

证券研究报告·量化策略动态报告

继续看好下游消费和TMT行业的相对收益 ——基本面量化模型跟踪 2023年7月

分析师：王程畅

wangchengchang@csc.com.cn

SAC 编号：S1440520010001

研究助理：徐建华

xujianhua@csc.com.cn

发布日期：2023年07月02日

摘要

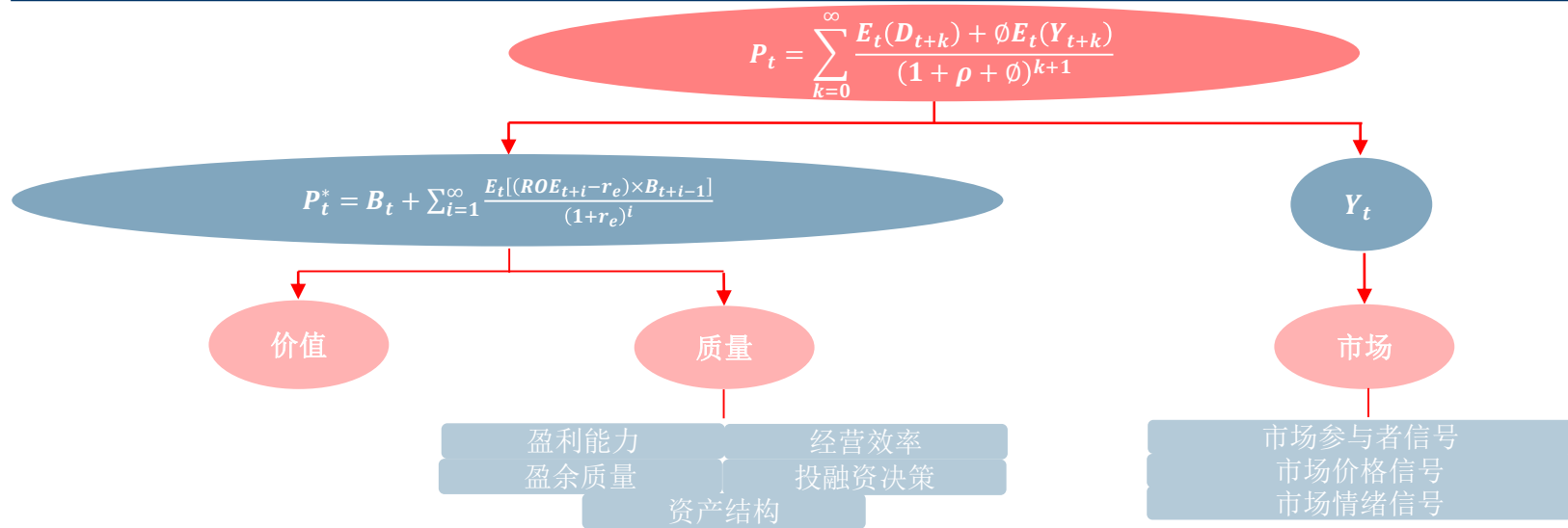
- **核心观点：**按照自下而上的分析师预期加总，预测2023Q2万得全A和万得全A非金融的ROE为8.01%和7.15%（预测2023Q3分别为7.93%和7.14%，2021Q1的ROETTM为8.35%和7.63%），分析师预期相比上月略微上调。综合中信一级行业多维度指标，2023年7月看好“食品饮料”、“家电”、“计算机”和“国防军工”的相对收益。
- **A股整体盈利预测与市场情绪：**按照自下而上的分析师预期加总，预测2023Q2万得全A和万得全A非金融的ROE为8.01%和7.15%（预测2023Q3分别为7.93%和7.14%，2021Q1的ROETTM为8.35%和7.63%），分析师预期相比上月略微上调。周期定位方面，全球康波萧条期，中国人口周期下行，产能周期下行，库存周期下行，预测ROE于2023Q3见底。从PB分位数来看，截至2023年06月30号，万得全A的PB分位数为12.01%，市场整体估值相比上月抬升。
- **中信一级行业配置：**基于财务报表、分析师预期和行业宏观数据构建行业景气度指标，食品饮料、传媒、计算机、家电和国防军工的景气度比较高，其中传媒触发交易过热状态（波动率）。截至2023年06月30号，食品饮料和计算机的PB分位数超过50%，行业之间估值分化程度抬升。当前机构关注“电力设备及新能源”、“家电”和“通信”行业的股票；“传媒”和“综合金融”的机构关注度在快速提升；“纺织服装”、“农林牧渔”和“银行”的机构关注度从高位下降。综合多维度，2023年7月多看好“食品饮料”、“家电”、“计算机”和“国防军工”的相对收益；行业轮动策略历史详细业绩信息请关注Wind-PMS组合，“行业轮动相对收益@基本面+量价”。
- **风险提示：**量化模型基于历史数据总结的规律在未来可能失效。

提纲

- 基本面量化框架和核心结论
- A股整体盈利预测与市场情绪
- 中信一级行业配置
- 风险提示

在不完美的真实市场中价值投资

图表：由权益类资产定价模型引申出研究维度



资料来源：《基本面量化投资》张然 汪荣飞 著，中信建投

● **理想国**（有效市场假说）：一个没有证券交易成本、证券持有成本和信息成本的高效率市场；大家拥有的信息是一样的，对这些信息的理解也是一致且充分的，也就是说大家对证券的估值不仅是一样的，而且是在现有信息基础上最准确的；**在有效资本市场上，证券的价格等于它的价值。**

● **真实市场**（噪声投资者模型）：**精明投资者（信息投资者）**对理性预期收益作出反应，但反应的程度受他们的财富限制，在时间 t 对股票的需求 Q_t 表示为总流通股的一部分， $Q_t = E_t(R_t - \rho) / \phi$ 。其中， R_t 是时间 t 股票的实际回报率， ρ 是精明投资者对股票无需求时的预期实际回报率， ϕ 是精明投资者持有所有股票时的风险溢价。**噪声投资者（普通投资者）**没有对理性预期收益作出反应，而对新闻反应过度或难以抵挡风气的冲击，假设 Y_t 为普通投资者要求的每股股票总价值。市场均衡要求 $Q_t + Y_t / P_t = 1$ 。**当套利成本不等于零时，错误定价是一种均衡现象。**

● **价值投资（剩余收益模型）**：根据剩余收益模型，**一家公司的价值等于其当前账面价值和未来预期剩余收益现值之和**。剩余收益模型使得我们可以依据企业财务报表数据，根据公司未来现金流计算现值来估算公司价值。价值投资即寻找质量好的公司和以“合理的价格”买入。

剩余收益模型

- 做权益策略的前提是如何给权益类资产定价，进而弄清驱动市场涨跌的基本面因素。
- 20世纪90年代初期，James Ohlson教授发表了一系列有影响力的有关估值的文章，并介绍了**剩余收益模型 (Residual Income Model, RIM)**，特别强调剩余收益模型对于理解会计数据和企业价值的关系。根据剩余收益模型，一家公司的价值等于其当前账面价值和未来预期剩余收益现值之和，即：

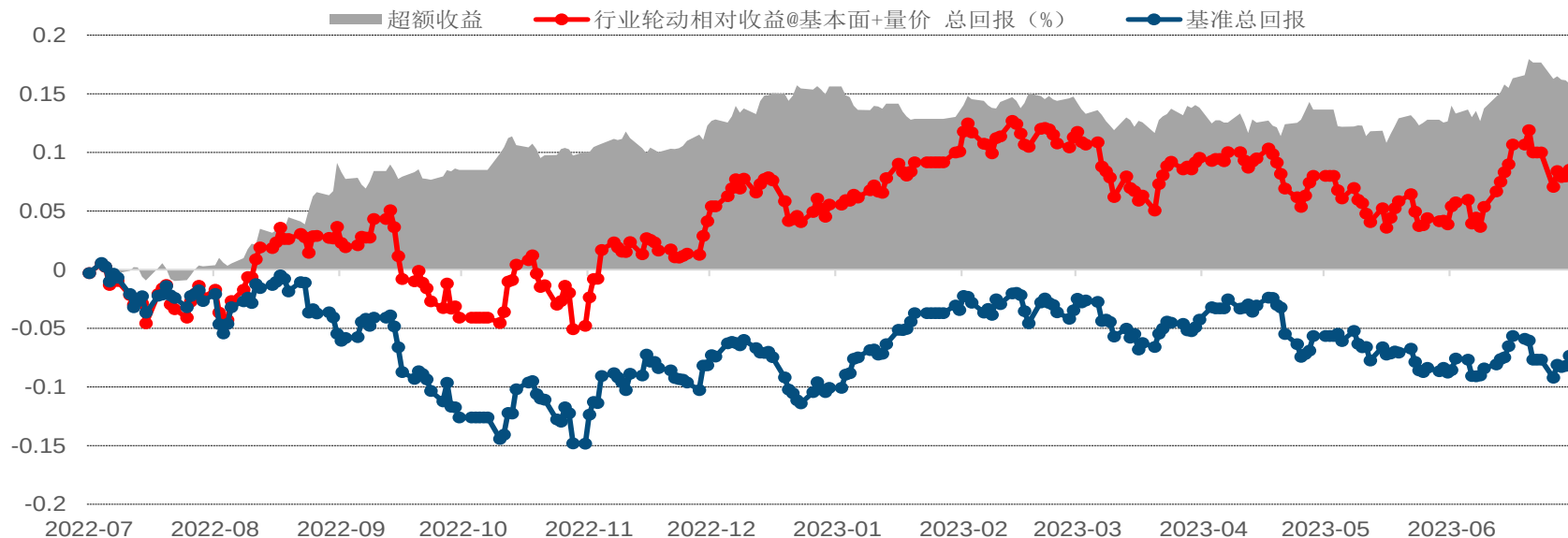
$$P_t^* = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[N I_{t+i} - r_e \times B_{t+i-1}]}{(1 + r_e)^i} = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e) \times B_{t+i-1}]}{(1 + r_e)^i}$$

其中， B_t 为公司在时间 t 的账面价值， $E_t[\cdot]$ 为公司在时间 t 的期望值， $N I_{t+i}$ 为第 $t+i$ 期的净收入， r_e 为权益资本成本，即股权要求回报率， ROE_{t+i} 为第 $t+i$ 期账面资产税后收益率，期间 t 的剩余收益(RI)定义为期间 t 的收益减去基期资本成本的正常收益，公式为 $RI_t = N I_t - r_e B_{t-1}$

- 剩余收益模型使得我们可以依据企业财务报表数据估算公司价值（根据公司未来现金流计算现值），**公司价值始终是两项之和：投入资本和未来剩余收益的现值。**

行业轮动相对收益@基本面+量价

图表：行业轮动相对收益@基本面+量价 模拟组合过去一年业绩



资料来源: wind, 中信建投

- “行业轮动相对收益@基本面+量价”从多维度分析中信一级行业，当前配置“食品饮料”、“家电”、“计算机”和“国防军工”。
- 6 ● 详细历史持仓信息和业绩请关注Wind-PMS公开组合“行业轮动相对收益@基本面+量价”。



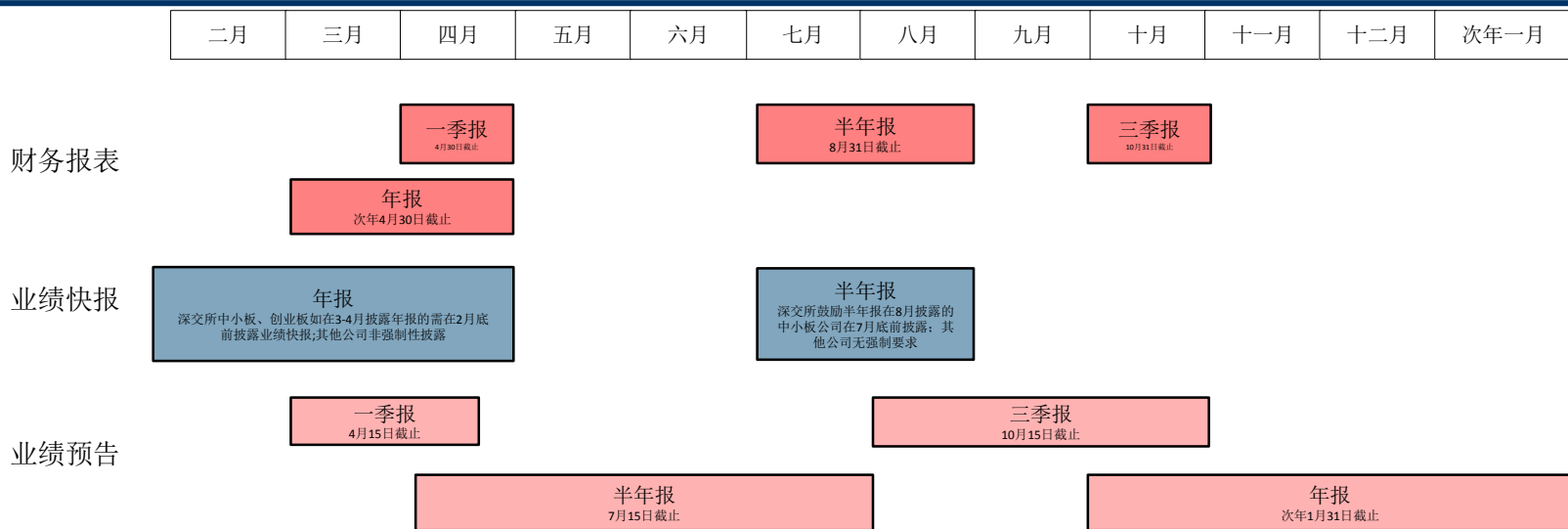
中信建投证券
CHINA SECURITIES

提纲

- 基本面量化框架和核心结论
- A股整体盈利预测与市场情绪
- 中信一级行业配置
- 风险提示

全部A股ROE实时预测

图表：正式财报、业绩快报和业绩预告的发布时间汇总

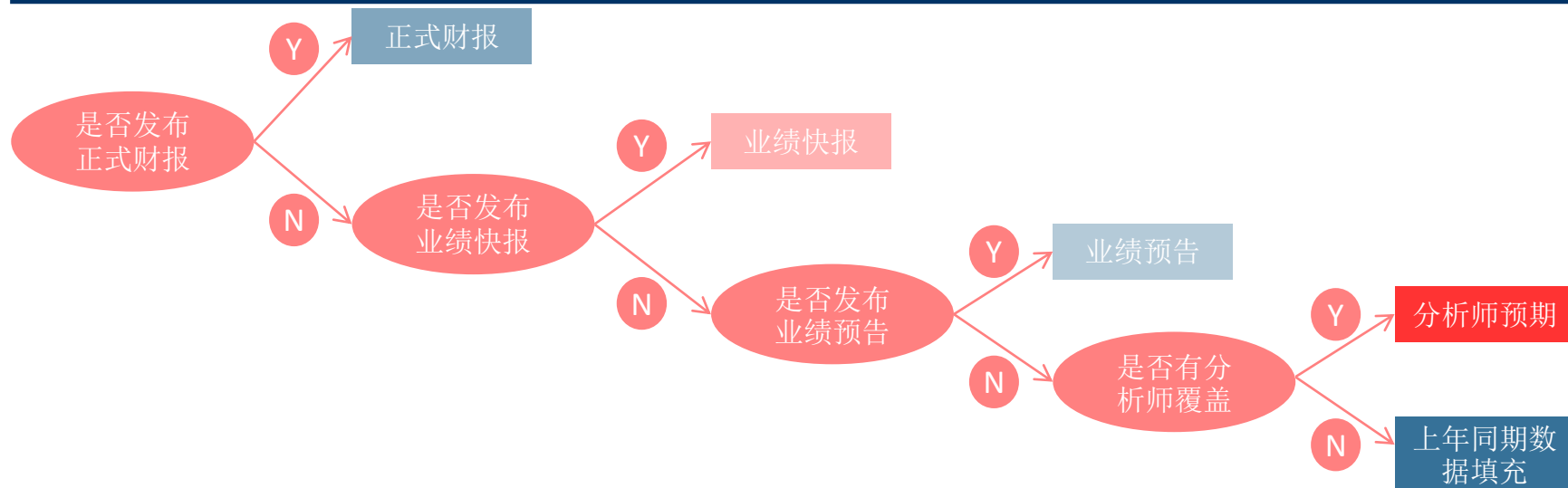


资料来源：wind，中信建投

- 为了高频跟踪上市公司的盈利能力，我们可以把业绩快报、业绩预告和分析师预期数据与正式财报有机结合。
- 业绩快报会提前公布企业的归属母公司股东的净利润、基本每股收益、营业收入、营业利润、利润总额和净资产收益率指标，业绩预告主要给出企业预测净利润的上下限；分析师预期数据为分析师对企业未来三年净利润、每股收益、净资产收益率、营业收入、每股现金流、每股净资产、息税前利润、息税折旧摊销前利润、利润总额、营业利润和每股股利的预测。

全部A股ROE实时预测

图表：预测企业未来一个季度的净利润

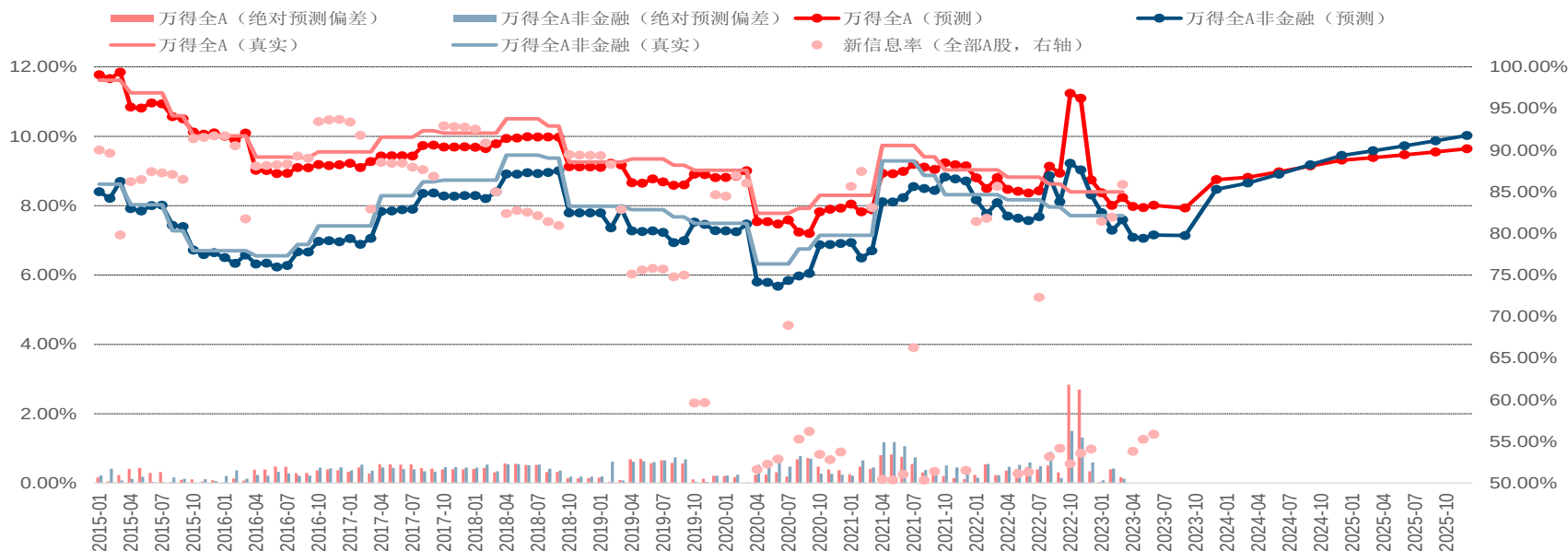


资料来源：wind，中信建投

●按照剩余收益模型，影响一家公司价值的关键基本面变量是净资产回报率（ROE），所以我们尝试预测行业未来一个季度的ROE并基于ROE构造景气度指标；先预测净利润，基于对企业下个季度的净利润预测，通过整体法合成对中信一级行业下个季度净利润的预测，进而预测中信一级行业未来一个季度的ROE。

全部A股ROE实时预测

图表：预测万得全A和万得全A非金融指数的未来ROE

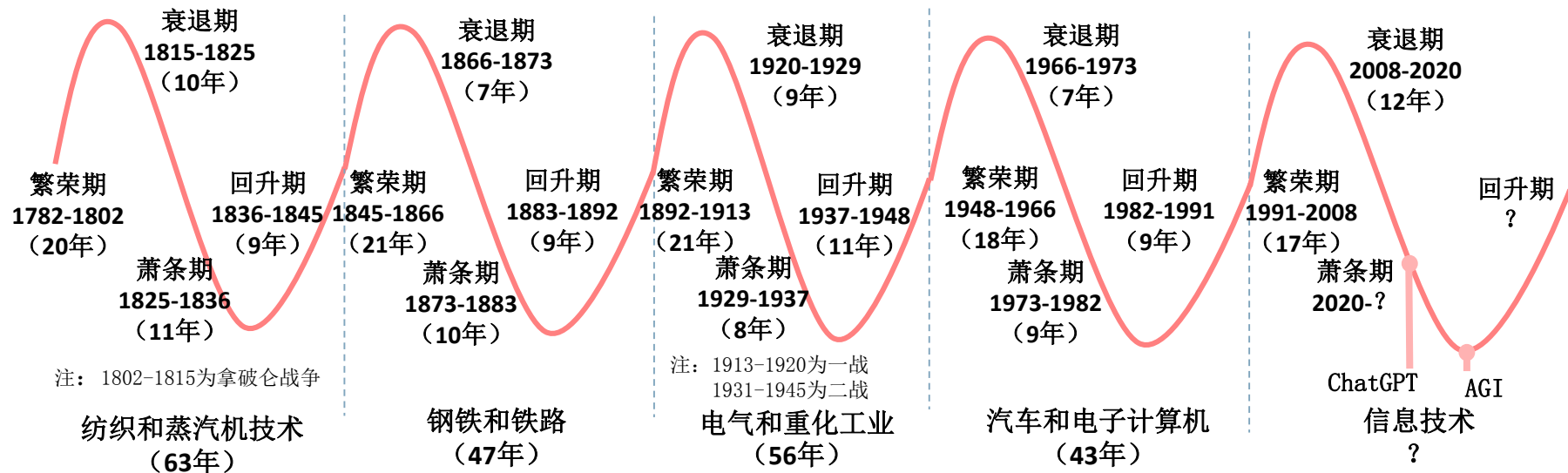


资料来源：wind，中信建投

●按照自下而上的分析师预期加总，预测2023Q2万得全A和万得全A非金融的ROE为8.01%和7.15%（预测2023Q3分别为7.93%和7.14%），分析师预期相比上月略微上调，2021Q1的ROETTM为8.35%和7.63%。

周期定位

图表：历史上的五轮康波周期

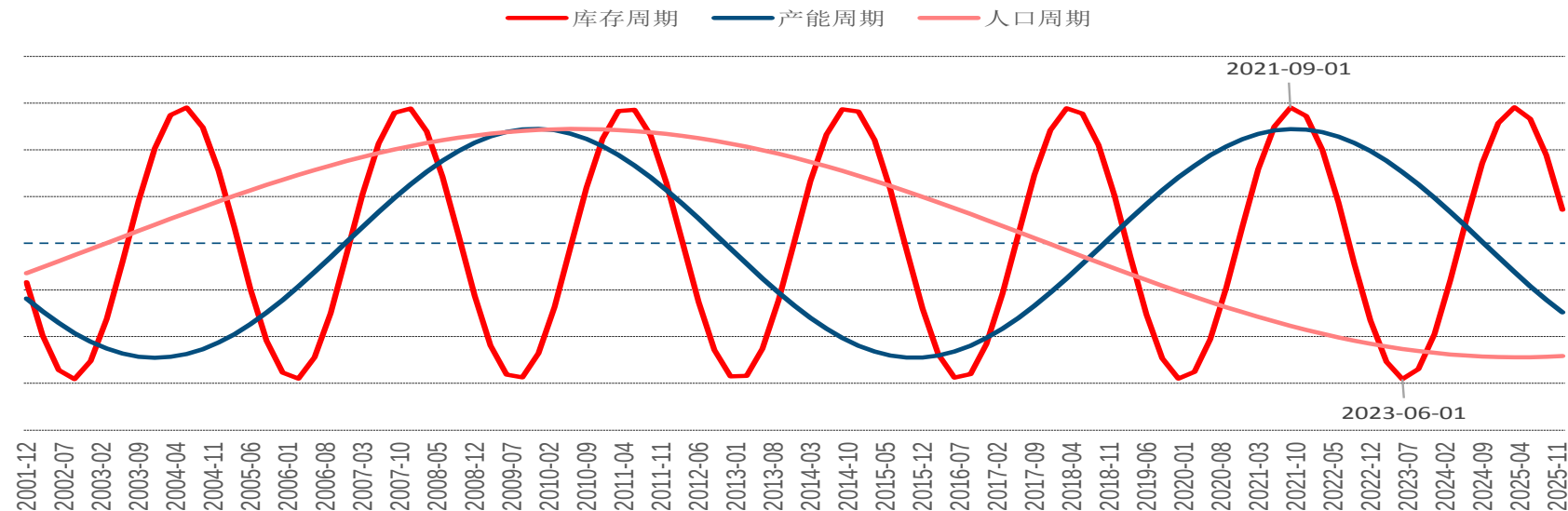


资料来源：荷兰经济学家雅各布·范·杜因，中信建投

- 生产力决定生产关系。过去两百年历史进步的主要动力靠科技-生产力突破，周期繁荣阶段一般经历13至20年，衰退阶段经历8至11年，萧条阶段经历7至10年，回升阶段经历10至20年，一个完整的康波周期在40年至60年之间。
- 目前处于第5轮康波萧条阶段，滞胀、资产负债表危机、国际冲突等叠加；大数据和人工智能或引领下一轮智能化的康波周期。

周期定位

图表：中国三周期（库存周期、产能周期和人口周期）示意图

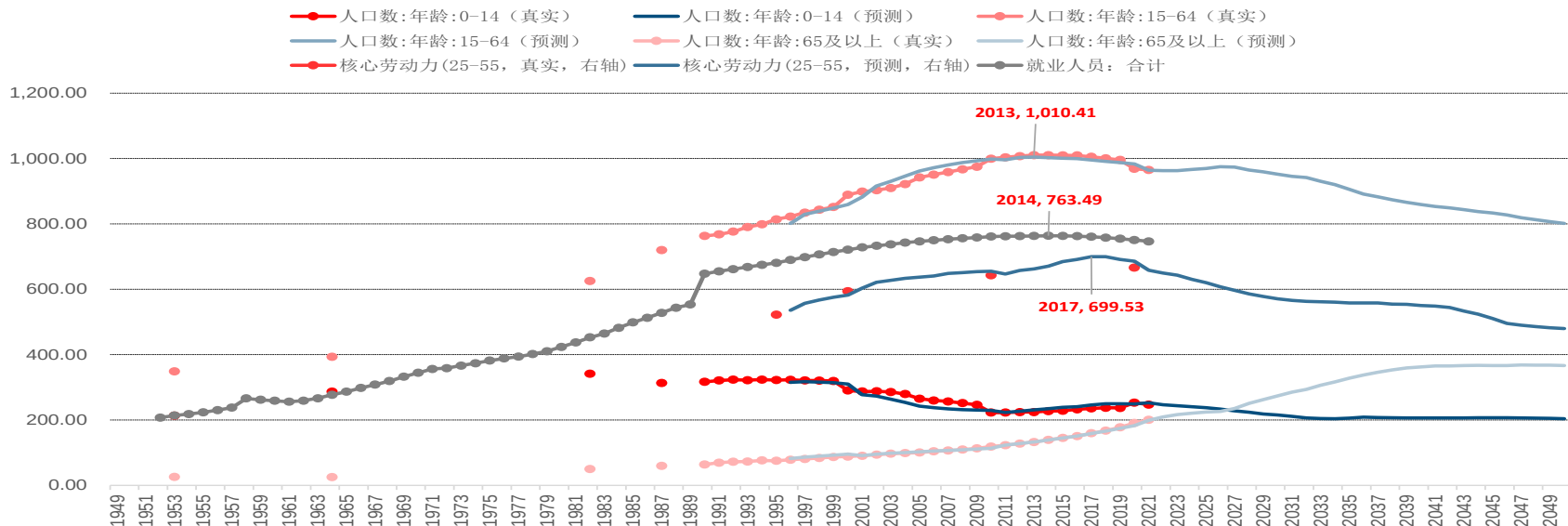


资料来源：wind，中信建投

●我国人口周期于2010年见顶回落，产能周期于2021Q3后见顶回落，库存周期于2021Q3见顶回落并将持续到2023Q2，预测企业盈利下行到2023Q3；基于三周期（库存周期+产能周期+人口周期）对万得全A指数2023Q1的内在价值估计为4,514点（2023Q2为4,379点）；市场定价已从两周期向三周期转换完成，之后受盈利下行和无风险利率上行影响而震荡下行。

人口周期的印证

图表：基于队列要素模型预测中国人口（百万人）



资料来源: wind, 中信建投

●我国劳动年龄人口（15-59岁，含不满60周岁）人数的高点在2013年，为1,010.41百万人，预测劳动年龄人口先上行到2026年，然后再持续下降到2050年；就业人员的高点在2014年，为763.49百万人；核心劳动力（25-55岁）人数的高点在2017年，699.53百万人，预测核心劳动力人数持续下降到2050年。

●人口因素对股市的负面影响从2015年开始变得比较显著，且作用逐渐增强。

人口通过GDP影响股票市场价格

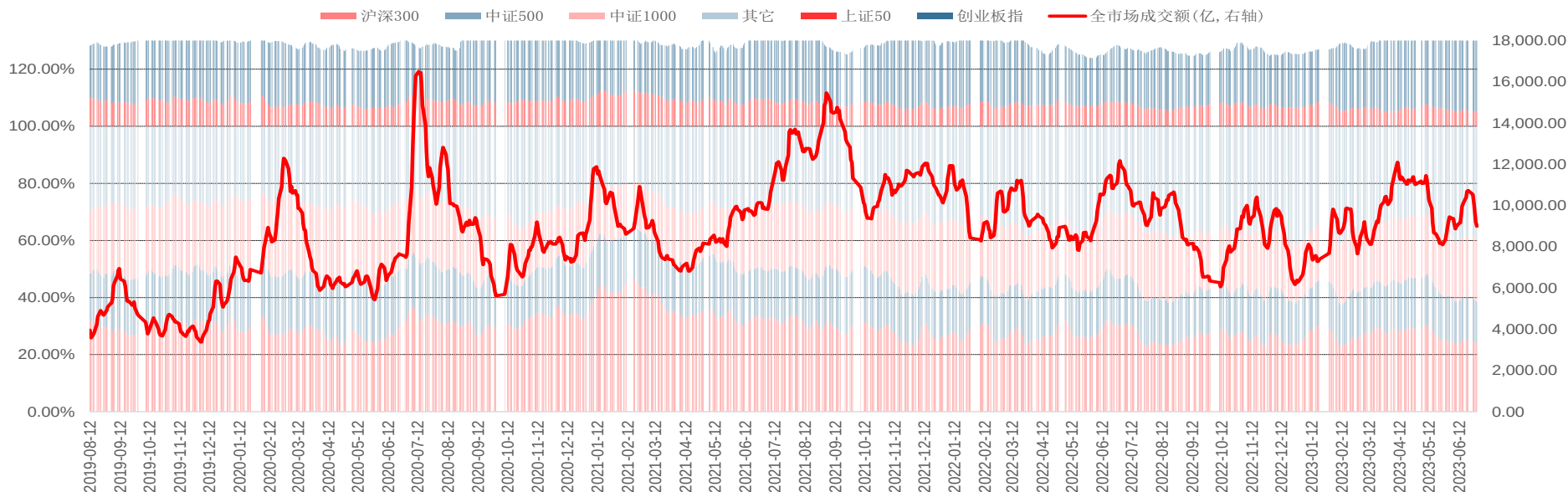
- 根据柯布-道格拉斯生产函数, $Y = AK^\alpha L^{(1-\alpha)}$, 一个国家的产出水平由资本(capital)、劳动力(labor)和技术发展水平共同决定; 其中, A 为全要素生产率(total factor productivity, TFP), 代表了经济的整体劳动生产率或科技水平, K 为实物资本水平(capital), L 为劳动力水平(labor), α 为资本产出弹性或资本要素占收入的比例, $(1-\alpha)$ 为劳动产出弹性或劳动要素占收入的比例
- 由柯布-道格拉斯生产函数变形可得索罗增长核算方程, $\% \Delta Y = \% \Delta A + \alpha \% \Delta K + (1-\alpha) \% \Delta L$, $\% \Delta Y$ 为GDP增长率, $\% \Delta A$ 为全要素生产率增长率, $\% \Delta K$ 为资本增长率, ΔL 为劳动力增长率; 和劳动力生产率增长核算方程, $\% \Delta Y = \% \Delta y + \% \Delta L$, $\% \Delta y$ 为长期劳动率增长率, 受资本深化和技术进步影响; 所以, 经济增长的影响因素主要有两个: 一个是质的增长, 即劳动生产率的提升($\% \Delta y$), 另一个是量的增长, 即劳动力或总劳动时间的增加($\% \Delta L$)
- 对整个股票市场的总价值(P)进行拆解, $P = GDP \times \frac{E}{GDP} \times \frac{P}{E}$, 其中, E 为所有企业的总收益(earnings), $\frac{E}{GDP}$ 为企业收益占GDP的比例 (share of corporate earnings/profits in GDP), $\frac{P}{E}$ 为市盈率(price-to-earnings ratio, P/E multiple); 等式两边取对数并同时求偏导, 得到:

$$\% \Delta P = \% \Delta GDP + \% \Delta \frac{EPS}{GDP} + \% \Delta \frac{P}{EPS}$$

- 由此可知, 股票市场价值的变化率由三个部分组成: GDP变化率($\% \Delta GDP$)、企业收益占GDP比例的变化率($\% \Delta \frac{EPS}{GDP}$)以及市盈率的变化率($\Delta \frac{P}{EPS}$); 长期, 企业收益占GDP比例和市盈率均保持稳定水平, GDP增长率对股票市场价格其主导作用; 人口周期下行带来的GDP增速下行, 会对股票市场价格增长带来负面影响。

市场情绪

图表：市场成交额及其分布

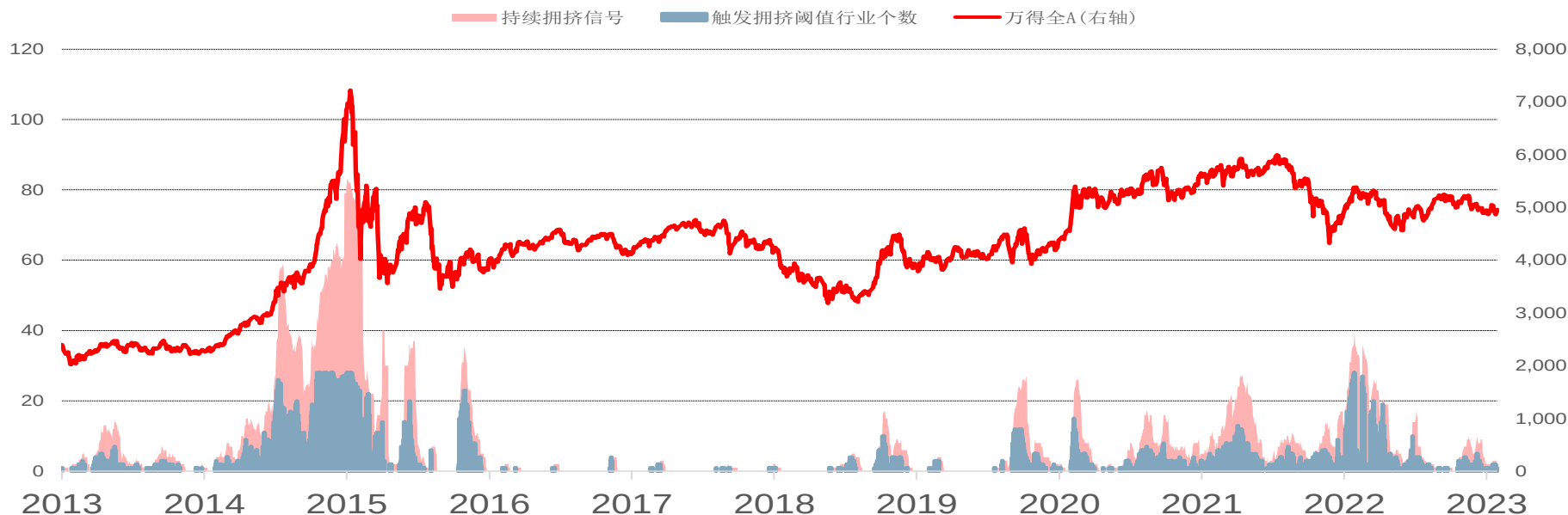


资料来源: wind, 中信建投

● 市场情绪最终反映在交易行为上，导致市场价格偏离内在价值；从成交额来看，近期成交额快速下行后企稳。

市场情绪

图表：四低频拥挤指标的信号个数与拥挤行业个数



资料来源：wind，中信建投

●流动性、成分股扩散、波动率和成分股一致性为四个比较低频的拥挤度指标；当四低频拥挤度触发信号偏多和提示的拥挤行业偏多时，市场整体也往往会有不同幅度的下跌调整，近期整体拥挤信号和拥挤行业数量较少。

提纲

- 基本面量化框架和核心结论
- A股整体盈利预测与市场情绪
- 中信一级行业配置
- 风险提示

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/158040130134006072>