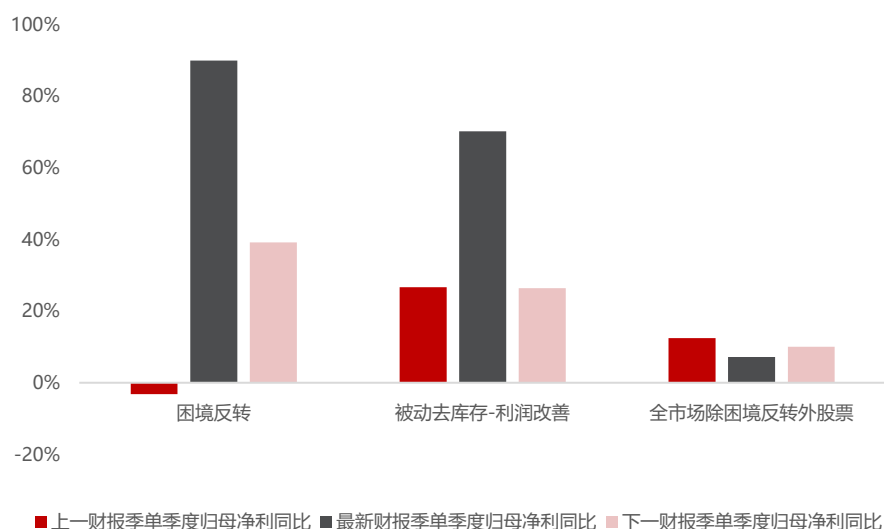
图42：困境反转状态刻画



资料来源：民生证券研究院绘制

此方式能够一定程度刻画个股的困境反转特征。困境反转个股上一季度景气度明显低于其他个股和单纯的被动去库存-利润改善，体现出了困境的特征；当前季度和在未来一季度净利润同比增速显著高于其他个股和单纯的被动去库存-利润改善，较好地刻画出了反转的特征。

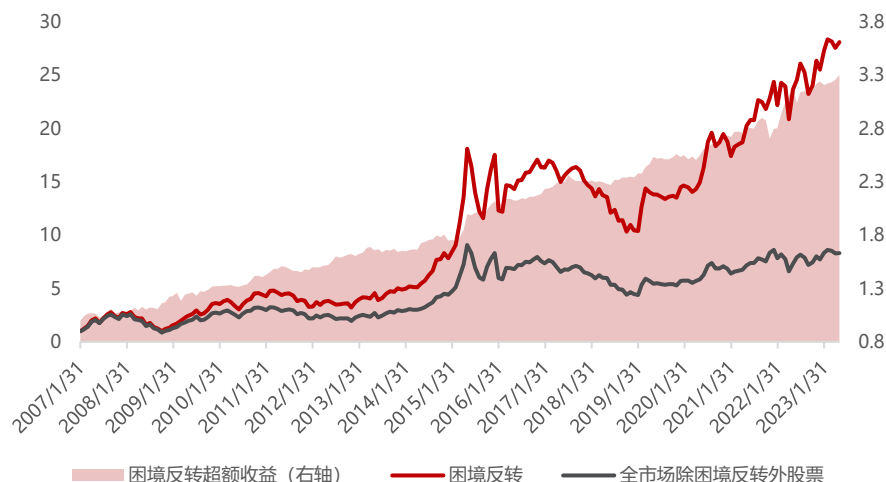
图43：困境反转个股前后景气度对比



资料来源：wind，民生证券研究院

困境反转个股相比全市场而言具有明显超额收益，且超额收益相对稳定，相对于全A等权组合的年化超额为7.6%，信息比1.24，超额最大回撤6.7%。

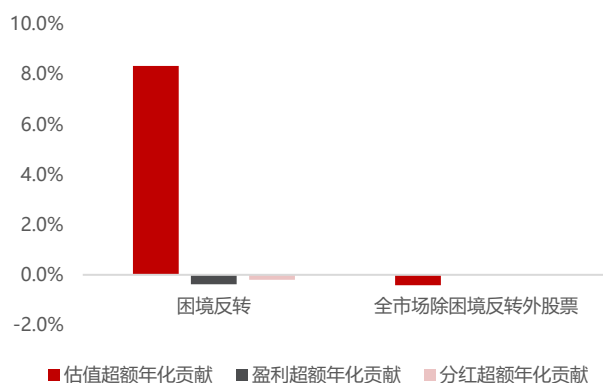
图44：困境反转个股绝对收益与超额收益（20070131-20230531）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：超额收益指相对于全市场平均。

**困境反转个股收益主要来自于估值贡献而非盈利贡献超额收益。**所以我们观察到自2021年Q4以来其超额收益仍然较为稳定，与传统景气度投资策略有一定差异。其次，困境反转股票池内个股数量较多，适合作为基础池进行进一步筛选。

图45：困境反转个股收益拆解中估值贡献显著



资料来源：wind，民生证券研究院

图46：困境反转个股数量较多



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.1.2 困境反转案例分析-歌尔股份

**困境反转模式捕捉歌尔股份2019年H2机会。**根据上述刻画方式，歌尔股份2019年Q2、Q3属于困境反转期，即前期净利润恶化，但当期财报净利润改善，营收上升且库存下降。对应的个股产业逻辑为：2018年由于智能手机行业竞争加剧，传统电声器件毛利下降叠加TWS无线耳机产能爬坡，净利大降56.7%。2019年半年报显示，受益于TWS耳机和智能音箱需求上升，公司智能声学整机业务营收同比增长215.55%，公司归母净利润同比增速56.69%。

自 2019 年半年报披露截至 2019 年底，歌尔股份涨幅高达 41.1%，困境反转带来较好的投资回报。

**图47：歌尔股份困境反转案例分析**

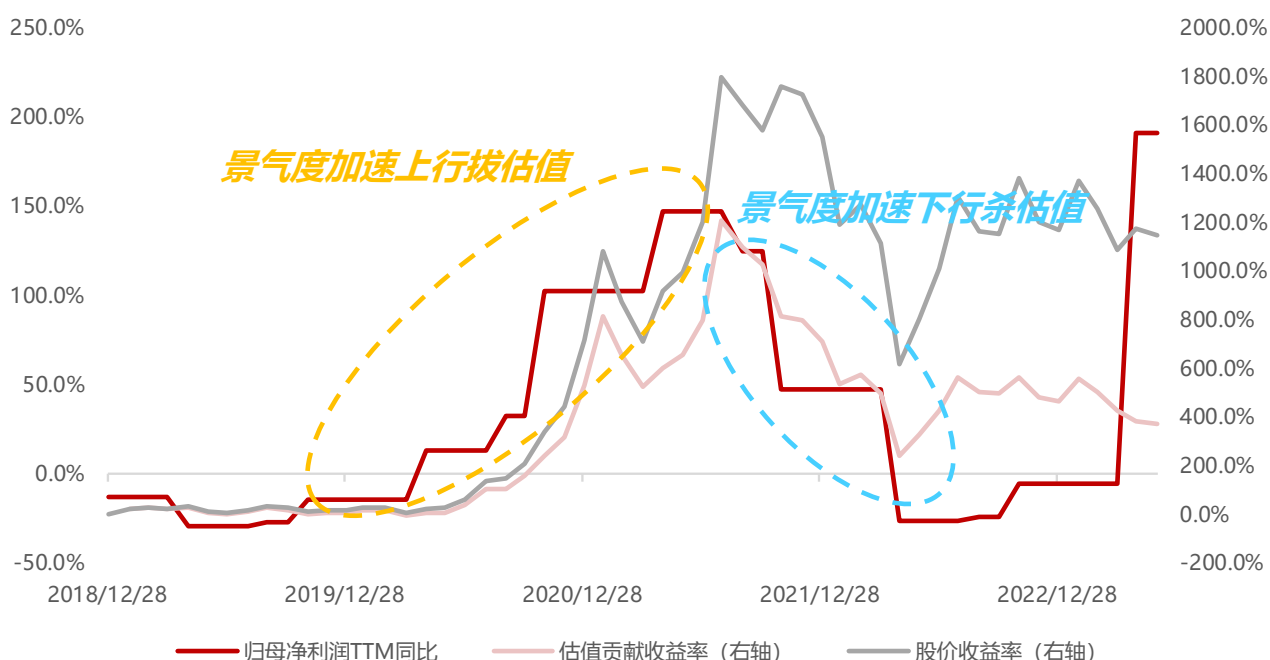


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 模式二：景气度加速上行/恢复的估值抬升

景气度的加速上行/恢复会带来估值上行/修复的机会。以阳光电源(300274.SZ)为例, 2019Q3 到 2021Q1, 净利润增速加速上行, 2019 年 10 月 31 日至 2021 年 7 月 30 日股价涨幅达到 1625%, 收益大部分由估值贡献。同样, 当景气度从 2021Q2 到 2022Q1 加速下行时, 估值下跌带来的负向收益明显。

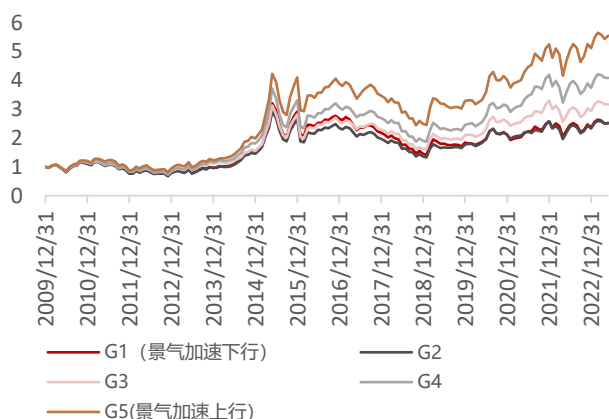
图48：阳光电源案例分析



资料来源：wind，民生证券研究院

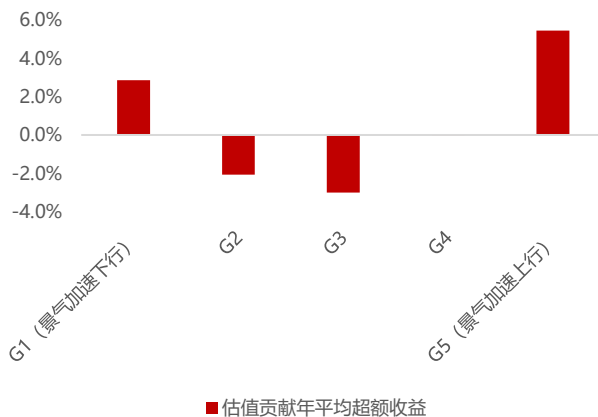
景气度的边际变化能有效捕捉估值变动带来的收益。根据单季度归母净利润同比的环比差分将全市场股票分为 5 组，景气度加速上行（G5）的个股相对于全市场在估值层面有明显超额收益，即景气度加速上行时个股估值提升明显。

图49：单季度归母净利润同比的环比差分的分组表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图50：景气度加速上行个股收益拆解中估值贡献明显



资料来源：wind，民生证券研究院

### 4.3 模式三：定价错误的估值回归

市场定价偏离会带来估值的回归。股价围绕价值中枢波动，投资者的情绪会使得股价偏离价值中枢，市场定价错误会带来估值的回归。

根据剩余收益估值模型，计算个股的理论价值 $PV_0$ 。其中 $BV_0$ 为净资产， $ROE_t$ ， $BV_t$ 取分析师预期数据，假设 FY3 后永续， $r=7\%$ ， $g=0$ （考虑到分析师预期普遍乐观所以永续增长取 0）。利用市值除以理论价值构建基本面价值因子 $MKCAP/PV_0$ ，并进行行业中性化，因子值越小说明股票越被低估，越大说明股票越被高估。

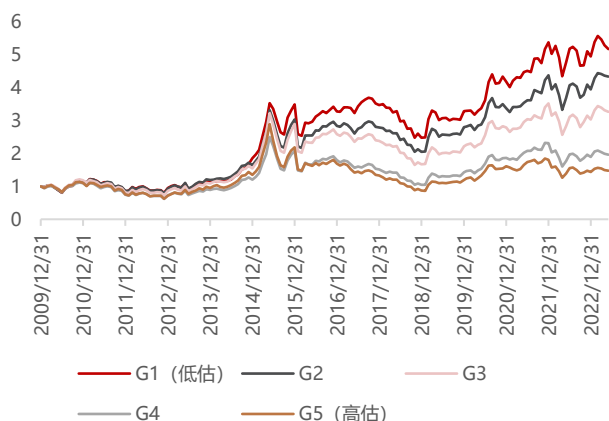
图51：理论价值 $PV_0$ 计算方式

$$PV_0 = BV_0 + \frac{(ROE_1 - r) * BV_0}{1 + r} + \frac{(ROE_2 - r) * BV_1}{(1 + r)^2} + \frac{(ROE_3 - r) * BV_2}{(1 + r)^2 * (r - g)}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

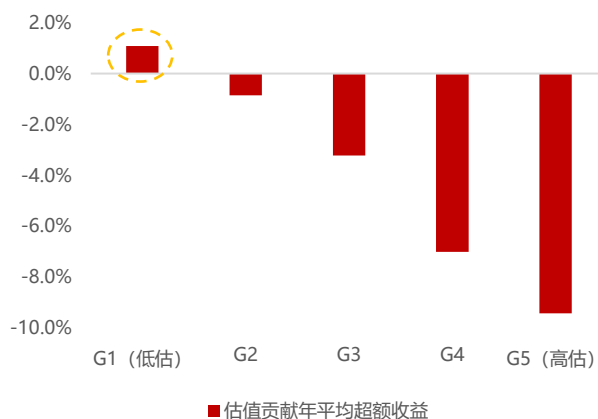
低估股票未来有估值回归动力。根据低估因子将个股分为 5 组，低估股票有较强收益，并且估值对其收益贡献十分明显。

图52：基本面价值因子的分组表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：低估的个股收益拆解中估值贡献明显



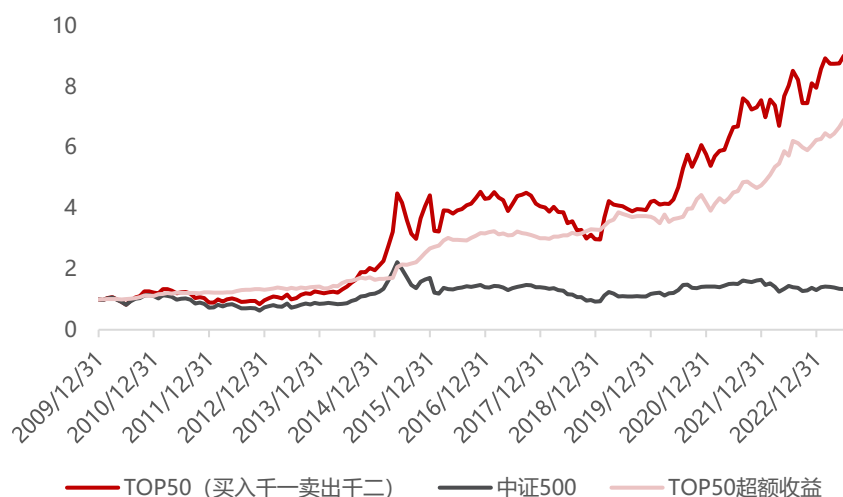
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.4 从困境反转出发攫取估值的收益

**在困境反转股票池中构建估值提升 TOP50 组合。**将基本面价值因子（调正正负号后）和单季度归母同比的环比差分截面标准化后叠加，在困境反转股票池中选得分最高的 50 只股票，构建估值提升 TOP50 组合。

回测标准如下：全市场选股，剔除掉 ST、当日涨跌停、停牌股票，月频调仓，次日开盘价成交，费率为买入 1‰卖出 2‰。组合自 2010 年年初至 2023 年 6 月底，年化绝对收益 17.7%，相对中证 500 超额收益年化 15.4%，信息比率 1.37，年化换手率单边 409%。

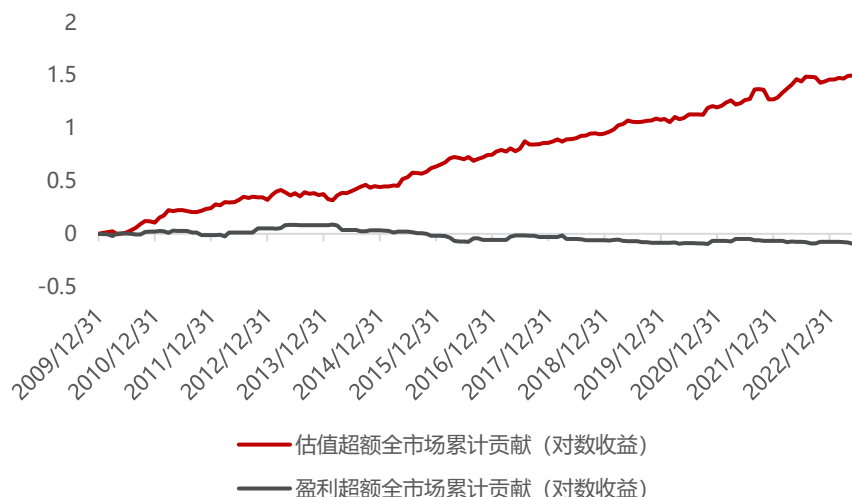
**图54：估值提升 TOP50 组合历史表现 (20091231-20230630)**



资料来源：wind，民生证券研究院

估值提升 TOP50 组合超额收益几乎全部来自于估值贡献。组合 2021 年 Q4 以来超额收益显著，这与常规的景气度投资策略有较大差异。我们认为核心原因在于收益来源不同，策略可作为景气度策略的补充。

图55：估值提升 TOP50 组合超额收益几乎全部来自于估值贡献



资料来源：wind，民生证券研究院。注：统计时间截至 20230630。

策略分年度表现如下。策略在传统景气度投资表现较好的 2020、2021 年超额收益欠佳，但在景气度投资失效的 2022 年表现突出，相对中证 500 的超额收益达到 34.9%。

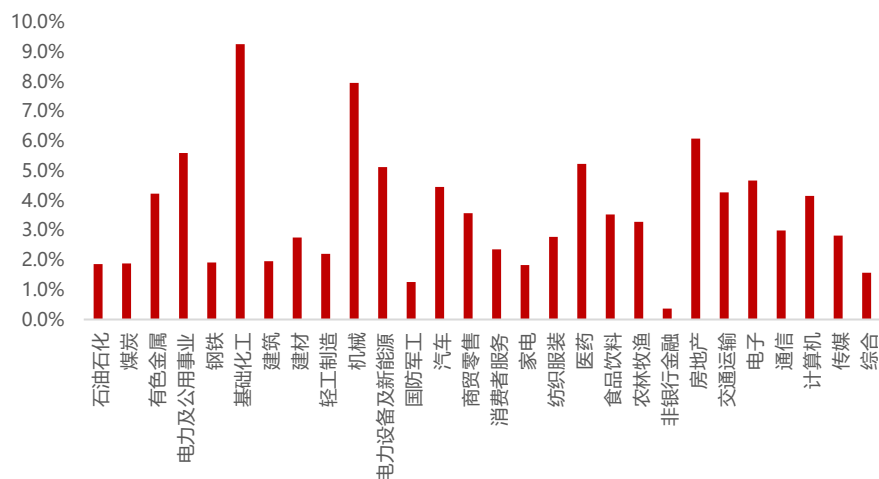
表1：估值提升 TOP50 组合分年度表现

| 年份         | 绝对收益   | 超额收益  | 信息比率  | 超额回撤   | 单边换手率 | 月度胜率 |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|------|
| 2010       | 21.4%  | 11.2% | 1.77  | -1.9%  | 420%  | 67%  |
| 2011       | -26.7% | 10.2% | 1.57  | -1.2%  | 324%  | 50%  |
| 2012       | 8.0%   | 6.9%  | 1.51  | -2.0%  | 338%  | 75%  |
| 2013       | 27.7%  | 8.5%  | 1.15  | -3.9%  | 430%  | 67%  |
| 2014       | 59.3%  | 15.2% | 1.09  | -5.2%  | 406%  | 67%  |
| 2015       | 126.0% | 63.5% | 2.97  | -0.4%  | 474%  | 92%  |
| 2016       | -2.7%  | 18.4% | 2.29  | -2.9%  | 488%  | 58%  |
| 2017       | -5.5%  | -5.0% | -0.71 | -7.0%  | 444%  | 42%  |
| 2018       | -27.0% | 9.5%  | 1.96  | -1.5%  | 406%  | 58%  |
| 2019       | 41.3%  | 12.5% | 1.30  | -4.2%  | 378%  | 58%  |
| 2020       | 36.7%  | 12.2% | 0.68  | -6.3%  | 416%  | 67%  |
| 2021       | 31.0%  | 13.7% | 0.96  | -6.2%  | 436%  | 67%  |
| 2022       | 5.4%   | 31.7% | 2.37  | -4.9%  | 360%  | 67%  |
| 截至20230630 | 13.2%  | 10.6% | 2.93  | -1.8%  | 220%  | 83%  |
| 全时期        | 17.7%  | 15.4% | 1.37  | -11.7% | 409%  | 65%  |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：超额收益指相对于中证 500 指数。

组合行业分布均匀，风格偏向中小市值。

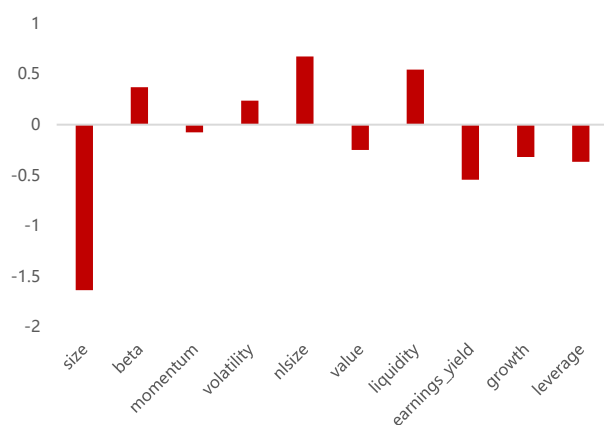
图56：估值提升 TOP50 组合行业历史平均分布



资料来源：wind，民生证券研究院

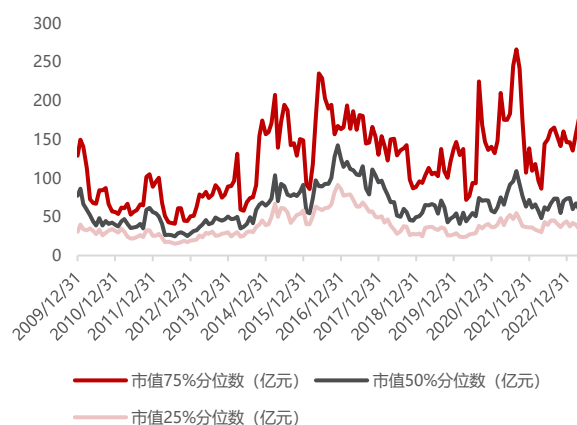
组合风格偏向小市值，主要原因有两点：**第一，小市值公司相对容易估值提升，大市值估值提升需要更多资金推动。第二，小市值公司业务相对简单，转型更加简单所以尽管产业周期下行也可能通过战略调整实现困境反转。**而大市值公司业务复杂，盈利惯性强，更多跟产业周期的 beta 绑定，经营出现困难的原因往往是产业周期下行的大趋势，此时较难通过调整业务困境反转。

图57：估值提升 TOP50 组合风格因子历史平均暴露



资料来源：wind，民生证券研究院

图58：估值提升 TOP50 组合市值不同分位数



资料来源：wind，民生证券研究院

组合 2023 年 6 月底最新持仓如下。

**表2：估值提升 TOP50 组合 6 月底最新持仓**

| 换仓日       | 股票代码      | 股票简称  | 总市值 (亿元) | 行业      | PB_LF | PE_TTM | 换仓日       | 股票代码      | 股票简称 | 总市值 (亿元) | 行业      | PB_LF | PE_TTM  |
|-----------|-----------|-------|----------|---------|-------|--------|-----------|-----------|------|----------|---------|-------|---------|
| 2023/6/30 | 000002.SZ | 万科A   | 1,672.7  | 房地产     | 0.68  | 7.39   | 2023/6/30 | 000888.SZ | 峨眉山A | 60.4     | 消费者服务   | 2.59  | -75.39  |
| 2023/6/30 | 601989.SH | 中国重工  | 1,099.1  | 国防军工    | 1.31  | -48.85 | 2023/6/30 | 002035.SZ | 华帝股份 | 60.2     | 家电      | 1.77  | 38.65   |
| 2023/6/30 | 688256.SH | 寒武纪-U | 783.2    | 电子      | 17.14 | -63.98 | 2023/6/30 | 300349.SZ | 金卡智能 | 59.6     | 机械      | 1.49  | 17.78   |
| 2023/6/30 | 600487.SH | 亨通光电  | 361.6    | 通信      | 1.52  | 22.12  | 2023/6/30 | 600569.SH | 安阳钢铁 | 57.2     | 钢铁      | 0.81  | -2.02   |
| 2023/6/30 | 000027.SZ | 深圳能源  | 313.5    | 电力及公用事业 | 0.67  | 13.54  | 2023/6/30 | 300729.SZ | 乐歌股份 | 55.5     | 轻工制造    | 1.95  | 9.39    |
| 2023/6/30 | 603156.SH | 养元饮品  | 312.6    | 食品饮料    | 2.54  | 18.57  | 2023/6/30 | 002835.SZ | 同为股份 | 49.9     | 计算机     | 5.35  | 42.38   |
| 2023/6/30 | 600398.SH | 海澜之家  | 297.2    | 纺织服装    | 1.93  | 13.29  | 2023/6/30 | 605098.SH | 行动教育 | 46.7     | 消费者服务   | 4.31  | 38.72   |
| 2023/6/30 | 601928.SH | 凤凰传媒  | 290.1    | 传媒      | 1.64  | 13.88  | 2023/6/30 | 300342.SZ | 天银机电 | 45.8     | 家电      | 3.03  | 187.59  |
| 2023/6/30 | 002739.SZ | 万达电影  | 273.3    | 传媒      | 3.72  | -16.54 | 2023/6/30 | 603886.SH | 元祖股份 | 44.0     | 食品饮料    | 2.73  | 15.87   |
| 2023/6/30 | 600655.SH | 豫园股份  | 267.5    | 商贸零售    | 0.74  | 6.99   | 2023/6/30 | 002162.SZ | 悦心健康 | 41.6     | 建材      | 4.16  | -15.36  |
| 2023/6/30 | 600390.SH | 五矿资本  | 242.0    | 非银行金融   | 0.49  | 8.71   | 2023/6/30 | 000570.SZ | 苏常柴A | 39.3     | 机械      | 1.16  | 29.84   |
| 2023/6/30 | 600170.SH | 上海建工  | 239.0    | 建筑      | 0.59  | 13.35  | 2023/6/30 | 603966.SH | 法兰泰克 | 37.9     | 机械      | 2.58  | 18.44   |
| 2023/6/30 | 600258.SH | 首旅酒店  | 212.0    | 消费者服务   | 2.01  | -77.78 | 2023/6/30 | 300228.SZ | 富瑞特装 | 36.8     | 机械      | 2.12  | -18.51  |
| 2023/6/30 | 301207.SZ | 华兰疫苗  | 199.6    | 医药      | 3.57  | 32.48  | 2023/6/30 | 002224.SZ | 三力士  | 34.7     | 基础化工    | 1.38  | 43.74   |
| 2023/6/30 | 603997.SH | 继峰股份  | 161.2    | 汽车      | 4.44  | -12.21 | 2023/6/30 | 301011.SZ | 华立科技 | 34.4     | 传媒      | 5.35  | -51.27  |
| 2023/6/30 | 000528.SZ | 柳工    | 154.1    | 机械      | 0.95  | 23.36  | 2023/6/30 | 603388.SH | 元成股份 | 32.8     | 建筑      | 2.42  | -62.59  |
| 2023/6/30 | 300674.SZ | 宇信科技  | 125.6    | 计算机     | 3.24  | 42.85  | 2023/6/30 | 002103.SZ | 广博股份 | 32.0     | 传媒      | 3.95  | 225.68  |
| 2023/6/30 | 000685.SZ | 中山公用  | 111.7    | 电力及公用事业 | 0.70  | 9.55   | 2023/6/30 | 002524.SZ | 光正眼科 | 31.5     | 医药      | 11.88 | -63.09  |
| 2023/6/30 | 600509.SH | 天富能源  | 89.9     | 电力及公用事业 | 1.58  | 60.52  | 2023/6/30 | 300137.SZ | 先河环保 | 30.9     | 电力及公用事业 | 1.62  | -23.17  |
| 2023/6/30 | 600084.SH | 中葡股份  | 86.2     | 食品饮料    | 6.68  | -9.94  | 2023/6/30 | 002347.SZ | 泰尔股份 | 28.9     | 机械      | 2.33  | -79.13  |
| 2023/6/30 | 600603.SH | 广汇物流  | 85.6     | 房地产     | 1.46  | 12.72  | 2023/6/30 | 688011.SH | 新光光电 | 25.8     | 国防军工    | 2.19  | -114.56 |
| 2023/6/30 | 002833.SZ | 弘亚数控  | 83.4     | 机械      | 3.15  | 17.69  | 2023/6/30 | 688557.SH | 兰剑智能 | 25.6     | 机械      | 2.58  | 27.46   |
| 2023/6/30 | 600496.SH | 精工钢构  | 75.1     | 建筑      | 0.91  | 10.61  | 2023/6/30 | 002671.SZ | 龙泉股份 | 23.8     | 建材      | 1.52  | -3.94   |
| 2023/6/30 | 600748.SH | 上实发展  | 72.9     | 房地产     | 0.71  | 17.43  | 2023/6/30 | 002820.SZ | 桂发祥  | 22.8     | 食品饮料    | 2.33  | -88.24  |
| 2023/6/30 | 600814.SH | 杭州解百  | 62.9     | 商贸零售    | 1.85  | 24.55  | 2023/6/30 | 002828.SZ | 贝肯能源 | 16.5     | 石油石化    | 2.86  | -13.91  |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：市值、估值统计截至 2023 年 6 月 30 日。

## 5 总结

本篇报告主要围绕估值讨论三个问题：

- 1) **不同股票的估值中枢几何？** 从剩余收益估值模型可知：10 倍 PB 需要较高的远期 ROE 水平；制造业等重资产行业较难支撑高估值；高估叠加 ROE 下行常导致估值持续下行；煤炭股假设经营 40 年其合理估值在 1.45-2.26 倍 PB 之间。
- 2) **估值如何波动？** 股票短期价格波动受估值影响，长期收益中盈利和分红占较大比重，估值长期贡献为负。通过拆解行业收益贡献，我们发现估值波动的背后大都源于 ROE 的边际变化。拆解不同投资策略收益来源，我们发现景气度投资赚盈利不赚估值，低估值投资赚估值不赚盈利。景气度投资 2021 年 Q4 以来在估值维度上损失较多，造成策略阶段性失效。
- 3) **如何捕捉估值波动？** 从困境反转出发捕捉估值的短期波动，攫取估值提升的收益。利用库存周期刻画公司的困境反转，同时考虑景气加速恢复和低估值，在三重投资模式下构造估值提升 TOP50 组合，组合 2021 年 Q4 以来超额收益显著，与景气度投资策略有较大差异。本质原因是超额收益几乎全部来自于估值贡献，从收益来源角度，该组合可以作为卫星策略与景气度投资形成有效互补。

## 6 风险提示

- 1) 股票分析部分结论仅为模型得出，不涉及实际业绩等基本面的主观判断；
- 2) 量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；
- 3) 计算过程中模型可能存在测算误差。

## 插图目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司估值方法—绝对与相对估值法                       | 3  |
| 图 2: 先有企业价值再有估值乘数                          | 4  |
| 图 3: 剩余收益估值模型                              | 5  |
| 图 4: 剩余收益估值模型可由 DDM 模型推导                   | 5  |
| 图 5: 全市场根据 ROE 十分组的 PB 中位数                 | 6  |
| 图 6: 全市场根据 ROE 十分组的 PB 中位数历史平均             | 6  |
| 图 7: 两阶段剩余收益估值模型                           | 6  |
| 图 8: 不同参数下永续 ROE 与理论 PB 的关系                | 7  |
| 图 9: 不同参数下的理论 PB 水平                        | 7  |
| 图 10: 股票 A 财务数据变化趋势                        | 8  |
| 图 11: 股票 A 单位净资产增长                         | 8  |
| 图 12: 股票 A 不同远期 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值     | 8  |
| 图 13: 股票 A 的 PB_LF 与收盘价                    | 9  |
| 图 14: 股票 B 不同 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值       | 9  |
| 图 15: 股票 B 财务数据变化趋势                        | 10 |
| 图 16: 股票 C 财务数据变化趋势                        | 10 |
| 图 17: 股票 C 单位净资产增长                         | 10 |
| 图 18: 四家煤炭上市公司可采年限估计                       | 11 |
| 图 19: 煤炭不同 ROE 和要求回报率水平下的模拟 PB 估值          | 11 |
| 图 20: 煤炭（中信一级行业）PB_LF 与 ROE_TTM            | 11 |
| 图 21: 股票收益率拆解方法                            | 12 |
| 图 22: 万得全 A 的月度收益拆解（对数收益）                  | 13 |
| 图 23: 万得全 A 的累计收益拆解（对数收益）                  | 13 |
| 图 24: 企业生命周期图示                             | 13 |
| 图 25: 企业生命周期划分方式                           | 14 |
| 图 26: 不同生命周期下的 PB 和 ROE 中位数                | 14 |
| 图 27: 电力设备及新能源收益拆解（对数收益）                   | 14 |
| 图 28: 食品饮料收益拆解（对数收益）                       | 14 |
| 图 29: 计算机收益拆解（对数收益）                        | 15 |
| 图 30: 传媒收益拆解（对数收益）                         | 15 |
| 图 31: 银行收益拆解（对数收益）                         | 15 |
| 图 32: 房地产收益拆解（对数收益）                        | 15 |
| 图 33: 煤炭收益拆解（对数收益）                         | 16 |
| 图 34: 中特估指数收益拆解（对数收益）                      | 16 |
| 图 35: 单季度净利润同比增速排名前 10% 个股收益拆解（对数收益）       | 17 |
| 图 36: 景气度十分组的盈利与估值超额分年度贡献                  | 17 |
| 图 37: PB_LF 排名后 10% 个股收益拆解（对数收益）           | 18 |
| 图 38: 估值十分组的盈利与估值超额分年度贡献                   | 18 |
| 图 39: 库存周期图示                               | 19 |
| 图 40: 库存周期叠加净利润增速对个股状态进行刻画                 | 20 |
| 图 41: 不同状态下个股收益差异显著（20070131-20230531）     | 20 |
| 图 42: 困境反转状态刻画                             | 21 |
| 图 43: 困境反转个股前后景气度对比                        | 21 |
| 图 44: 困境反转个股绝对收益与超额收益（20070131-20230531）   | 22 |
| 图 45: 困境反转个股收益拆解中估值贡献显著                    | 22 |
| 图 46: 困境反转个股数量较多                           | 22 |
| 图 47: 歌尔股份困境反转案例分析                         | 23 |
| 图 48: 阳光电源案例分析                             | 24 |
| 图 49: 单季度归母净利润同比的环比差分的分组表现                 | 24 |
| 图 50: 景气度加速上行个股收益拆解中估值贡献明显                 | 24 |
| 图 51: 理论价值 $PV0$ 计算方式                      | 25 |
| 图 52: 基本面价值因子的分组表现                         | 25 |
| 图 53: 低估的个股收益拆解中估值贡献明显                     | 25 |
| 图 54: 估值提升 TOP50 组合历史表现（20091231-20230630） | 26 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 55: 估值提升 TOP50 组合超额收益几乎全部来自于估值贡献 ..... | 27 |
| 图 56: 估值提升 TOP50 组合行业历史平均分布 .....        | 28 |
| 图 57: 估值提升 TOP50 组合风格因子历史平均暴露 .....      | 28 |
| 图 58: 估值提升 TOP50 组合市值不同分位数 .....         | 28 |

## 表格目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 估值提升 TOP50 组合分年度表现 .....     | 27 |
| 表 2: 估值提升 TOP50 组合 6 月底最新持仓 ..... | 29 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                                |      | 评级   | 说明                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                         | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026