



## 从市场风格偏好看“中字头”标的

- **避险情绪下，市场将延续对低估值、高股息率、稳定盈利的偏好。**2022年，低估值、高股息率和盈利稳定性对收益的解释力度较强，反映了投资者在回撤和波动下的避险情绪。我们预计，在市场出现确定性较高的拐点之前，该风格偏好将延续。
- **中字头标的在当前市场风格偏好下优势明显。**无论是相对A股市场整体还是所属板块，除可选消费板块外，绝大多数“中字头”标的估值更低、股息率更高、盈利更稳定。此外，包括基建政策支持、大宗商品价格回落，以及估值议题再讨论等外部因素，将对“中字头”标的起到支撑作用。
- **风险与操作策略：**对可选消费板块内的中字头标的应保持谨慎；应保持关注是否短期超买、市场风格切换以及板块内估值差收窄。操作策略方面，我们从降低风险角度出发，根据低估值、高股息率、盈利稳定性、是否属于指数成分股、短期未超买多个维度进行标的选择。

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2022年11月24日

### 相关报告：

[SPDBI 九月 A 股金股 ROR: 估值顾虑提升, 金融、医疗值得挖掘 \(2022-09-21\)](#)

[能源板块大幅流入, 金融板块继续流出——中国股市资金全景图 9 月刊 \(2022-09-19\)](#)

[美股资金流仍在一级见底支撑位震荡——全球及美股资金全景图 9 月刊 \(2022-09-19\)](#)

[2022 年中期策略展望: 波动中上行 \(2022-06-06\)](#)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

概述 .....	3
市场风格偏好与“中字头”标的 .....	4
避险情绪下，市场偏好低估值、高股息、稳定盈利 .....	4
“中字头”标的：估值更低、股息率更高、盈利更稳定 .....	6
风险与操作策略 .....	9
风险 .....	9
操作策略 .....	9
总结 .....	10

# 从市场风格偏好看“中字”头标的

2022年11月A股反弹行情中，“中字头”标的表现抢眼。中国市场在2022年经历较大波动，避险情绪上升。市场波动具有很强的自相关性，避险情绪一旦出现，需要依靠确定性较高的市场催化剂才能消散，包括疫情、政策、海外流动性等拐点。

我们预计在市场拐点出现之前，避险情绪将维持，市场此前的风格偏好将延续。因此，我们从市场目前的风格偏好出发，浅析“中字头”标的的投资价值，并给出操作策略。

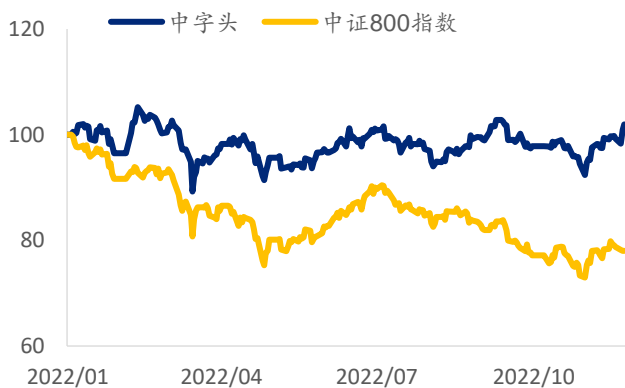
## 概述

通过汇总A股超过70支“中字头”标的构建市值权重组合，我们可以看到，2022年至今，“中字头”大幅跑赢中证800指数，无论是收益、波动和回撤均优于大盘。

从板块分布看（基于Wind板块分类标准），超过半数的“中字头”标的属于工业板块，可选消费和金融板块占比分别为11%和8%，其次为上游端的原材料和能源板块，分别占7%和6%。

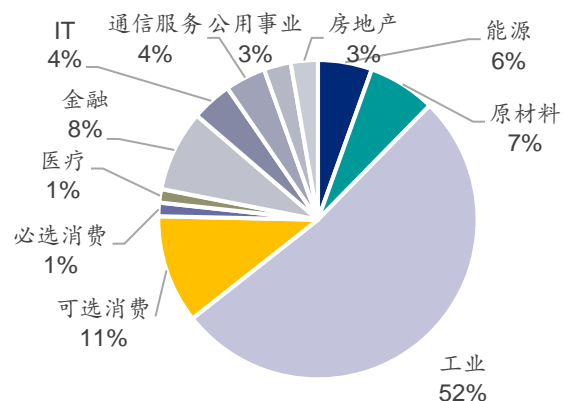
为理解“中字头”标的22年的超额收益以及作出展望，我们在下文讨论两个问题：1) 市场偏好哪些特征的股票？2) “中字头”是否符合这些特征？

图表 1: 2022 年至今“中字头”标的大幅跑赢市场



2022年1月1日=100，数据截至2022年11月23日  
资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 2: A股“中字头”标的板块分布



资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

# 市场风格偏好与“中字头”标的

## • 避险情绪下，市场偏好低估值、高股息、稳定盈利

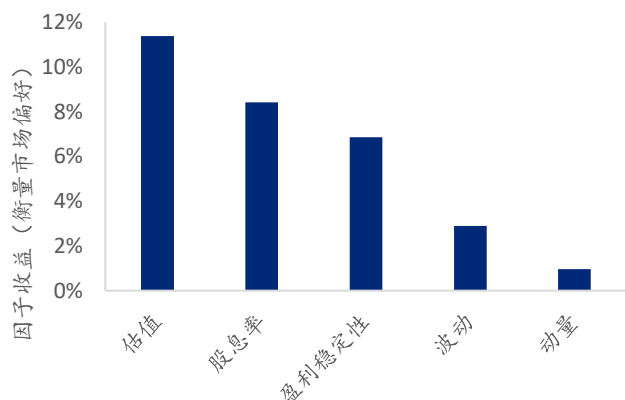
2022 年中国股市经历了较大波动和回撤，市场避险情绪显著上升，投资者的风格偏好也与过往牛市相比有变化。我们从估值、股息率、盈利稳定性等角度出发，通过构建多空策略，来识别当前市场的风格偏好。通过多空策略收益，我们发现，估值、股息率和盈利稳定性成为 2022 年市场环境下的主要收益驱动力：

- 低估值股票跑赢高估值股票，投资者对估值顾虑较大。
- 高股息率更具吸引力。
- 盈利稳定的标的跑赢盈利波动大的标的，凸显市场避险情绪。

对于估值和盈利稳定的定义，参照彭博风险模型的因子定义。其中，估值通过市盈率、市净率、市现率、市销率、EV/EBITDA 和远期市盈率的风险敞口定义；盈利稳定性则通过利润、现金流和收入过去的波动来定义。

此外，根据各板块 2022 年至今的收益，也可以清晰地看出，收益和估值呈明显负相关，而与股息率和盈利稳定性呈正相关。

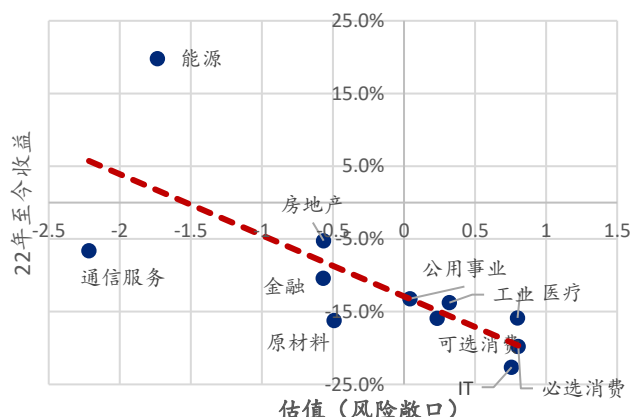
图表 3: 以因子收益衡量的市场风格偏好排序：  
2022 年市场最偏好低估值、高股息率和稳定盈利



注：因子收益定义：根据给定因子将中证 800 成分股排序，月度调仓进行多空交易，其收益定义为因子收益。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

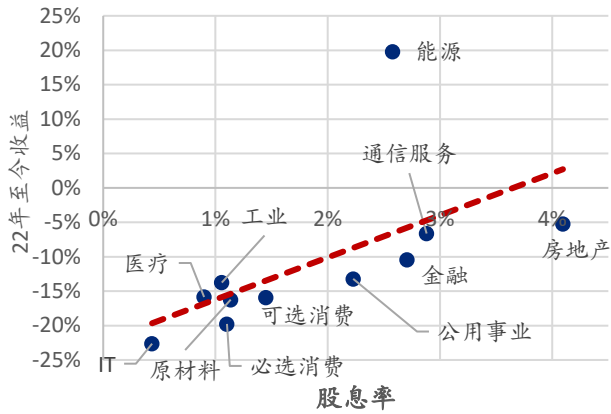
图表 4: 2022 年板块估值与收益存在较强负相关



注：横坐标中估值通过价值因子风险敞口取反得到，数值越高代表估值越高，各数据点在横坐标中的相对位置代表估值的相对高低。

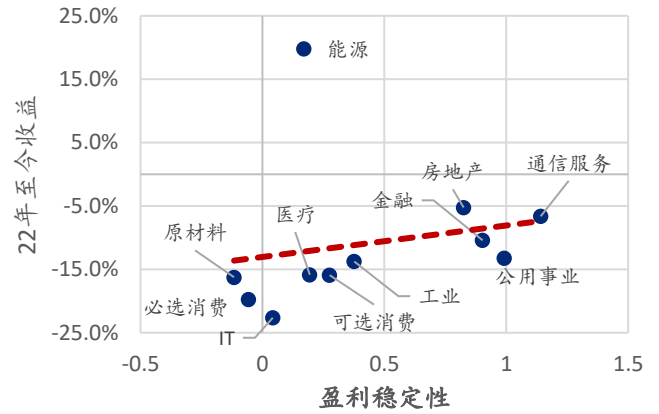
资料来源：FactSet, Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 5: 2022 年高股息率板块更有吸引力



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 2022 年盈利稳定性是收益驱动力之一



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

考虑到波动率具有很强的自相关性, 在宏观环境出现较为确定的催化剂、市场出现显著拐点之前, 市场将大概率延续此前的高波动状态, 避险情绪仍存。因此, 当前对估值、股息率和盈利稳定的风格偏好也将大概率维持。

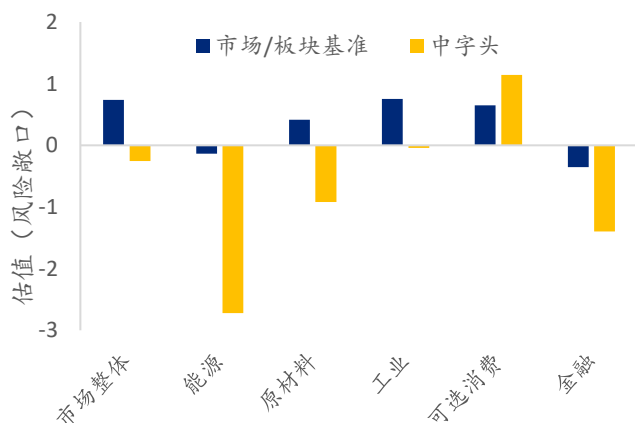
## ● “中字头”标的：估值更低、股息率更高、盈利更稳定

根据“中字头”标的的板块分布，我们仅考虑能源、原材料、工业、可选消费和金融板块中的“中字头”标的。下文分别以A股市场全样本和中证800指数成分股作为股票池，对比各板块内“中字头”和板块所有成分股的指标统计中位数。

### 估值

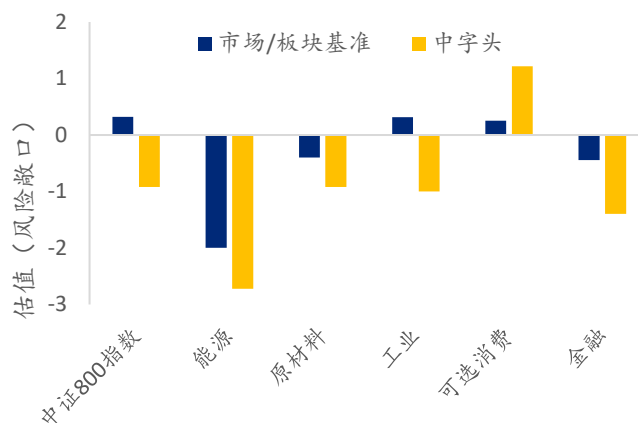
以A股全样本作为股票池，除可选消费外，“中字头”标的的估值显著偏低。如果以中证800指数为基准，统计中证800指数各板块成分股的“中字头”估值，其估值中位数同样低于基准。

图表 7: 以A股市场整体为样本，除可选消费外，“中字头”标的估值显著偏低



注：纵轴估值通过价值因子风险敞口取反得到，数值越高代表估值越高。  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 以中证800指数为样本，除可选消费外，“中字头”标的估值仍然低于基准

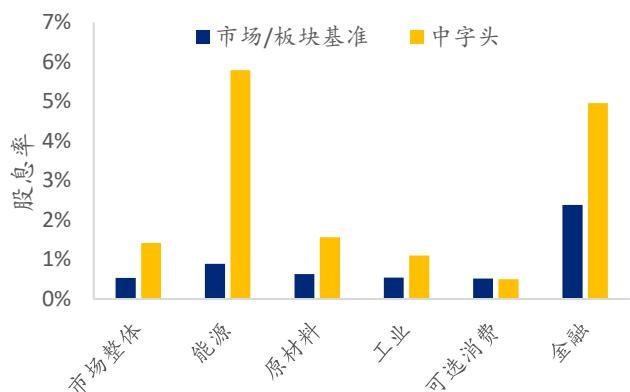


注：纵轴估值通过价值因子风险敞口取反得到，数值越高代表估值越高。  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

### 股息率

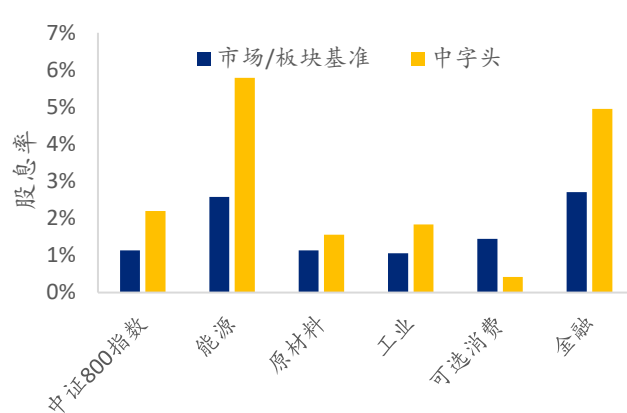
股息率可以作为估值的另一种描述，而在市场风险较高时，高分红也更有吸引力。以A股全样本作为股票池，除可选消费外，“中字头”标的股息率远高于市场和板块基准。如果以中证800指数成分股为样本，除可选消费外，“中字头”股息率仍然具有绝对优势。

图表 9: 以 A 股市场整体为样本, 除可选消费外, “中字头” 标的股息率远高于市场基准



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: 以中证 800 指数为样本, 除可选消费外, “中字头” 标的股息率远高于基准

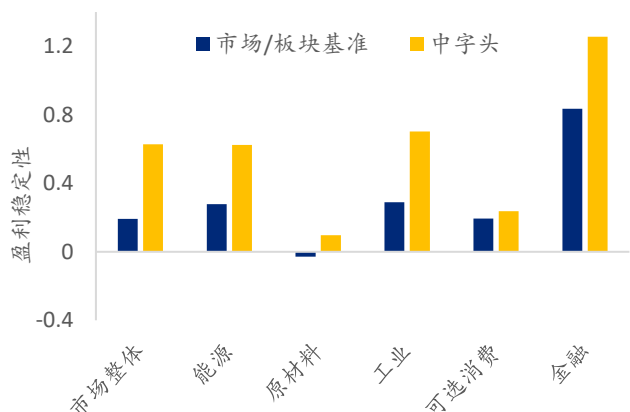


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 盈利稳定性

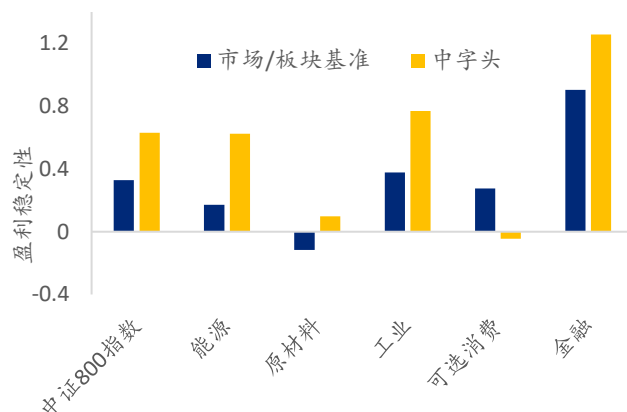
其观测结果同样显示“中字头”标的优势。以 A 股全样本作为股票池, “中字头”标的盈利更稳定。如果以中证 800 指数成分股为样本, 除可选消费外, “中字头”标的仍然具有很高的盈利稳定性。

图表 11: 以 A 股市场整体为样本, “中字头” 标的盈利更稳定



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 以中证 800 指数为样本, 除可选消费外, “中字头” 标的盈利更稳定



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

从上述结果看, 在市场关注估值、股息率和盈利稳定的情况下, 除可选消费板块内的少数标的外, “中字头” 标的在这三个方面均具有绝对优势。尤其是对于“中字头” 标的集中的工业板块, “中字头” 标的均好于板块基准。

## 宏观环境支撑

除了“中字头”标的符合当前交易逻辑之外，当前的宏观环境也起到支撑作用。

- 当前中国经济复苏空间仍很大，基建仍然具备政策支持，对相关的“中字头”标的有政策上的支撑。
- 大宗商品有回落趋势，一定程度上为中下游端工业板块标的的成本端解压，基于前述盈利稳定性的主线，利于其盈利维持低波动。
- 近期对于估值体系的再讨论，短期内能够起到助推作用。



# 风险与操作策略

## ● 风险

**对可选消费板块“中字头”标的保持谨慎：**尽管“中字头”标的整体具有显著的估值、股息率和避险优势，但可选消费板块中的“中字头”标的有所不同，呈现与绝大多数“中字头”标的相异的特征，应保持谨慎。

**注意短期超买：**由于部分“中字头”标的在本轮反弹中涨幅过大，可能短期超买，如参考 14 天 RSI 指标，可在该指标回落至 70 以下（即跳出超买区间）后入场。

**注意市场风格切换：**在市场出现明显拐点之前，将大概率延续此前风格偏好，但要注意如确定性较高的市场催化剂诞生，包括疫情、政策、海外流动性和市场情绪等，令市场避险情绪下降，则会导致市场风格切换，对“中字头”的交易逻辑或发生改变。

**注意市场和板块内高低估值差、股息率差的变化：**基于估值和股息率的交易将会缩小板块内估值和股息率分化程度，令低估值高分红标的优势下降，因此在短期内低估值标的涨幅过高时应谨慎，可参考前述 14 天 RSI 或其它技术指标。

## ● 操作策略

从市场风格偏好和技术面出发，我们给出如下标准进行标的选择：**1)** 估值位于所属板块最低 40% 以内；**2)** 股息率和稳定性位于所属板块最高 40% 内；**3)** 属于中证 800 指数成分股；**4)** 未超买（RSI 小于 70）。

基于此，我们选出了相对优势较为明显的标的：中国联通（600050.SH）、中金黄金（600489.SH）、中国神华（601088.SH）、中国化学（601117.SH）、中国电建（601669.SH）、中国石油（601857.SH）、中国通号（688009.SH）。

上述标的选择基于 2022 年 11 月 23 日收盘数据。但需注意 14 天 RSI 跳动明显，如短期内股价回落至超买水平以下，会有更多标的选择。

## 总结

- **避险情绪下，市场将延续对低估值、高股息率、稳定盈利的偏好**

2022年，低估值、高股息率和盈利稳定性对收益的解释力度较强，反映了投资者在回撤和波动下的避险情绪。而在市场出现确定性较高的拐点之前，该风格偏好将延续。

- **“中字头”标的在当前市场风格偏好下优势明显**

无论是相对A股市场整体还是所属板块，除可选消费板块外，绝大多数“中字头”标的估值更低、股息率更高、盈利更稳定。此外，包括基建政策支持、大宗商品价格回落以及估值议题再讨论等外部因素，将对“中字头”标的起到支撑作用。

- **风险与操作策略**

应对可选消费板块内的“中字头”标的保持谨慎；应保持关注是否短期超买、市场风格切换以及板块内估值差收窄。操作策略方面，我们从降低风险角度出发，根据低估值、高股息率、盈利稳定性、是否属于指数成分股、短期未超买多个维度进行标的选择。

## 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国-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”,不得提供给其他任何个人。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士。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。

### 浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼