降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？

2020 年 09 月 20 日

——策略周聚焦

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①无风险利率和风险溢价抬升，对股市尤其成长股有抑制，投资者普遍希望降低组合市盈率。②通过一二线龙头到三四线降估值，向下防风险：中等估值并不具备安全垫，向上补涨，三四线龙头基本面也无太大优势。③奇异组合：“最便宜的行业+最贵的公司”，最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司，龙头公司估值天花板仍将抬升。

正文摘要

■ **公募基金连续 2 年正回报，年底前普遍希望降低组合市盈率。**①A 股过去半年领涨全球，公募基金连续 2 年正回报且显著跑赢市场。②目前十年期国债收益率已持续 4 个月上行，临近 11 月美国大选，不确定性也使得市场风险溢价抬升，投资者普遍希望降低组合市盈率。向低估值倾斜除过板块、行业漂移外，还有一种选择是从本赛道约 80 倍 PE 的一二线龙头倾斜至 30-40 倍的三四线龙头，对于这一选择，可能会存在一定误区。

■ **极端情形下，三四线龙头并不具备安全垫。**①熊市中只有绝对低估值行业具备安全垫，如金融地产。在四轮熊市起点处，将全部 A 股按照估值高低分为十档，只有最低估值的股票在熊市中存在明显的安全垫，而最高估值和中等估值的股票跌幅普遍在 10%以内，并无明显差异。②同一行业内的三四线龙头并不具备安全垫。包括计算机、电子、传媒、半导体、电气设备、房地产等行业，在熊市中高估值的一二线龙头与中等估值的三四线龙头跌幅几乎无差异，只有白酒、医药高估值的一档跌幅更大，这可能是熊市末期抱团瓦解的结果。

■ **向上补涨，三四线龙头基本面无太大优势。**①一季度极端冲击下，一二线龙头抗风险能力更强。一季度在疫情冲击下，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。②一二线龙头恢复更快，二季度盈利复苏中，多数行业一二线龙头 Q2 净利润较三四线恢复更优，龙头公司的市占率继续提升，在随后的复苏中，三四线龙头公司基本面并无太大优势。

■ **奇异组合：最便宜的行业+最贵的公司。**①下半年成长风格略输价值。无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。从高估值的一二线龙头切换至三四线龙头，虽然能降低市盈率，但向上向下均有一定风险，所以基金三、四季报很可能看到这样的组合：“最便宜的行业+最贵的公司”。最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司。②美股过去十年“FAAMG”（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙头公司盈利能力持续提升。对标 A 股，近景已经显示疫情冲击下，A 股一二线龙头公司一季度抗风险能力更强，二季度恢复更快；从远景看，若后疫情时代经济潜在增速降低，那么能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《【东吴策略】制造业设备投资机会在哪里？——行业风火轮》2020-09-18
2、《2020 年基金发行真的“大爆发”吗？》2020-09-16
3、《东吴策略·市场温度计—市场轻微降温—20200914》2020-09-15
4、《东吴策略·行业风火轮——中流砥柱：关注制造业投资回暖》2020-09-11
5、《东吴策略·市场温度计—流出的外资、抱团的公募》2020-09-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？ 4
2. 机构行为及市场情绪 8
3. 风险提示 9

图表目录

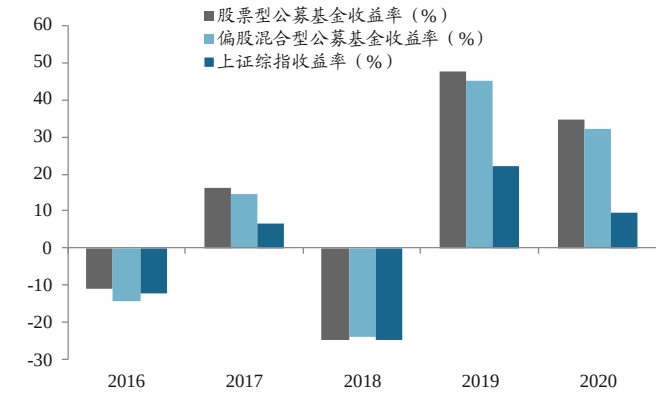
图 1：公募基金连续四年跑赢市场 4
图 2：利率持续上行 4
图 3：绝对低估值个股才有安全垫 5
图 4：房地产行业不同估值个股熊市涨跌幅 5
图 5：计算机行业不同估值个股熊市涨跌幅 5
图 6：电子行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 7：半导体行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 8：电气设备行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 9：传媒行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 10：医药行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 11：白酒行业不同估值个股熊市涨跌幅 6
图 12：20Q1 一二线龙头抗风险能力更强 7
图 13：20Q2 一二线龙头恢复更快 7
图 14：FAAMG 市值&利润占标普 500 比重 8
图 15：创业板 50 市值&利润占标普 500 比重 8
图 16：股票型&偏股混合型公募基金仓位 8
图 17：公募基金风格偏移 8
图 18：陆股通净流入 9
图 19：北上资金各行业净买入（9/14-9/18） 9
图 20：行业离散度 9
图 21：A 股风险溢价 9

十年期国债收益率已持续 4 个月上行 62 个 BP 至 3.12%，临近 11 月美国大选，不确定性也使得市场风险溢价抬升，分母端的持续上行使得投资者普遍希望降低组合市盈率。在我们沟通中，向低估值倾斜除过板块、行业漂移外，还有一种选择是从本赛道约 80 倍 PE 的一二线龙头倾斜至 30-40 倍的三四线龙头，对于这一选择，可能会存在一定误区，本周我们对此进行讨论。

1. 降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？

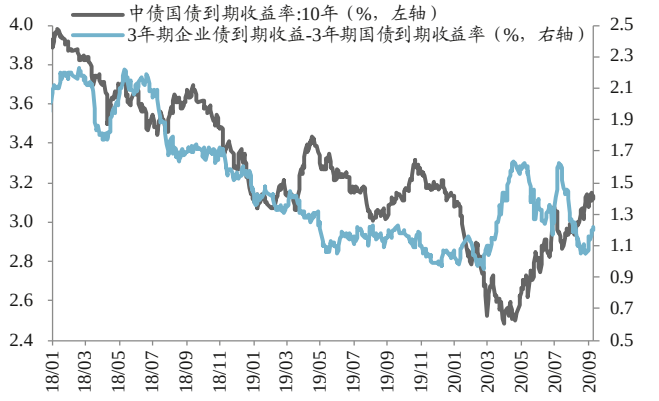
公募基金连续 2 年正回报，年底前普遍希望降低组合市盈率。疫情冲击后货币财政政策逆周期调控以及中国经济超预期复苏，A 股过去半年领涨全球，截至 9/18 上证综指年初至今累计涨幅 9.4%，期间最大涨幅 30.7%，而公募基金业绩更优，年初至今股票型/偏股混合型平均涨幅分别为 34.8%/32.2%，而此前 2019 年股票型/偏股型基金平均涨幅 47.5%/45.0%，2018 年-24.6%/-23.9%，连续 2 年公募基金正回报且业绩显著跑赢市场。目前十年期国债收益率已持续 4 个月上行 62 个 BP 至 3.12%，临近 11 月美国大选，不确定性也使得市场风险溢价抬升，分母端的持续上行叠加市场自 7 月以来的横盘震荡，投资者普遍希望降低组合市盈率。而公募基金由于仓位限制，主要通过结构调整实现这一目的。我们沟通中降低市盈率大致有三类选择：风格漂移类型的基金选择从高估值医药、科技向低估值金融地产、周期倾斜；坚持能力圈择股的基金，如消费类从食品向家电、汽车倾斜，科技类从半导体向消费电子倾斜；还有一类选择即是从本赛道约 80 倍 PE 的一二线龙头倾斜至 30-40 倍的三四线龙头，这一选择背后向下出于防风险的考虑，低估值三四线龙头有安全垫，向上出于补涨逻辑。我们通过数据验证发现这一选择可能存在以下误区。

图 1：公募基金连续四年跑赢市场



数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年截至 09/18

图 2：利率持续上行

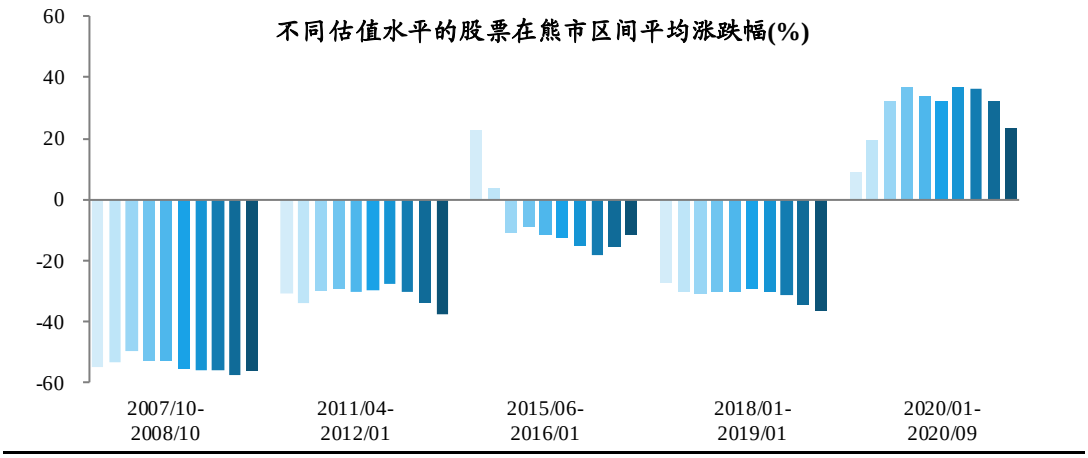


数据来源：Wind，东吴证券研究所

极端情形下，三四线龙头并不具备安全垫。出于防风险的角度切换至三四线龙头，目的是在市场下跌中减少损失，我们在极端情形下审视，A 股过去四轮熊市（07/10-08/10、

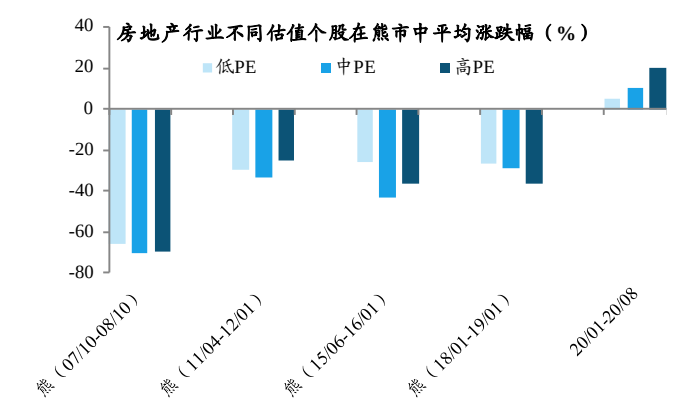
11/04-12/01、15/06-16/01、18/01-19/01）中高中低三类估值的股票表现，我们得到**第一个结论：熊市中只有绝对低估值行业具备安全垫，如金融地产。**在四轮熊市起点处，将全部 A 股按照估值高低分为十档，只有最低估值的股票在熊市中存在明显的安全垫，而最高估值和中等估值的股票跌幅普遍在 10%以内，并无明显差异，从实际行业表现看，四轮熊市中金融地产平均跌幅-28.0%，同期上证综指跌幅均值-32.9%。**第二个结论：同一行业内的三四线龙头不具备安全垫。**我们选择公募重仓的八大行业，在四轮熊市起点处，将行业内股票按照高中低等分为三档，统计发现包括计算机、电子、传媒、计算机、半导体、电气设备、房地产行业，在熊市中高估值的一二线龙头与中等估值的三四线龙头跌幅几乎无差异，只有白酒、医药高估值的一档跌幅更大，这可能是熊市末期抱团瓦解的结果。极端情形下，三四线龙头并不具备安全垫，而在此之前的上涨行情中，高估值的一二线龙头涨幅反而更大。所以处于防风险的视角，更合理的选择是降低仓位，或者切换至实际的低估值板块。

图 3：绝对低估值个股才有安全垫



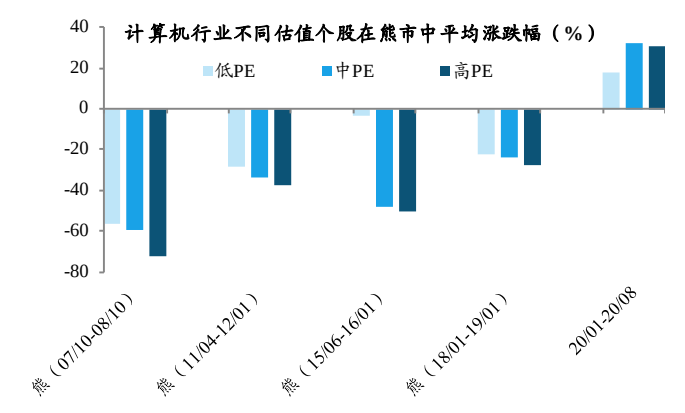
数据来源：Wind，东吴证券研究所，全部 A 股估值由高到低排序等分十档，颜色越深估值越高

图 4：房地产行业不同估值个股熊市涨跌幅



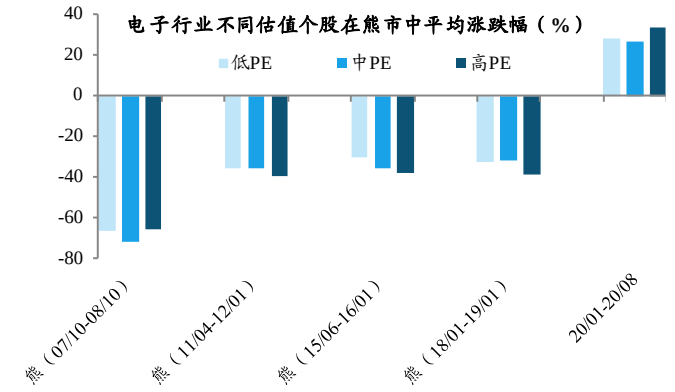
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：计算机行业不同估值个股熊市涨跌幅



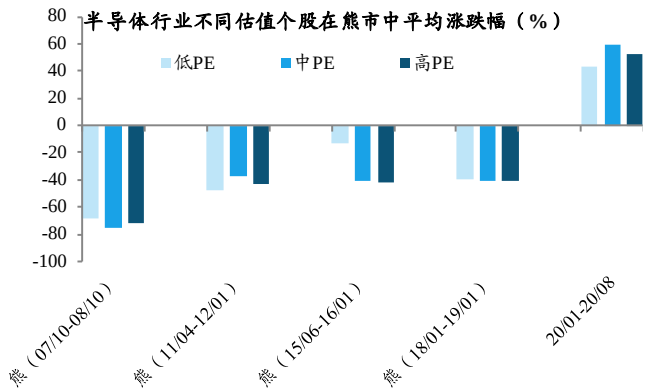
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：电子行业不同估值个股熊市涨跌幅



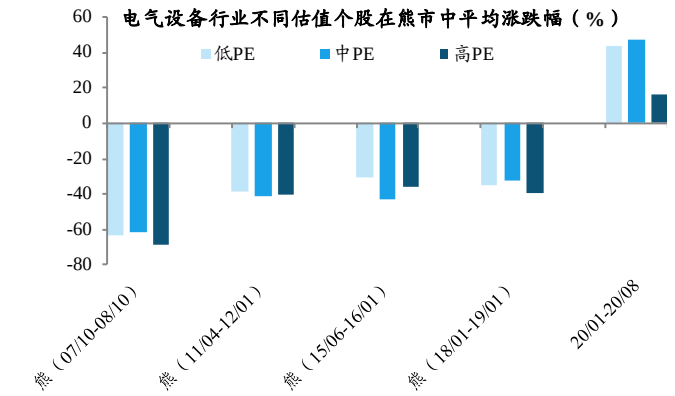
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：半导体行业不同估值个股熊市涨跌幅



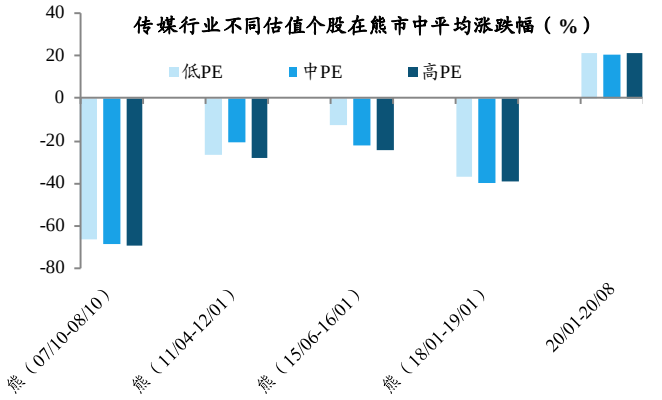
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：电气设备行业不同估值个股熊市涨跌幅



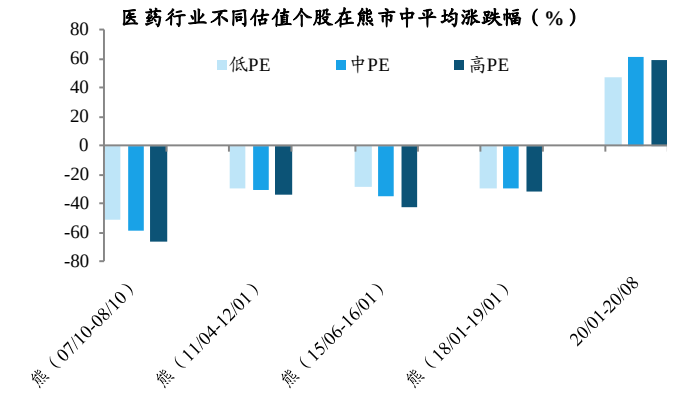
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：传媒行业不同估值个股熊市涨跌幅



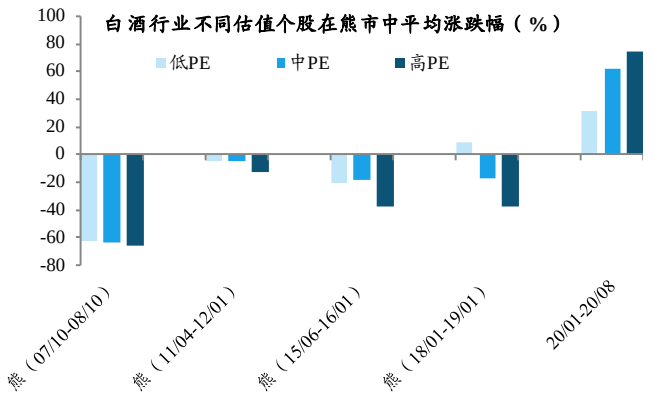
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：医药行业不同估值个股熊市涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：白酒行业不同估值个股熊市涨跌幅

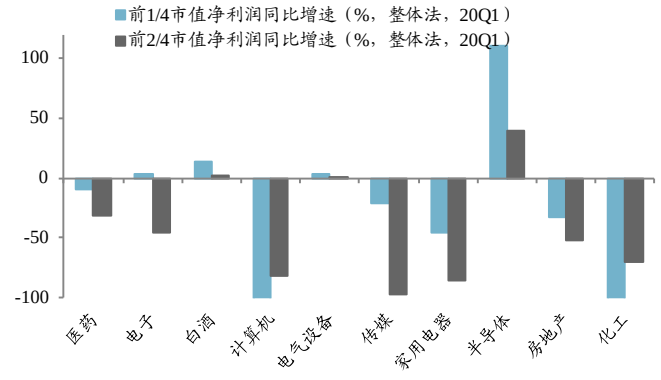


数据来源：Wind，东吴证券研究所

向上补涨，三四线龙头基本面无太大优势。出于向上补涨的角度切换至三四线龙头，

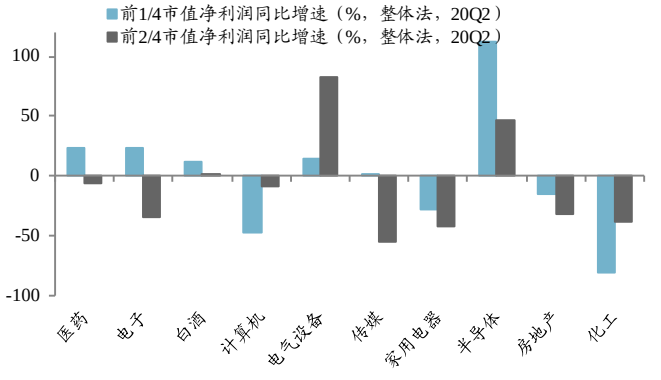
背后是三四线龙头基本面可以获得更高估值，继续选择公募重仓行业，观察今年一、二季度基本面表现。首先得到**第一个结论：一季度极端冲击下，一二线龙头抗风险能力更强。**我们将各行业市值前 1/4 个股作为一二线龙头代表，2/4 市值个股作为三四线龙头代表，发现一季度在疫情冲击下，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。**第二个结论：二季度复苏中，一二线龙头恢复更快。**二季度经济超预期复苏，医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、地产行业，一二线龙头 Q2 净利润同比增速继续高于三四线龙头，其中医药、传媒行业，一二线龙头净利润同比增速已转正，对应三四线龙头净利润同比增速仍为负。两个结论说明：在今年上半年疫情冲击下，多数行业一二龙头公司的市占率继续提升，在随后的复苏中，三四线龙头公司基本面并无太大优势。

图 12：20Q1 一二线龙头抗风险能力更强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：20Q2 一二线龙头恢复更快

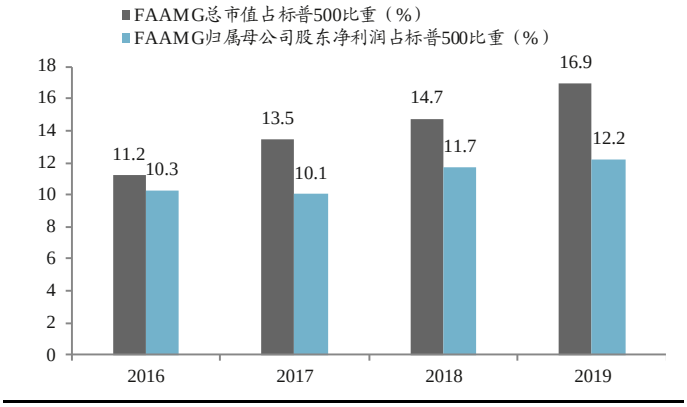


数据来源：Wind，东吴证券研究所

奇异组合：最便宜的行业+最贵的公司。我们前期报告《低估值策略为何失效？能否逆袭？-20200902》已提出下半年成长风格略输价值。无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。而我们以上讨论发现从高估值的一二线龙头切换至三四线龙头，虽然能降低市盈率，但向上向下均有一定风险，所以基金三、四季报很可能看到这样的组合："最便宜的行业+最贵的公司"。最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司。美股的经验告诉我们，过去十年"FAAMG"（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙头公司盈利能力持续提升，"FAAMG"占标普 500 指数净利润比重从 2016 年的 10.3%持续提升至 2019 年的 12.2%，市值占比从 11.2%提升至 16.9%。对标 A 股，近景已经显示疫情冲击下，A 股一二线龙头公司一季度抗风险能力更强，二季度恢复更快；从远景看，若后疫情时代经济潜在增速降低，那么能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升，我们创业板 50 指数作为 A 股科技

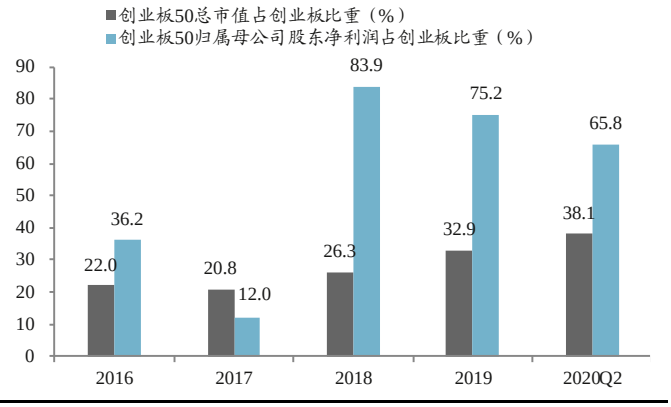
类龙头公司代表，创业板 50 个股占创业板净利润比重从 2016 年的 36.2%持续提升至 2020Q2 的 65.8%，市值占比从 22.0%提升至 38.1%，未来龙头公司市占率提升的故事，仍将继续。

图 14：FAAMG 市值&利润占标普 500 比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：创业板 50 市值&利润占标普 500 比重



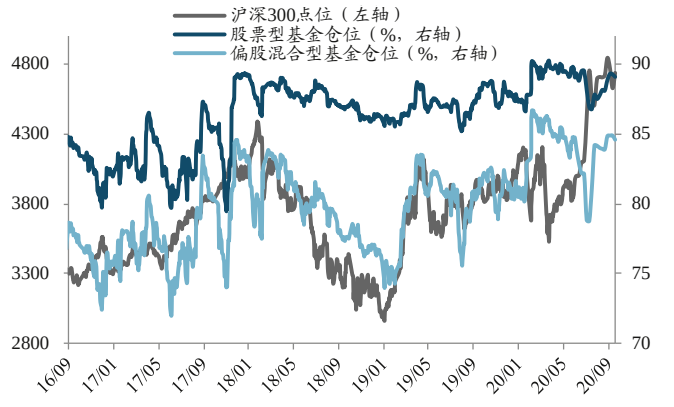
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 机构行为及市场情绪

最近一周公募仓位微降，风格上向低估值的沪深 300 和上证 50 倾斜。上周五（9/18）偏股混合型基金仓位 84.6%，前值 84.9%；股票型基金仓位 89.1%，前值 89.3%。最近一周公募基金进一步向低估值的沪深 300 和上证 50 倾斜，从相对高估值的成长板块撤出。此前一周公募基金抱团趋弱，风格偏向价值，行业向科技、消费扩散。

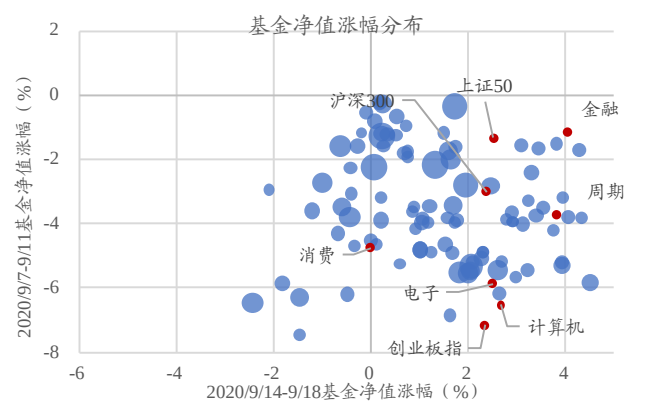
最近一周北上资金转为净流入，外资买入前三为银行、地产和医药。最近一周（9/14-18，下同）陆股通合计净流入 33.9 亿元，前值-35.2 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：银行、地产、医药；卖出前三行业：电子、国防军工、家电。

图 16：股票型&偏股混合型公募基金仓位



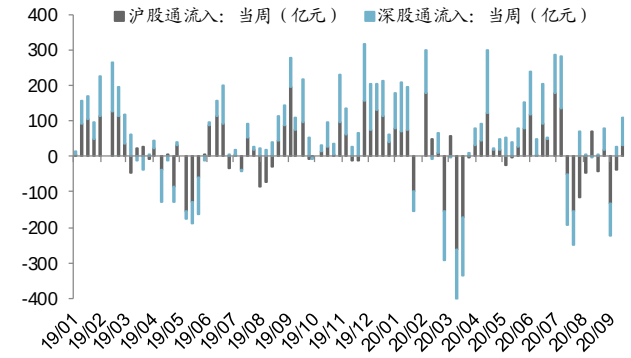
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：公募基金风格偏移



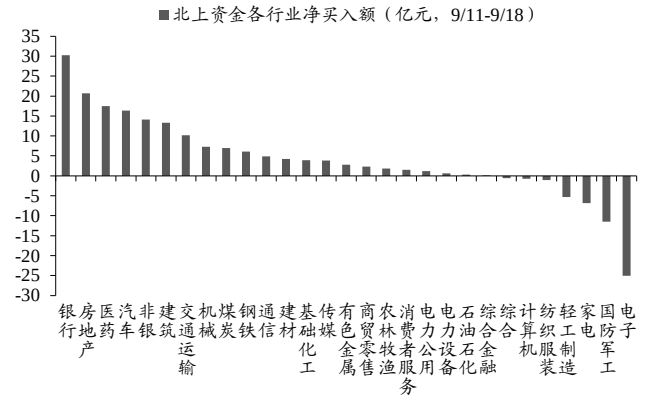
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

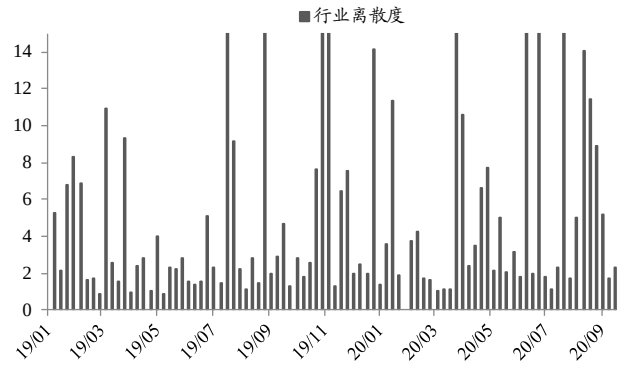
图 19：北上资金各行业净买入（9/14-9/18）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

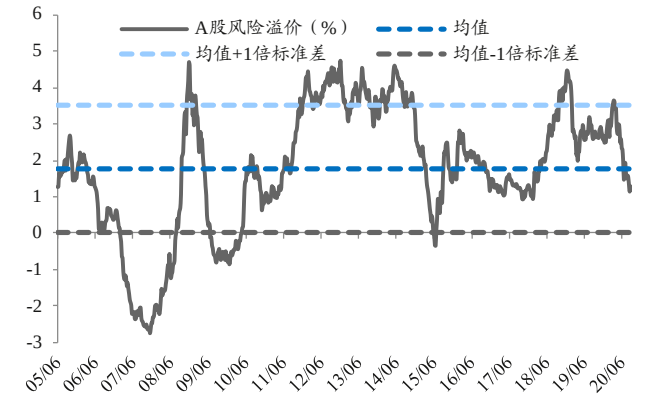
最近一周 A 股风险溢价下降，行业间分化加剧。A 股风险溢价 1.19%，历史分位数 30.4%，前值 1.29% ，低于 05 年以来均值 1.78%。行业离散度为 2.3，历史分位数 68%，前值 1.7。

图 20：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

