

# SPDBI九月A股金股ROR

估值顾虑提升，金融、医疗值得挖掘

2022年9月20日

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

# 导语

卖方股票推荐反映了市场追踪的热点、偏好以及担忧，我们基于市场研究，来构建独家的Research of Research (ROR) 视角，以一个更高的维度来看待市场预期、梳理市场隐含逻辑，判定拥挤交易，进而更好地捕捉板块冷热，并挖掘Alpha。

我们汇集了近50家券商超过500支股票的金股推荐，分析了金股组合的收益表现、资金流、估值和基本面等特点。我们通过对金股深度研究，来识别各板块冷热，进而挖掘更多板块Alpha机遇。



透过分析市场券商9月金股，我们发现，当前的金股主要通过下沉市值及估值来获取Alpha，这预示着获得Alpha的难度可能在增大，而市场对于估值的担忧在增加。当前，公用事业和必选消费板块热度最高，建议留意金融、医药卫生这两个冷门板块中的Alpha机会。

## 金股组合表现

- ◎ 高收益
- ◎ 高波动
- ◎ 夏普比率与指数持平。

## 金股组合特点

- ◎ 市值分布呈杠铃特征，预示金股策略为“大市值”拿Beta，“小市值”吃Alpha。
- ◎ 估值高、但金股高估值被高增长预期支撑。
- ◎ 金股ROE高于指数，正面贡献主要来自于净利率、总资产周转率，负面贡献主要源自于财务杠杆。

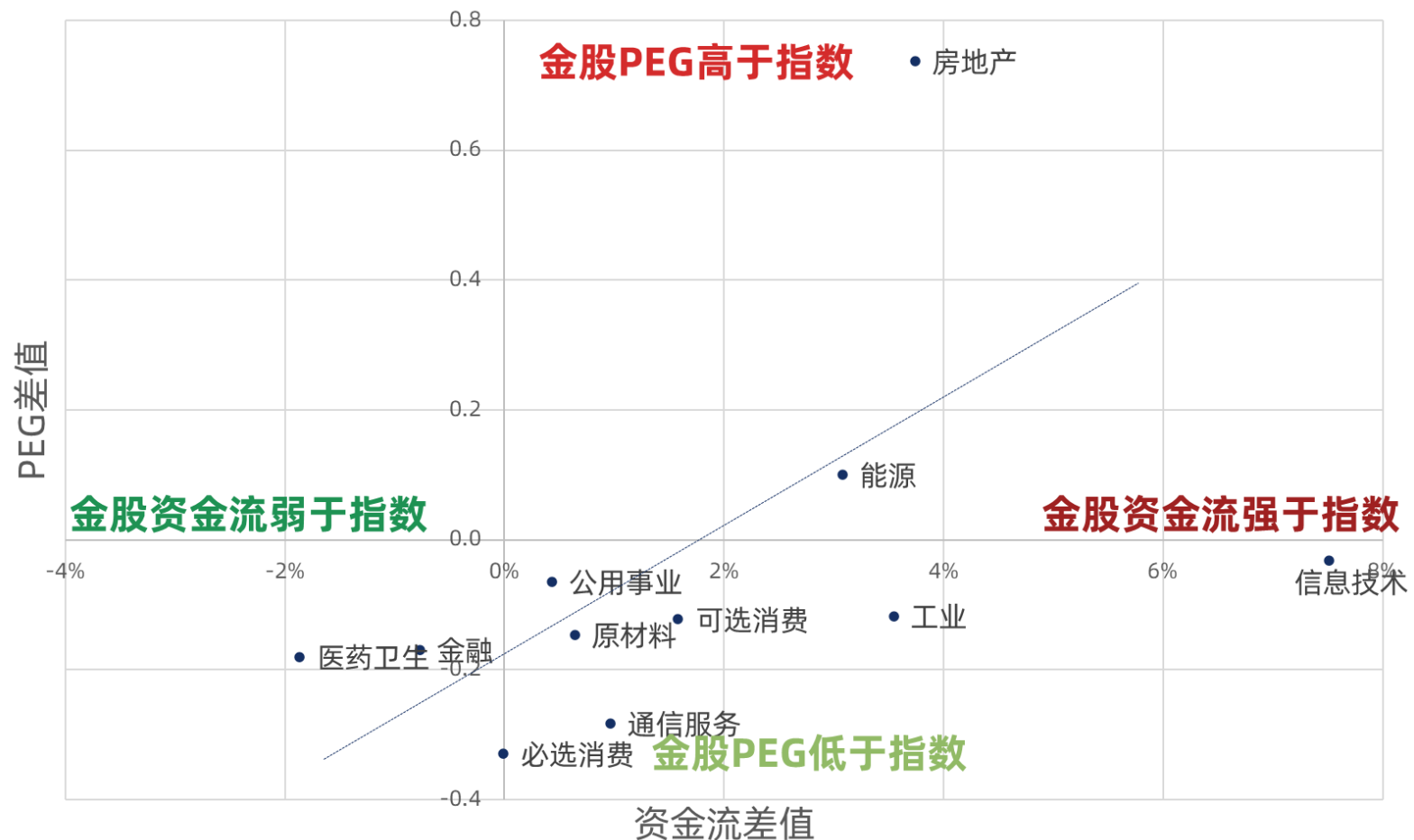
## 识金股，知板块冷热

- ◎ **热门板块**：公共事业和必选消费板块热度最高，成为9月金股的主推板块。
- ◎ **冷门板块**：金融和医药卫生板块最为冷门。该两个冷门板块的金股推荐相比大盘整体，估值更低、过往资金流更弱，值得投资者重点关注。

## 挖金股，掘板块Alpha

- ◎ 从金股和指数基准的PEG和资金流差值看，卖方推票和买方资金对于估值的顾虑在同时提升，资金很可能会更偏好相对低估值的板块标的。
- ◎ 金融和医疗卫生赛道热度偏冷，值得投资者从中挖掘Alpha机会。

## 2022年9月金股VS指数基准：绝对数值差值比较



注：数据截至2022年9月2日金股发布日期。  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 每市, 中证指数官网, Wind, 浦银国际

# 目录

结论 3

重点图表 4

金股组合表现 6

金股组合特点 8

识金股，知板块冷热 15

挖金股，掘板块Alpha 23

总结 27

免责声明 29

2022年9月  
SPDBI金股ROR

# 金股组合表现

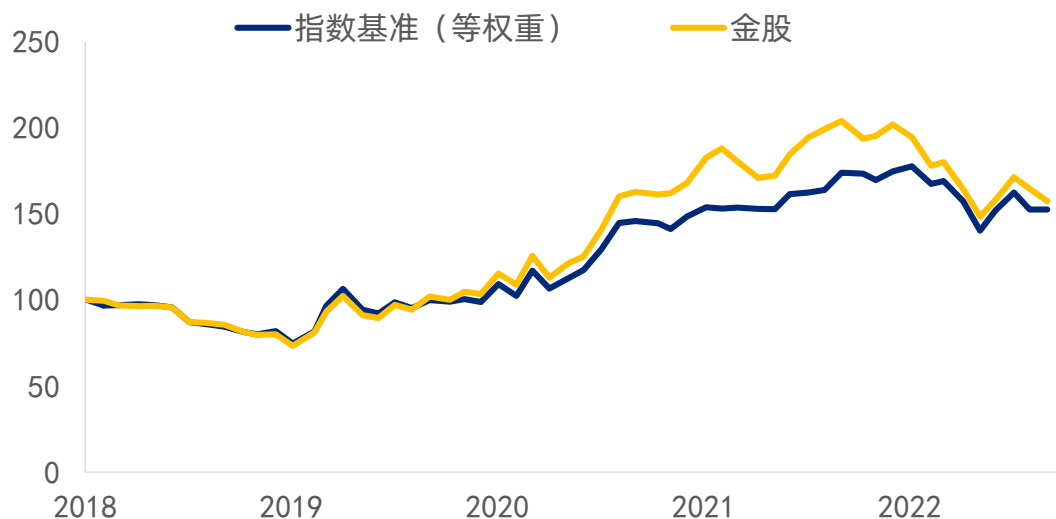
# 金股组合表现

我们汇集了近50家券商的月度金股数据，并基于“金股”列表等权重进行月度调仓，汇总后，我们发现：

- ◎ **高收益**：从金股组合整体vs中证800指数（等权重）来看，金股组合收益更高，2018年以来年化收益率为10%，高过指数基准9.3%约0.7个百分点，尤其在市场上行期，回报更高。
- ◎ **高波动**：但金股组合整体的波动也更大，尤其在市场下行期的回撤更大。
- ◎ 金股组合**夏普比率**持平于指数。

金股组合2022年YTD回报率 ▼19.1%，8月回报率 ▼4.3%，相比于中证800（等权重）的YTD回报为 ▼14.1%，8月回报率 ▲0.1%。

图表1：金股组合表现呈高收益、高波动



注：2018年1月1日=100，每个月第二个交易日进行调仓。数据截至2022年9月2日金股发布日期。  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 每市, 中证指数官网, Wind, 浦银国际

指标	中证800指数 (等权重)	金股组合 (等权重)
年化收益率%	9.3%	10.0%
风险%	21.5%	23.1%
夏普比率	0.43	0.43
上行风险	24.6%	26.4%
下行风险	17.8%	19.1%
最大回撤	-25.4%	-27.2%

注：标的重复推荐作为独立股票计算等权重。

2022年9月  
SPDBI金股ROR

# 金股组合特点



# 金股组合特点：总结

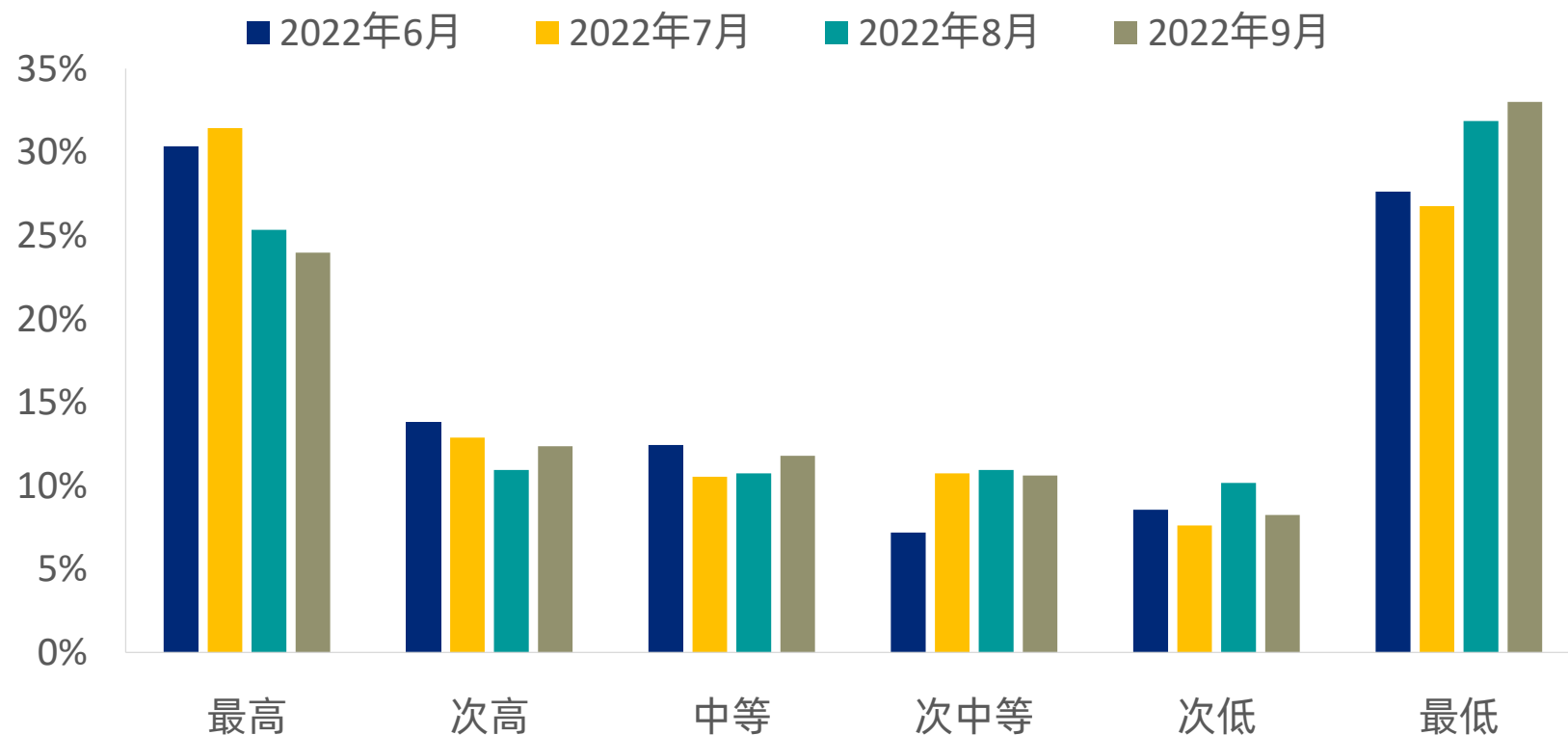
对各指标，根据中证800指数成分股按照指标从大到小划分成6档，分别为“最高”、“次高”、“中等”、“次中等”、“次低”、“最低”，并统计金股成分股对应指标落入每档的百分比。对于每档数据，将当月情况与过往三个月进行比较。

统计后，我们发现：

- ◎ **市值分布：**金股组合在市值分布上，呈现典型的“杠铃”特征，即大市值、小市值的分布最为集中，中间市值的分布最少，这很可能预示了金股的打法为“大市值”拿Beta，“小市值”吃Alpha的策略。
- ◎ **估值分布：**金股组合的估值持续高于基准指数，但9月金股PEG持续回落，意味着金股组合中，高估值一定程度上被高增长预期所支撑。
- ◎ **金股组合ROE杜邦拆解：**金股组合和基准指数ROE都呈下降趋势，但金股组合ROE高于基准指数。金股组合ROE正面贡献主要来自于净利率、总资产周转率，负面贡献主要源自于财务杠杆。

# 金股组合特点：市值分布

图表2：金股组合市值分布呈现典型的“杠铃”特征

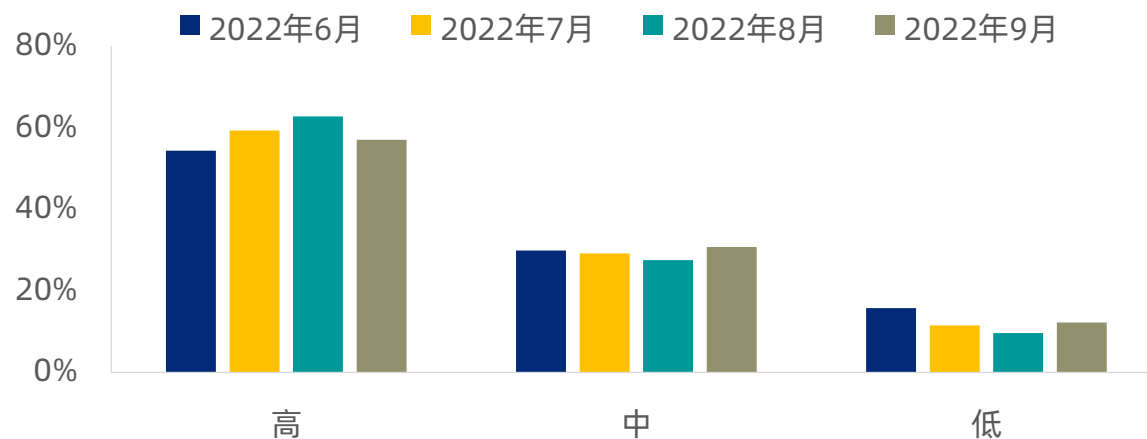


- ◎ 金股组合在市值分布上，呈现典型的“杠铃”特征。8月以来小市值占比快速提升，大市值、小市值的分布最为集中，中间市值的分布最少，这很可能预示了金股的打法为“大市值”拿Beta，“小市值”吃Alpha的策略。
- ◎ 尤其是我们关注到自8月以来，市场上的金股组合中“最低市值”的金股占比首次超过“最高市值”的占比，金股分布快速向“最小市值”倾斜，这表明市场策略布局正在由Beta向Alpha倾斜，而下沉市值，很可能是金股中一个重要的Alpha来源，这与我们先前提及的7月之前Beta>Alpha，7月后Alpha>Beta的观察不谋而合。

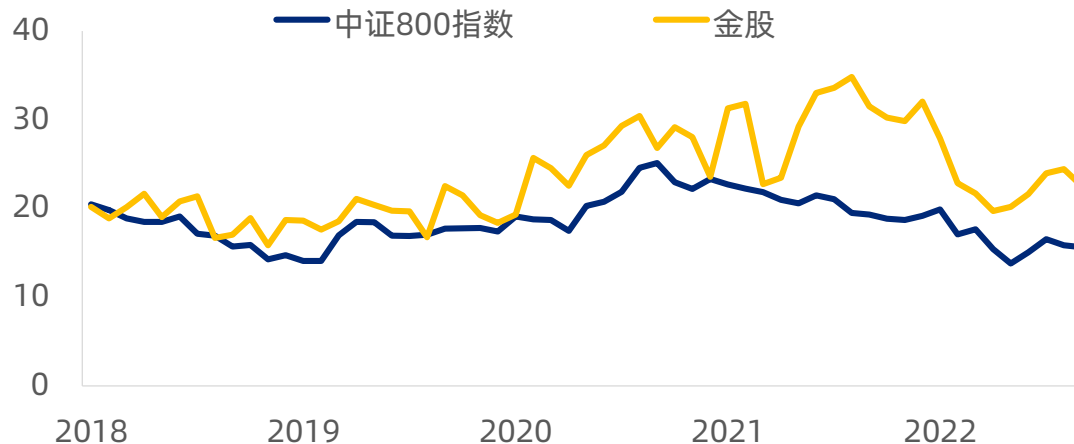
# 金股组合特点：估值分布

- 通过观察常用的估值指标，我们发现，不论是远期市盈率或者EV/EBITDA，都不难看出，金股组合的占比由高估值向低估值组别逐次递减。
- 历史来看，金股组合的估值也持续高于基准指数。但9月的高估值占比略有下降，中低估值的占比上升。

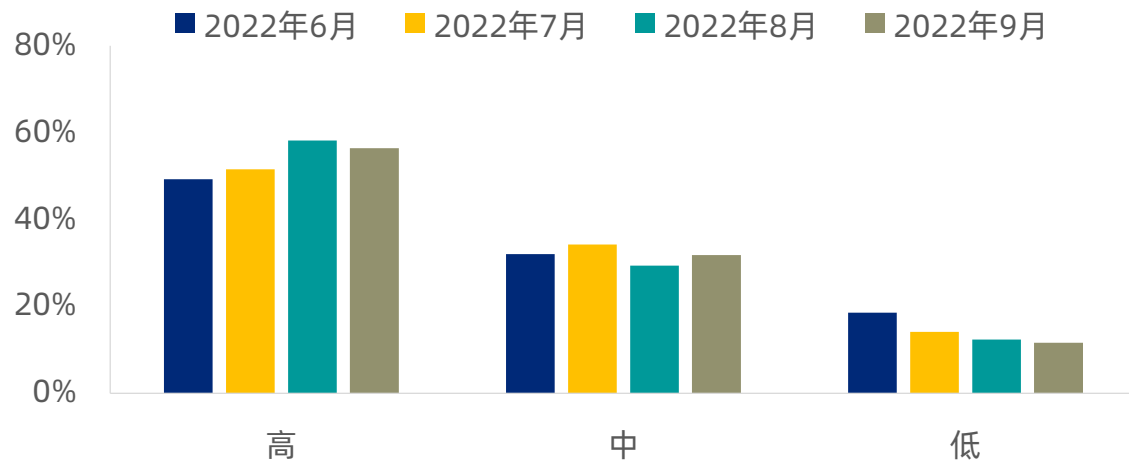
图表3：金股EV/EBITDA分布



图表5：远期市盈率中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



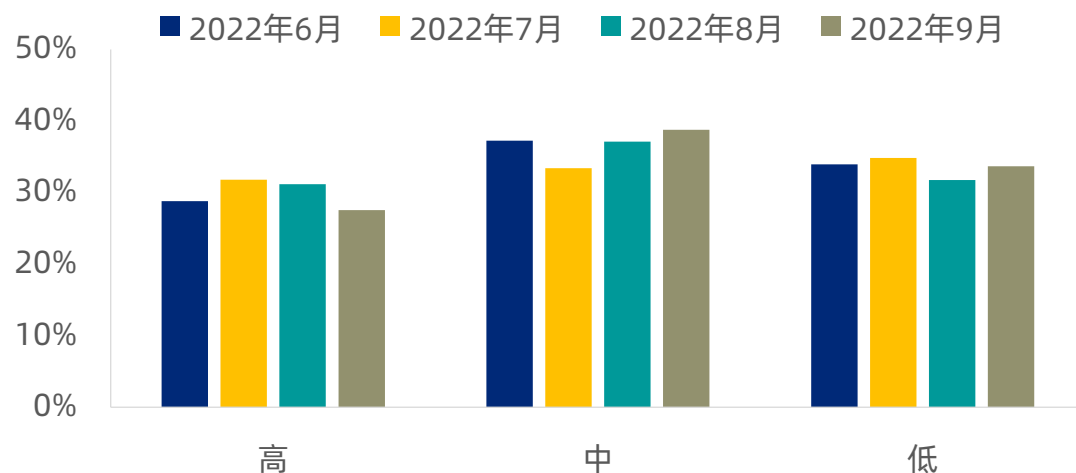
图表4：金股远期市盈率分布



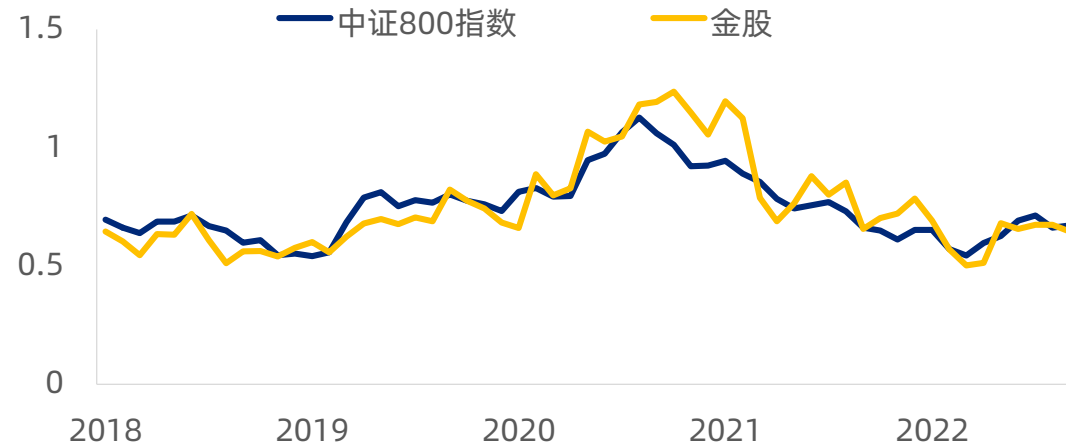
# 金股组合特点：估值分布

- ◎ 但如果看结合了**增长率**的**PEG分布**，我们发现，处于中等PEG组别的占比最高，且9月的金股组合占比进一步提高，而高PEG组别的占比在9月进一步回落，且在高中低三个组别中占比最低，这意味着金股组合中，高估值一定程度上被高增长预期所支撑。
- ◎ 就PEG来看，2020年中之前金股组合的PEG通常略低于指数；而在2020年中之后，金股组合的PEG通常略高于指数。这很可能预示着2020年中是个分水岭，前后市场的金股偏好出现了结构性变化：
  - 1) 2020年中后，市场对于热门赛道股的偏好进一步提升。
  - 2) 2020年中后，由于疫情影响，市场对于增长的预期出现变化，近期金股组合的PEG已经与基准指数基本持平。

图表6：金股远期PEG分布



图表7：远期PEG中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



# 金股组合特点：ROE杜邦拆解

◎ 我们对金股组合及市场指数进行了杜邦拆解：

$$\frac{\text{净利润}}{\text{股东权益}} = \frac{\text{净利润}}{\text{营收}} \times \frac{\text{营收}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{股东权益}}$$

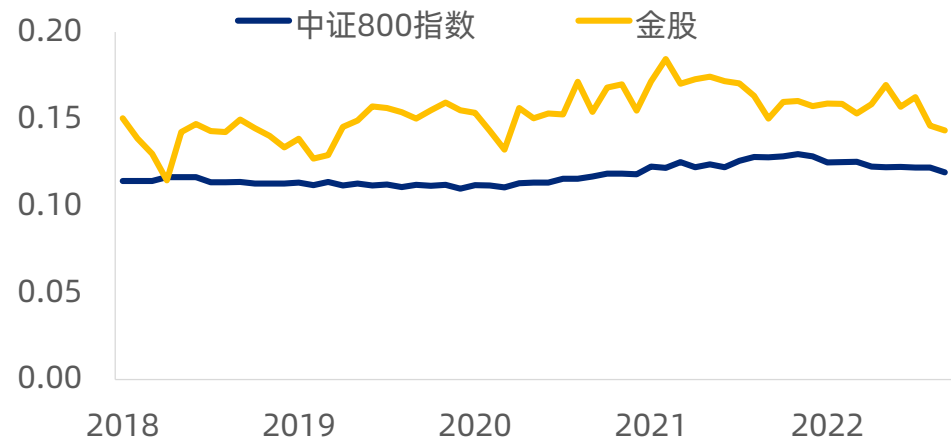
**ROE**
**净利率**
**总资产  
周转率**
**财务杠杆**

- ◎ 金股组合与基准指数中证800（等权重）相比，ROE都呈现下降趋势，近期下行趋势延续。
- ◎ 金股组合的ROE持续高于基准指数。
- ◎ 金股组合ROE正面贡献主要来自于净利率、总资产周转率，负面贡献主要源自于财务杠杆。

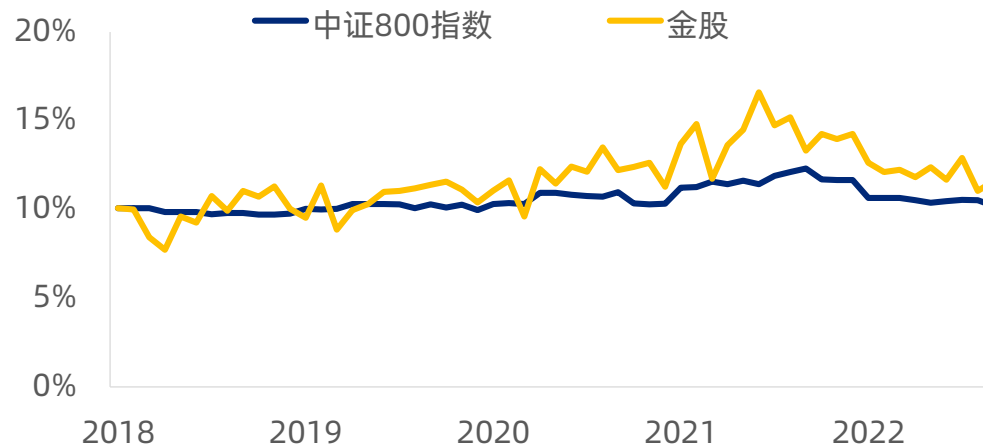


# 金股组合特点：ROE杜邦拆解

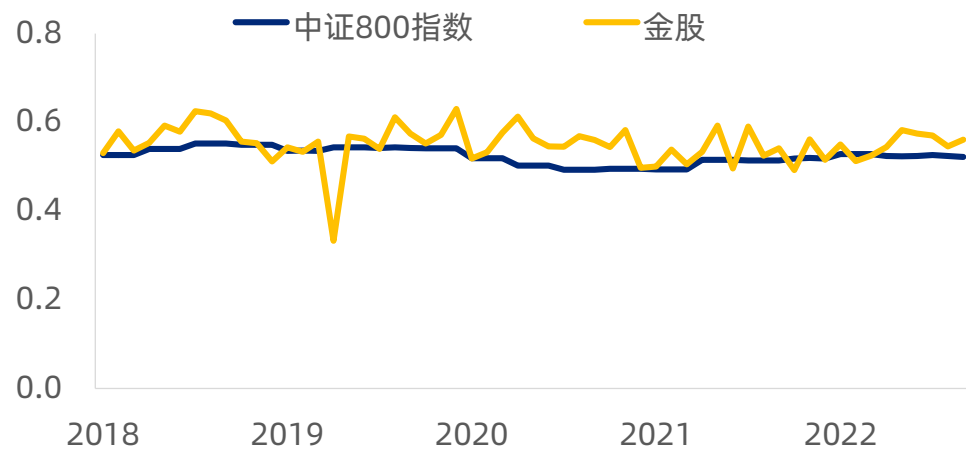
图表8：ROE中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



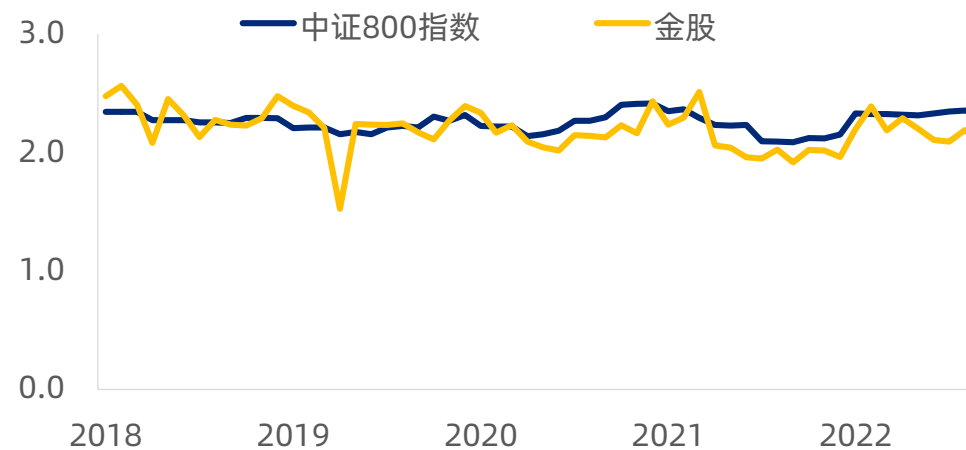
图表9：净利率中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



图表10：总资产周转率中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



图表11：财务杠杆中位数：中证800指数标的 vs 金股标的



2022年9月  
SPDBI金股ROR

# 识金股 知板块冷热

# 识金股，知板块冷热

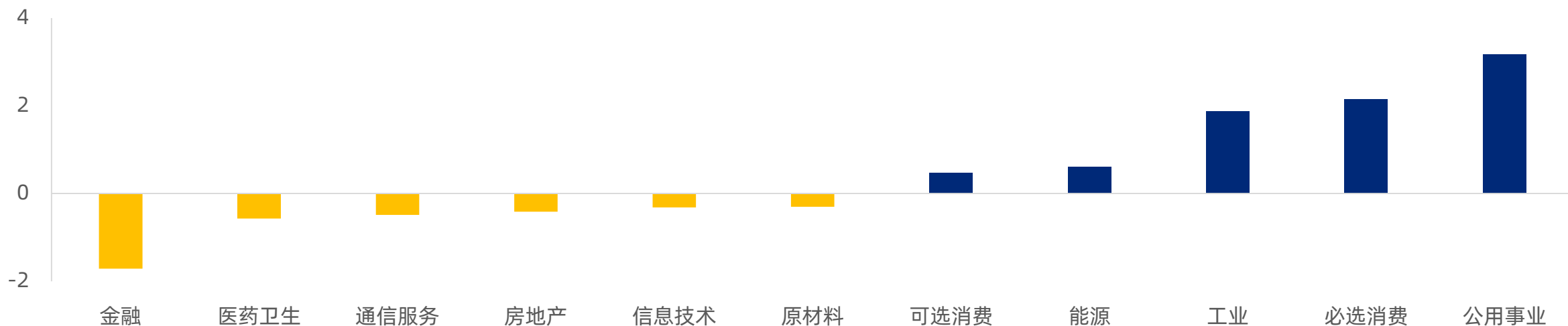
◎ 我们测算了2022年9月金股各板块或行业标的数量的z分数。对于给定行业，z分数定义如下：

$$z\text{分数} = \frac{\text{当前金股标的数量} - \text{过去42个月金股平均标的数量}}{\text{过去42个月金股标的数量标准差}}$$

◎ **热门板块：**公共事业和必选消费板块热度最高，成为9月金股的主推板块。

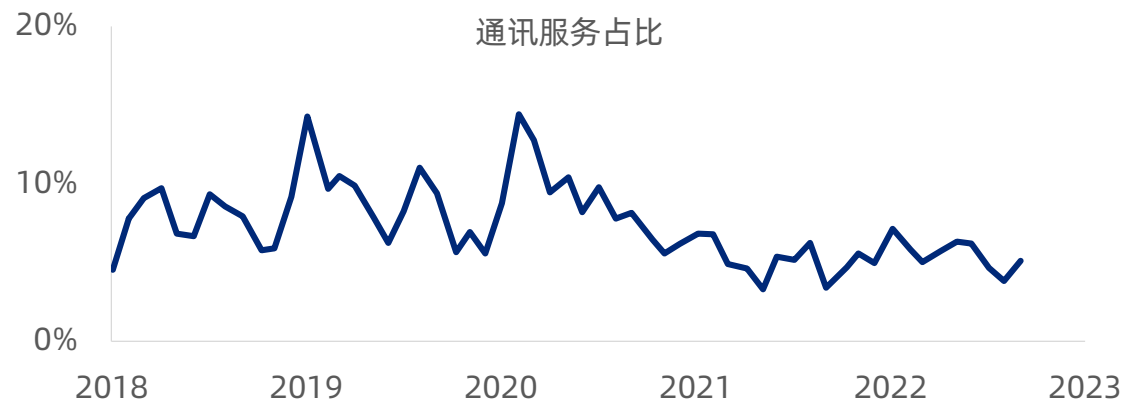
◎ **冷门板块：**金融和医药卫生板块最为冷门，推荐标的数量位于历史低位，尤其是金融板块的金股数量占比创下了2018年以来的历史新低。该两个冷门板块的金股推荐相比大盘整体，估值更低、过往资金流更弱（见下一章节），值得投资者重点关注。

图表12：2022年9月板块金股数量Z分数

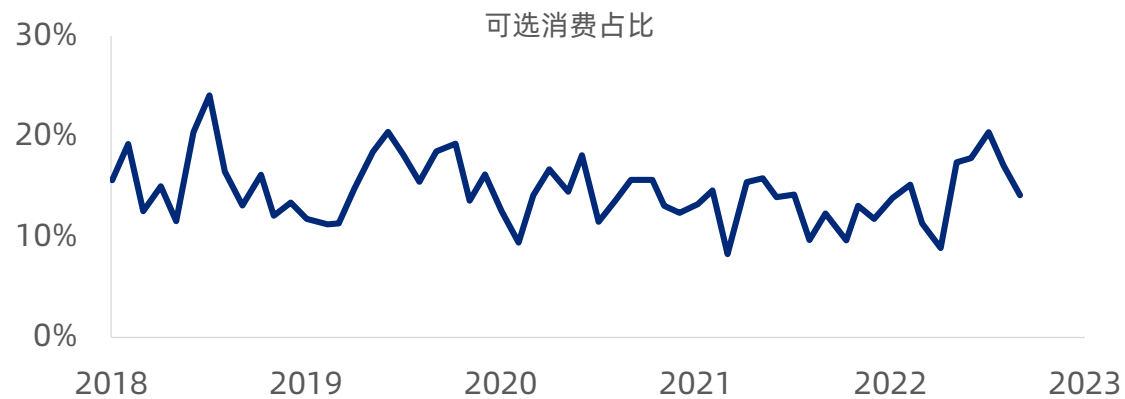


# 识金股，知板块冷热

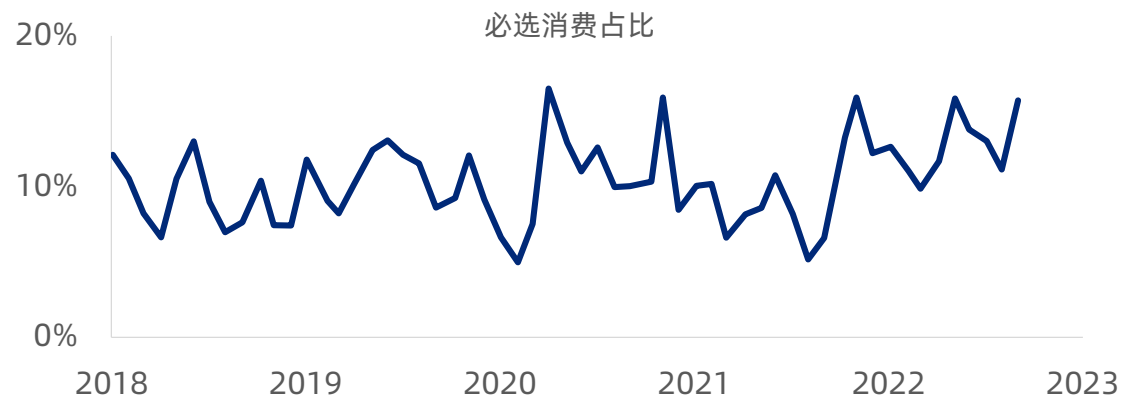
图表13: Communication Services 通讯服务板块金股数量占比%



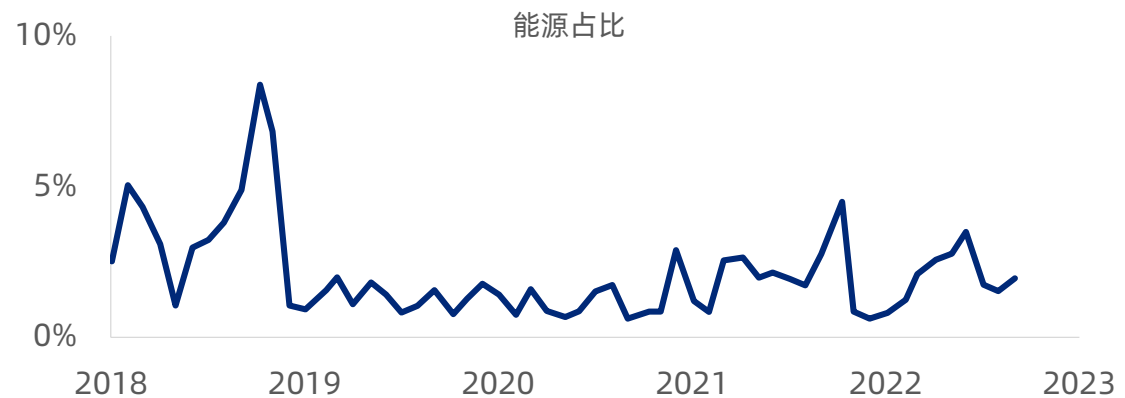
图表14: Consumer Discretionary 可选消费板块金股数量占比%



图表15: Consumer Staples 必选消费板块金股数量占比%

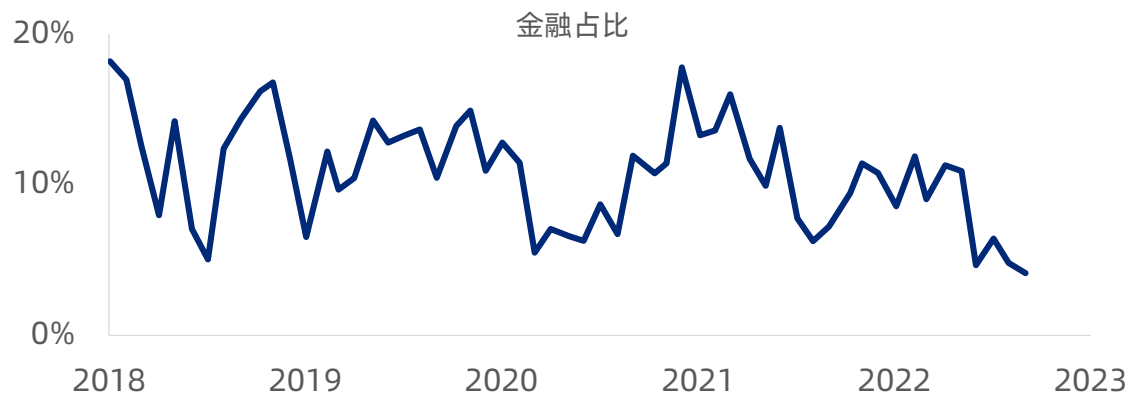


图表16: Energy 能源板块金股数量占比%

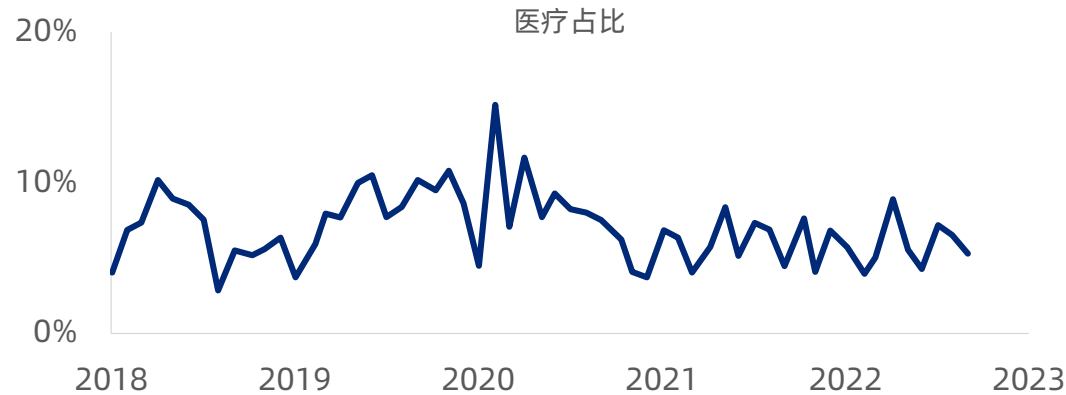


# 识金股，知板块冷热

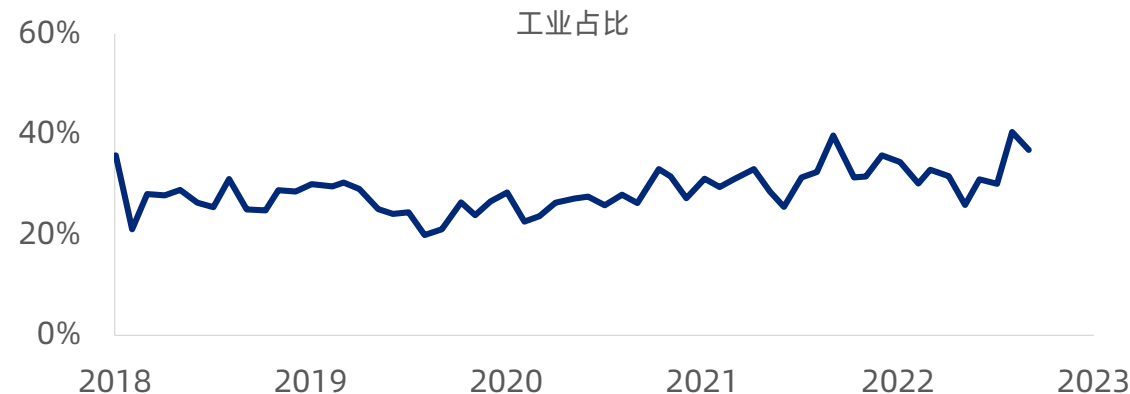
图表17: Financials 金融板块金股数量占比%



图表18: Healthcare 医疗板块金股数量占比%



图表19: Industrials 工业板块金股数量占比%



图表20: Information Technology - IT板块金股数量占比%



资料来源: FactSet, Bloomberg, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 每市, 中证指数官网, Wind, 浦银国际

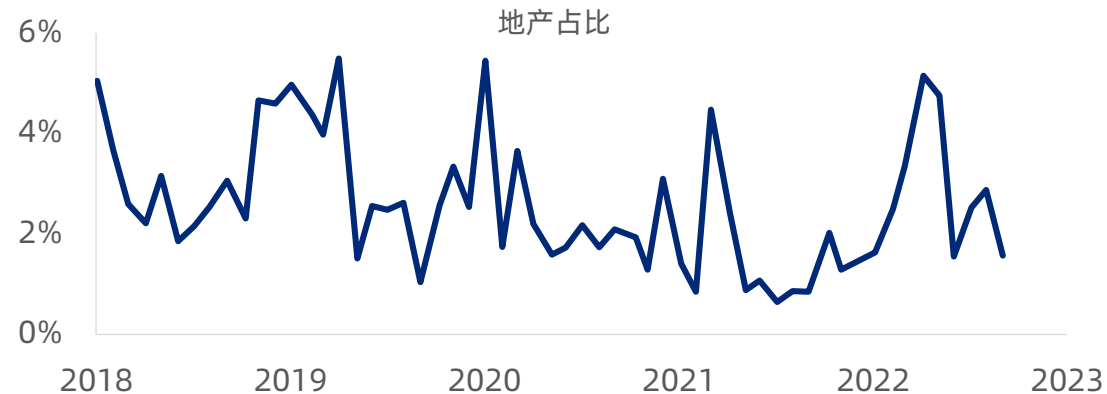


# 识金股，知板块冷热

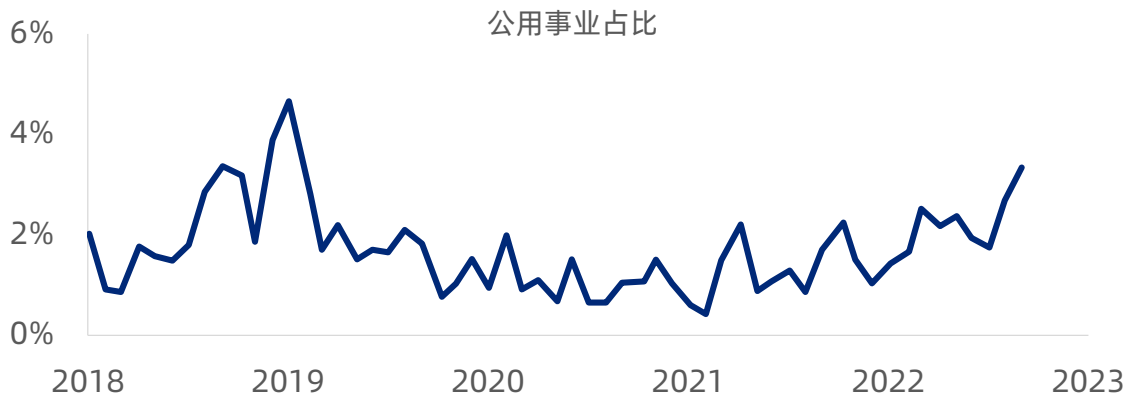
图表21: Materials 原材料板块金股数量占比%



图表22: Real Estate 房地产板块金股数量占比%



图表23: Utilities 公共事业板块金股数量占比%

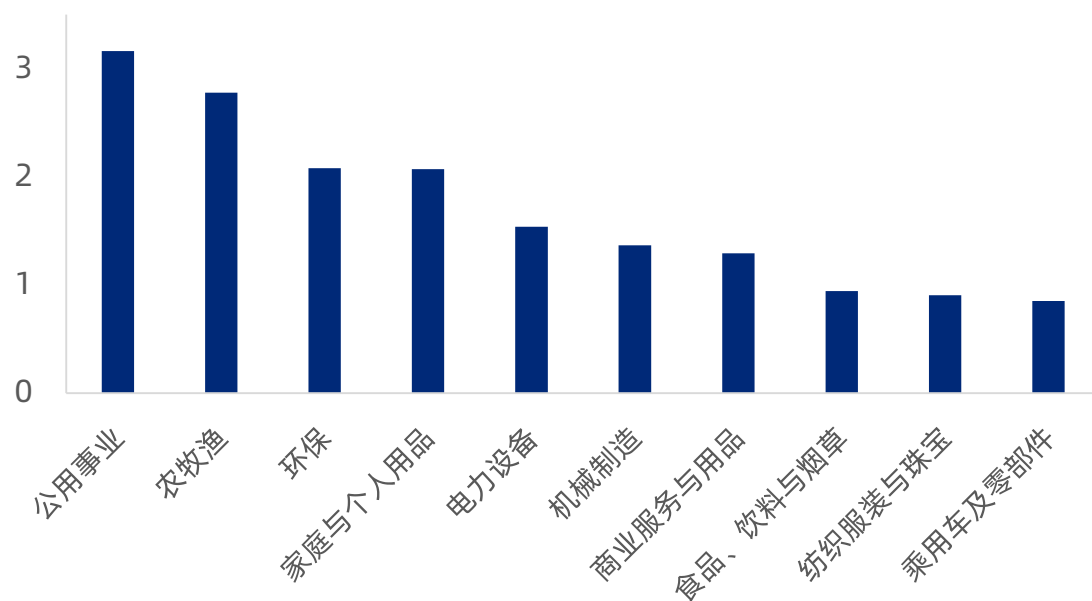


资料来源: FactSet, Bloomberg, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 每市, 中证指数官网, Wind, 浦银国际

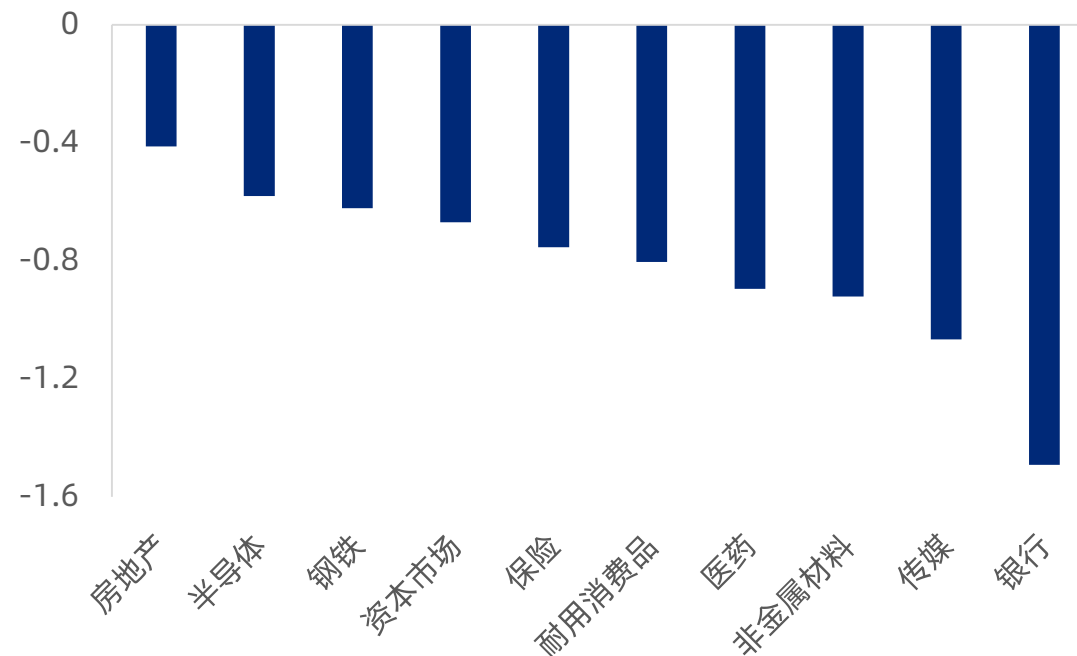
# 识金股，知板块冷热

- ◎ **热门行业**：公共事业、农牧渔、环保、家庭与个人用品、电力设备。
- ◎ **冷门行业**：银行、传媒、非金属材料、医疗、耐用消费品

图表24：2022年9月行业金股数量Z分数最高



图表25：2022年9月行业金股数量Z分数最低



# 识金股，知板块冷热

## 图表26：2022年9月最热门金股

证券代码	证券代码简称	9月金股推荐次数
600519	贵州茅台	8
600809	山西汾酒	8
601888	中国中免	8
000568	泸州老窖	5
000625	长安汽车	4
002475	立讯精密	4
002541	鸿路钢构	4
002714	牧原股份	4
300251	光线传媒	4
300274	阳光电源	4
600048	保利发展	4
600487	亨通光电	4
600702	舍得酒业	4
603605	珀莱雅	4
000858	五粮液	3
002299	圣农发展	3
002371	北方华创	3

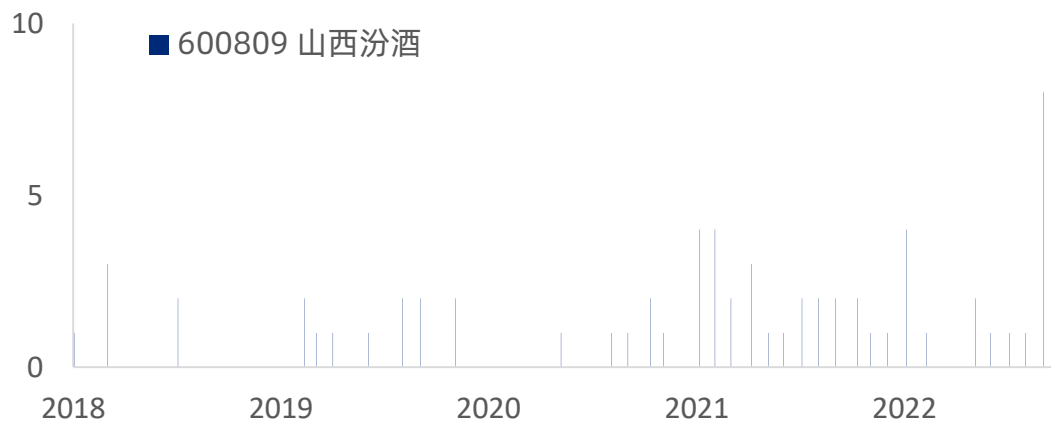
证券代码	证券代码简称	9月金股推荐次数
002385	大北农	3
002555	三七互娱	3
300014	亿纬锂能	3
300059	东方财富	3
600011	华能国际	3
600150	中国船舶	3
600153	建发股份	3
600438	通威股份	3
600570	恒生电子	3
600600	青岛啤酒	3
600732	爱旭股份	3
601012	隆基绿能	3
601669	中国电建	3
603566	普莱柯	3
603613	国联股份	3
603936	博敏电子	3

# 识金股，知板块冷热

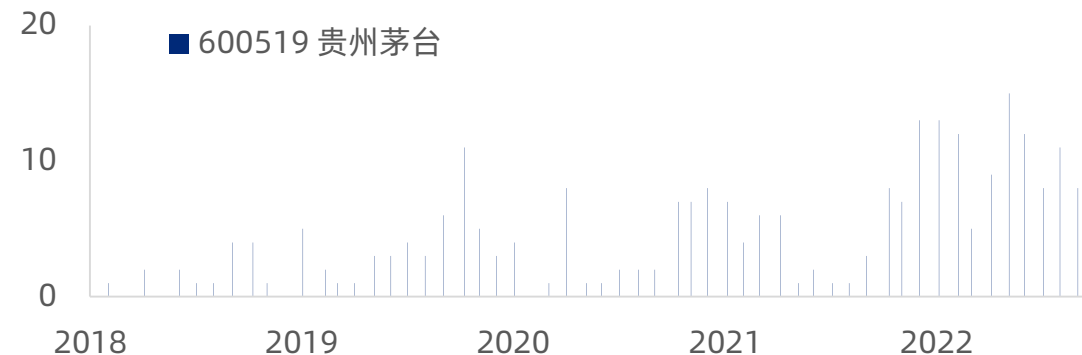
2022年9月金股提及次数最多的是贵州茅台、山西汾酒和中国中免，各提及8次。

从金股提及次数看，白酒行业依然热门，但内部已出现分化，贵州茅台提及次数近月呈下降趋势，山西汾酒提及次数创新高。

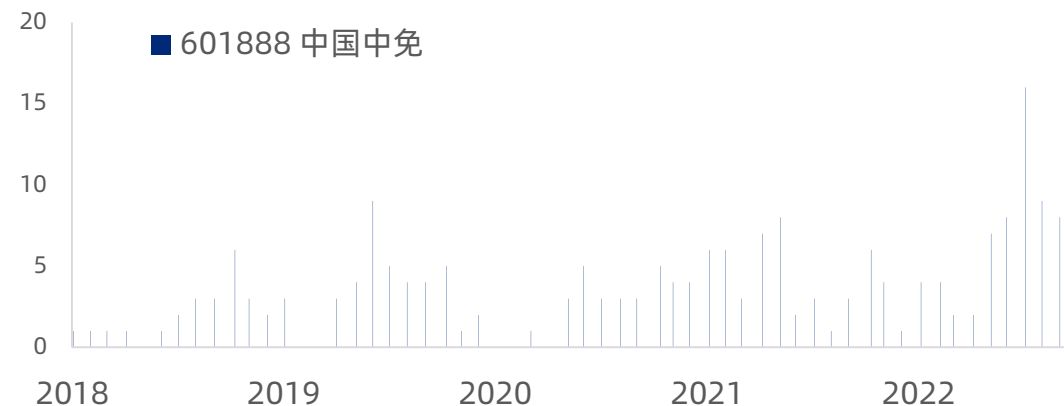
## 图表28：山西汾酒金股提及次数



## 图表27：贵州茅台金股提及次数



## 图表29：中国中免金股提及次数



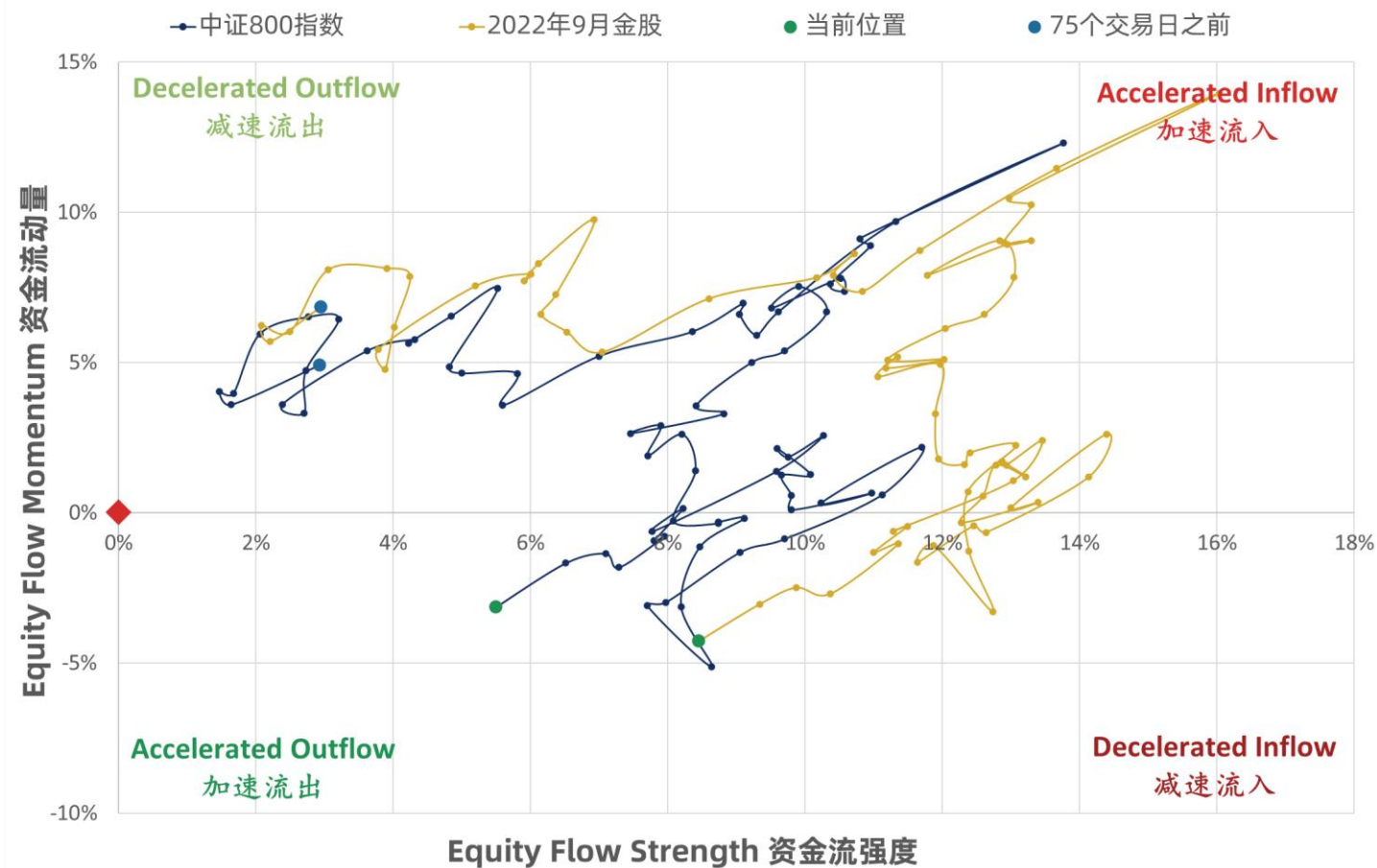
2022年9月  
SPDBI金股ROR

# 挖金股 掘板块Alpha



# 挖金股，掘板块Alpha

## 图表30：资金流轮动图：2022年9月金股 VS 中证800指数



我们测算了2022年9月金股的资金流轮动趋势。

在过去的75个交易日里，其资金动能较中证800更强。但其与中证800一样，近期资金动能的放缓趋势明显，目前资金流属于“**减速流入**”区间。

# 挖金股，掘板块Alpha

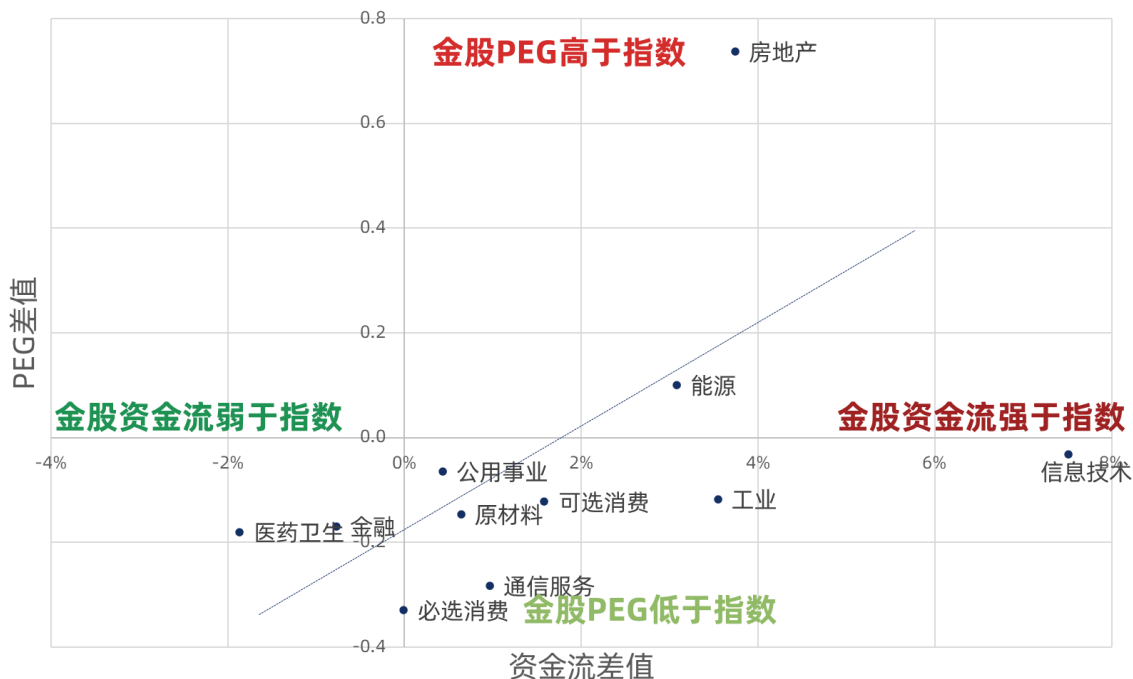
我们还测算了2022年9月金股vs指数的资金流的差额、PEG的差额，并与市场底部附近的2022年5月的分布进行了比对，我们发现：

- ◎ 金股相比指数而言，资金流的差额vs 估值的差额呈现明显的正相关关系，即资金流越强，估值越高。
- ◎ 2022年9月金股，**绝大部分板块PEG都低于指数**（金股vs指数的PEG差额小于0），而相比5月时，绝大部分板块PEG却都高于指数，这表示，卖方推票时对于估值的顾虑在提升，绝大部分金股都选择了估值偏低的标的。
- ◎ 2022年9月金股，**资金流差值 vs PEG差值的斜率相比5月明显提升**，这意味着，相比于单位PEG的提升，资金流的流入相对强度减弱，这意味着，从买方的角度，对于估值的顾虑同样也在增加，资金很可能会更偏好相对低估值的板块标的。

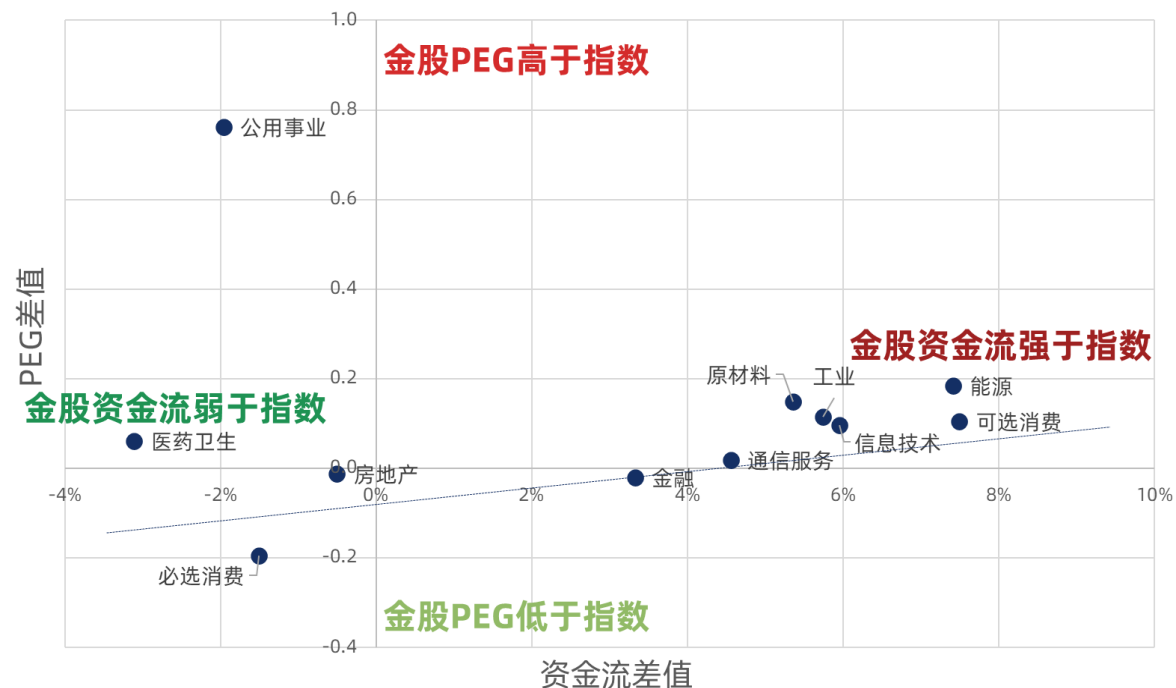
# 挖金股，掘板块Alpha

从卖方、买方的角度来看，我们不难发现，当前市场阶段下，估值都成为了双方一个重点考量的因素。因此在9月分布图中位于左下角象限（PEG小于指数，资金流强度低于指数）的医疗卫生、金融板块的金股，值得投资者重点关注，在热点部分，当前医疗卫生、金融板块的金股占比都极低，赛道热度偏冷，值得投资者从中挖掘alpha机会。

图表31：2022年9月金股VS指数基准：绝对数值差值比较



图表32：2022年5月金股VS指数基准：绝对数值差值比较



2022年9月  
SPDBI金股ROR

# 总结

# 总结

透过分析市场券商9月金股，我们发现，当前的金股主要通过下沉市值及估值来获取Alpha，这预示着获得Alpha的难度可能在增大，而市场对于估值的担忧在增加。当前，公用事业和必选消费板块热度最高，建议留意金融、医药卫生这两个冷门板块中的Alpha机会。

## 金股组合表现

- ◎ 高收益
- ◎ 高波动
- ◎ 夏普比率与指数持平。

## 金股组合特点

- ◎ 市值分布呈杠铃特征，预示金股策略为“大市值”拿Beta，“小市值”吃Alpha。
- ◎ 估值高、但金股高估值被高增长预期支撑。
- ◎ 金股ROE高于指数，正面贡献主要来自于净利率、总资产周转率，负面贡献主要源自于财务杠杆。

## 识金股，知板块冷热

- ◎ **热门板块**：公共事业和必选消费板块热度最高，成为9月金股的主推板块。
- ◎ **冷门板块**：金融和医药卫生板块最为冷门。该两个冷门板块的金股推荐相比大盘整体，估值更低、过往资金流更弱，值得投资者重点关注。

## 挖金股，掘板块Alpha

- ◎ 从金股和指数基准的PEG和资金流差值看，卖方推票和买方资金对于估值的顾虑在同时提升，资金很可能会更偏好相对低估值的板块标的。
- ◎ 金融和医疗卫生赛道热度偏冷，值得投资者从中挖掘Alpha机会。



# 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并接受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

## 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给他们任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

## 英国

本报告并非由英国2000年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第21条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照2000年金融服务及市场法2005年(金融推广)命令(「命令」)第19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

**本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。**

## 权益披露

- 1.浦银国际并没有持有本报告所述公司逾1%的财务权益。
- 2.浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3.浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来12个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来12个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来12个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于MSCI中国指数）：

“超配”：未来12个月优于MSCI中国10%或以上

“标配”：未来12个月优于/劣于MSCI中国少于10%

“低配”：未来12个月劣于MSCI中国超过10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：（i）本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写（ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。



2022年9月  
SPDBI金股ROR



欢迎关注  
浦银国际研究