



# 3200是不是底部？反弹买什么？

长江证券研究所策略研究小组

*Changjiang  
Securities*



2023-06-03

汇聚财智 共享成长

*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*

## 分析师及联系人

### 分析师 包承超

SAC执业证书编号: S0490518040002  
电话: (8621) 61118778  
电邮: baocc@cjsc.com

### 分析师 邓宇林

SAC执业证书编号: S0490520080020  
电话: (8621) 61118703  
电邮: dengyl@cjsc.com

### 分析师 吴安东

SAC执业证书编号: S0490522090004  
电话: (8621) 61118703  
电邮: wuad@cjsc.com

### 分析师 万清昱

SAC执业证书编号: S0490522090006  
电话: (8621) 61118703  
电邮: wanqy@cjsc.com

### 联系人 肖遥志

电话: (8621) 61118703  
电邮: xiaoyz@cjsc.com

### 联系人 裴婉晓

电话: (8621) 61118703  
电邮: peiwx@cjsc.com

### 联系人 周长民

电话: (8621) 61118703  
电邮: zhoucm@cjsc.com



# 核心结论



- **基准假设下，3100-3200是我们预期的基本面底部位置。**考虑估值、情绪、交易面、重点龙头估值蕴含的增速预期等多重因素，建议积极乐观。
- **反弹买什么？**历轮风险偏好见底后的修复行情，超跌反弹是主要特征。本轮跌幅靠前品种主要包括地产链、消费及部分TMT。
- **超跌反弹后，仍需关注弱经济环境下的典型交易特征。**行业轮动或依然较快，单纯的景气投资有效性较低，行业内低估值、低波动、筹码好、小市值等方向应重视。

# 目 录

- 01 3200点意味着怎样的悲观预期?**
  
- 02 反弹买什么? ——超跌反弹**
  
- 03 快速轮动下一些新的交易特征**

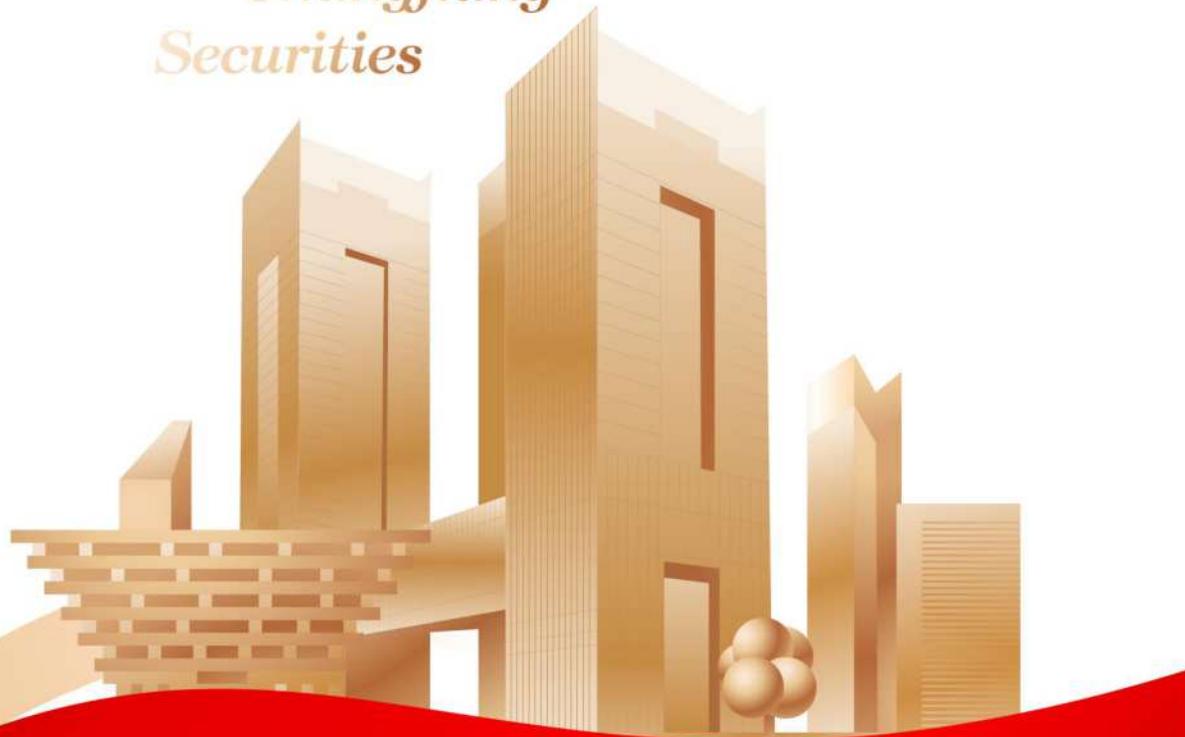




# 01

3200点意味着怎样的悲观预期？

*Changjiang  
Securities*



汇聚财智 共享成长

*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*

# 2023年不同盈利增速和估值弹性下的指数点位空间



图：上证综指不同盈利增速和估值弹性下的指数点位空间

以2022年4月最低点2863.7为底线假设						盈利增速	我们在去年底年度策略中预期2023年A股盈利增速约8%-10%
2863.7	0%	5%	8%	10%	15%		
0%	2864	3007	3093	3150	3293		
1%	2892	3037	3124	3182	3326		
5%	3007	3157	3247	3308	3458		
10%	3150	3308	3402	3465	3623		
15%	3293	3458	3557	3623	3787		

以2022年10月最低点2885.1为底线假设						盈利增速	3200点的隐含估值假设是非常悲观的
2885.1	0%	5%	8%	10%	15%		
0%	2885	3029	3116	3174	3318		
1%	2914	3060	3147	3205	3351		
5%	3029	3181	3272	3332	3484		
10%	3174	3332	3427	3491	3650		
15%	3318	3484	3583	3650	3816		

估值弹性

估值弹性

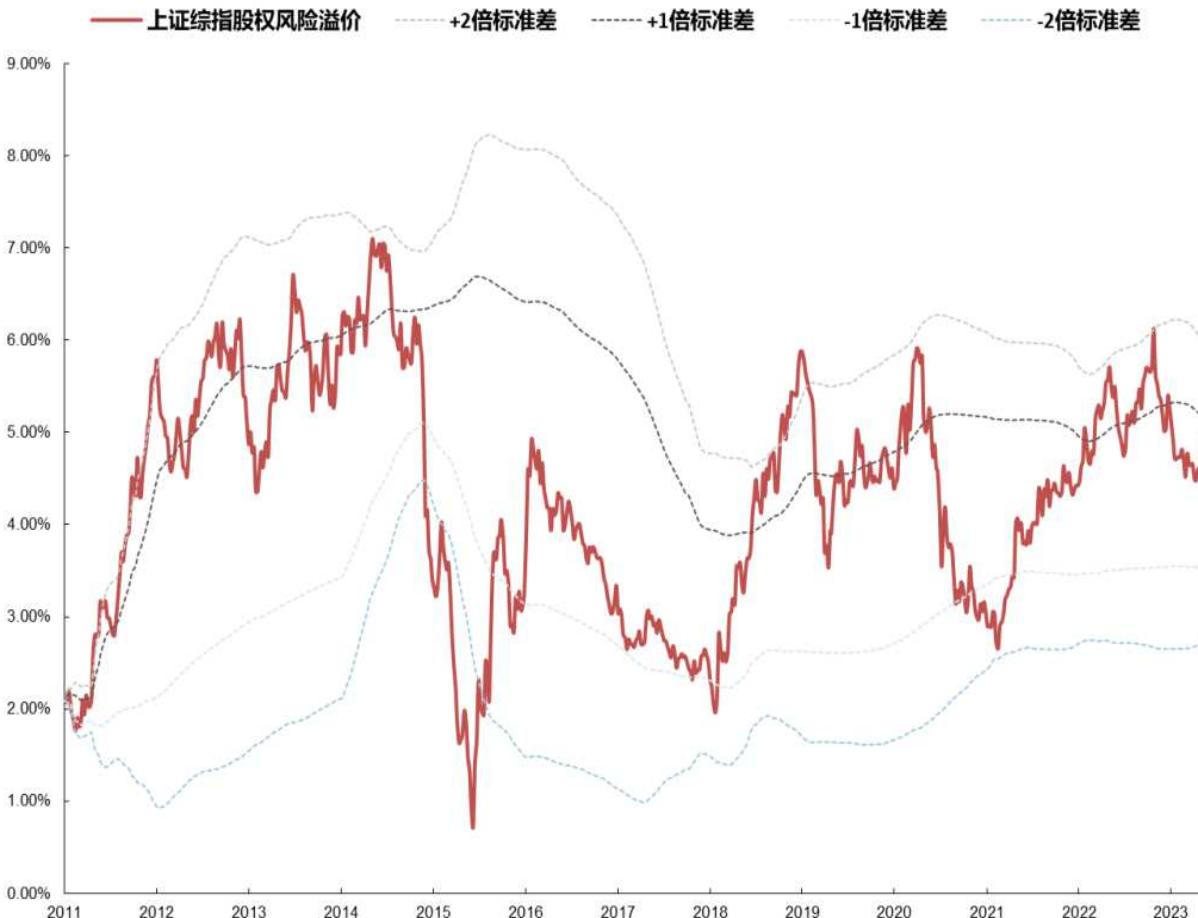
资料来源：Wind，长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

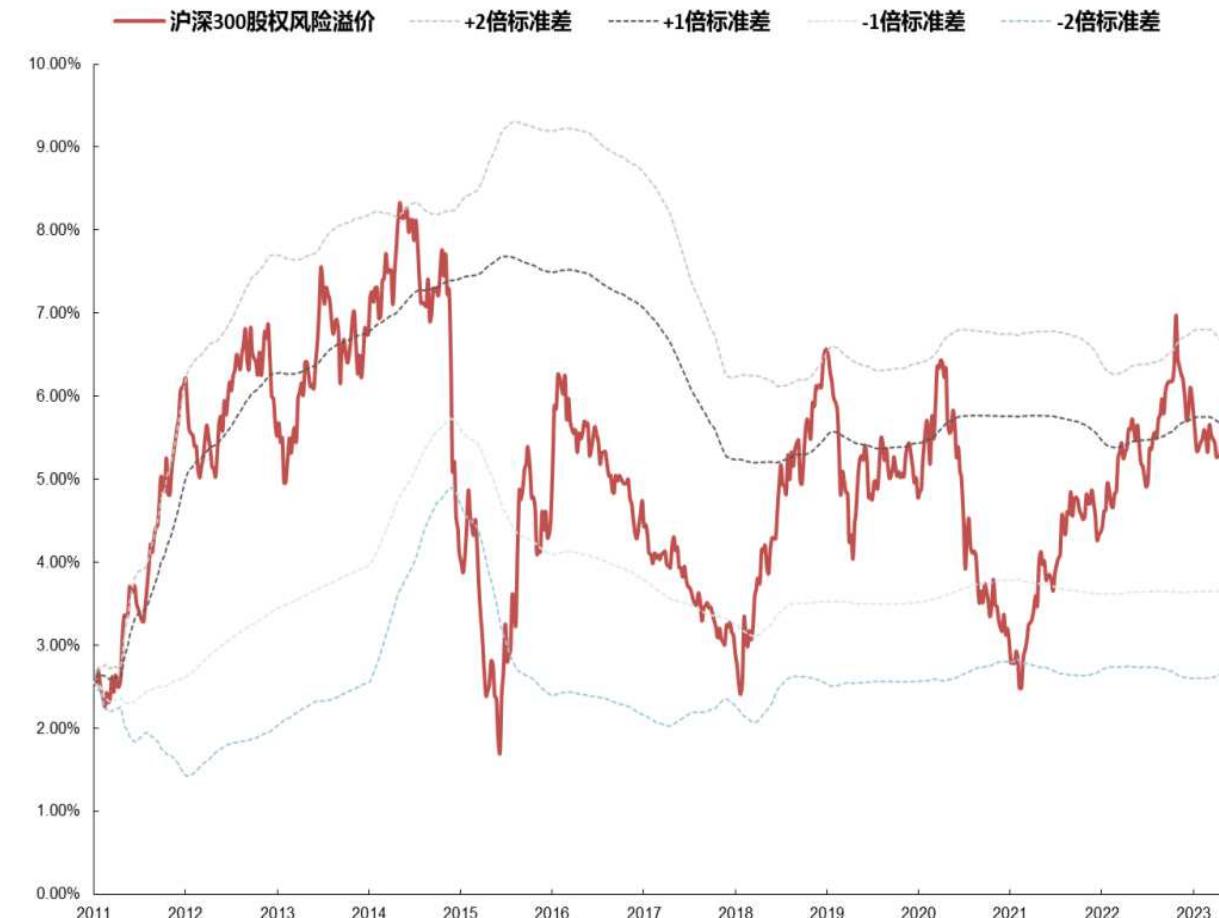
# ■ 估值：股权风险溢价（ERP），宽基处于历史高位水平



图：上证综指的股权风险溢价接近1倍标准差



图：沪深300的股权风险溢价已过1倍标准差



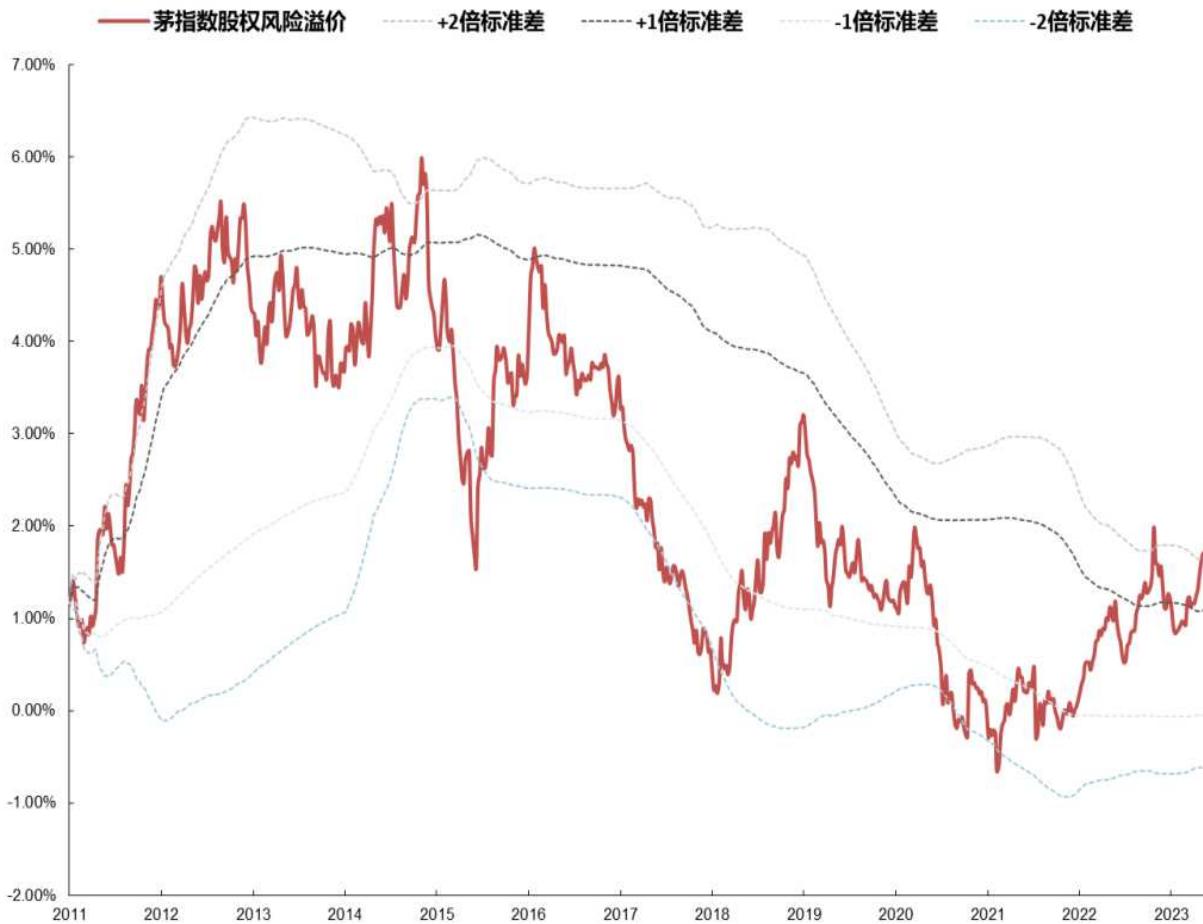
资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

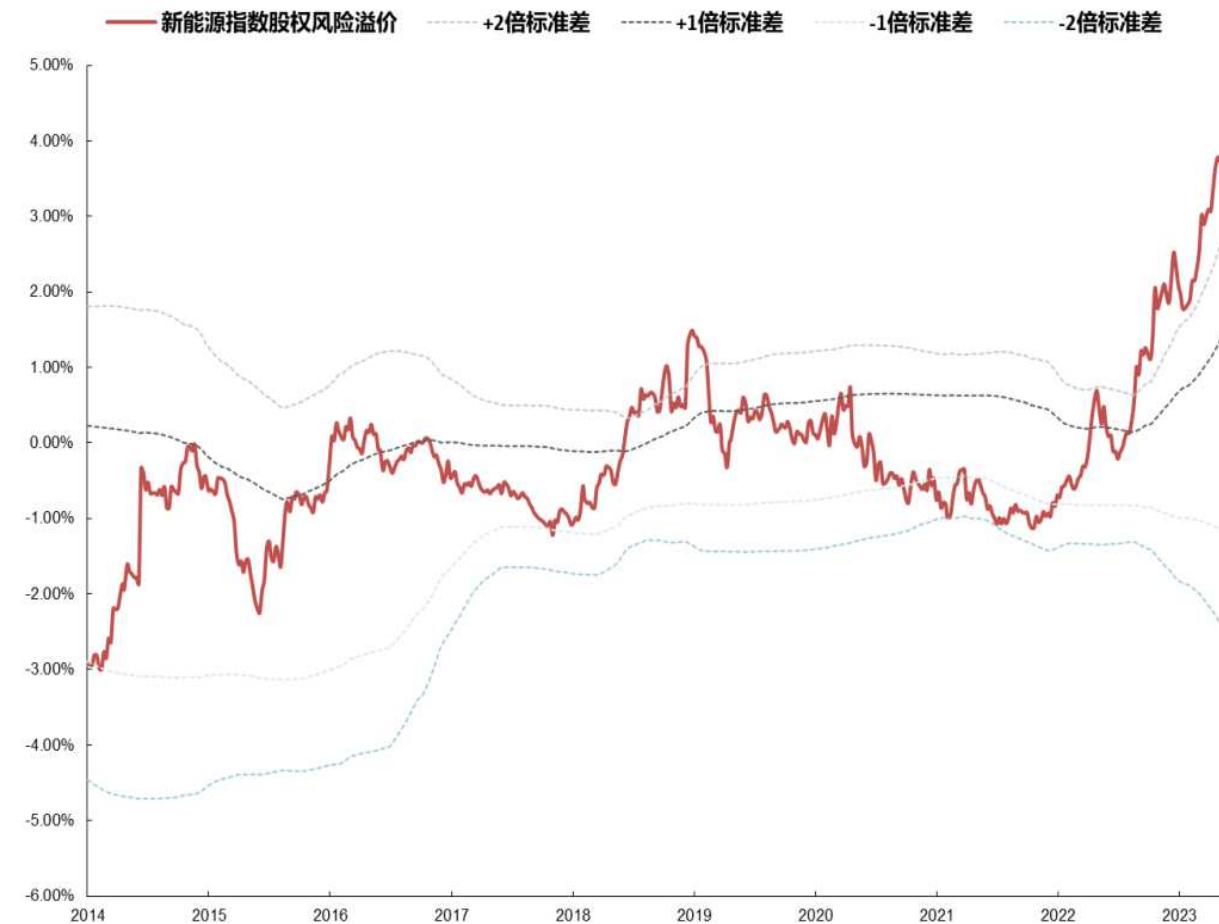
# ■ 估值：茅指数ERP则已回到了自2019年以来的最高水平



图：茅指数的股权风险溢价已至2倍标准差



图：新能源指数的股权风险溢价已过2倍标准差



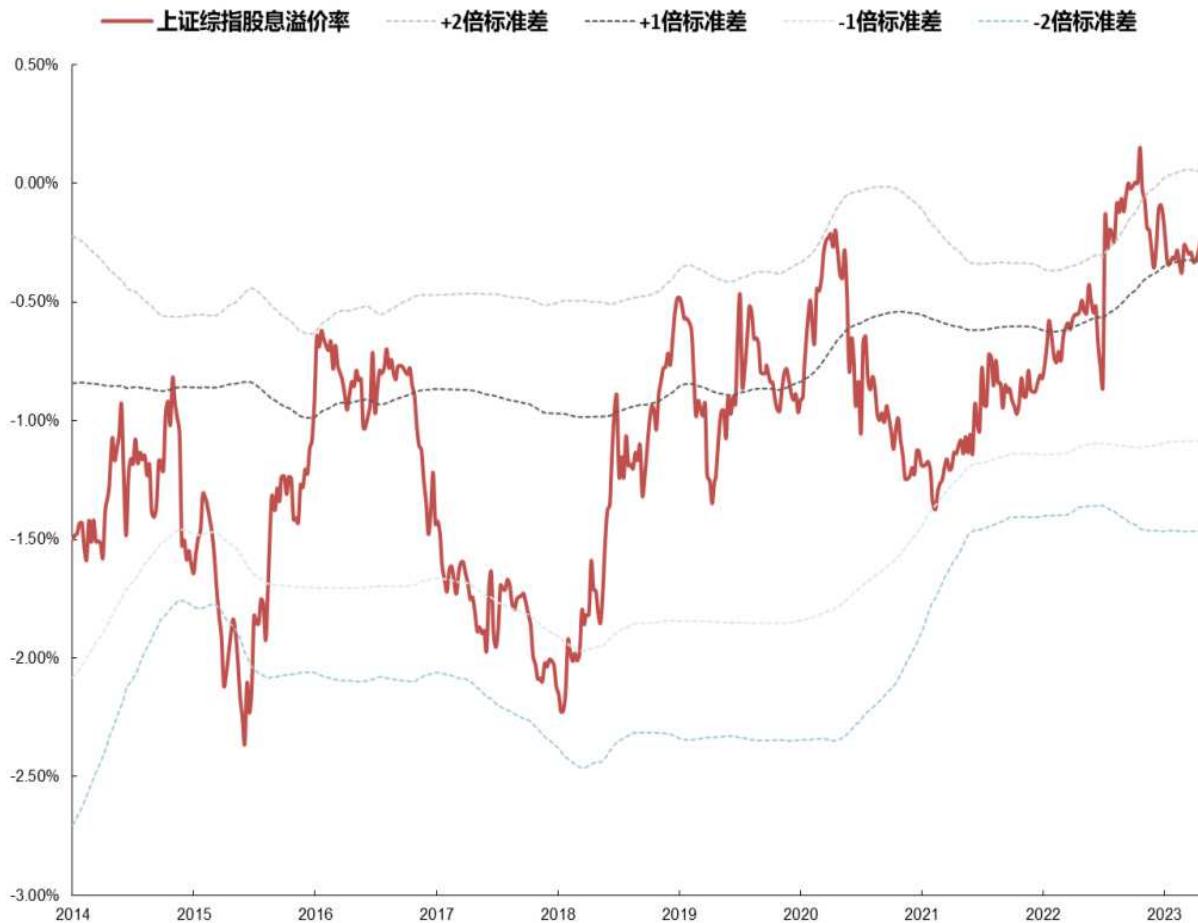
资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

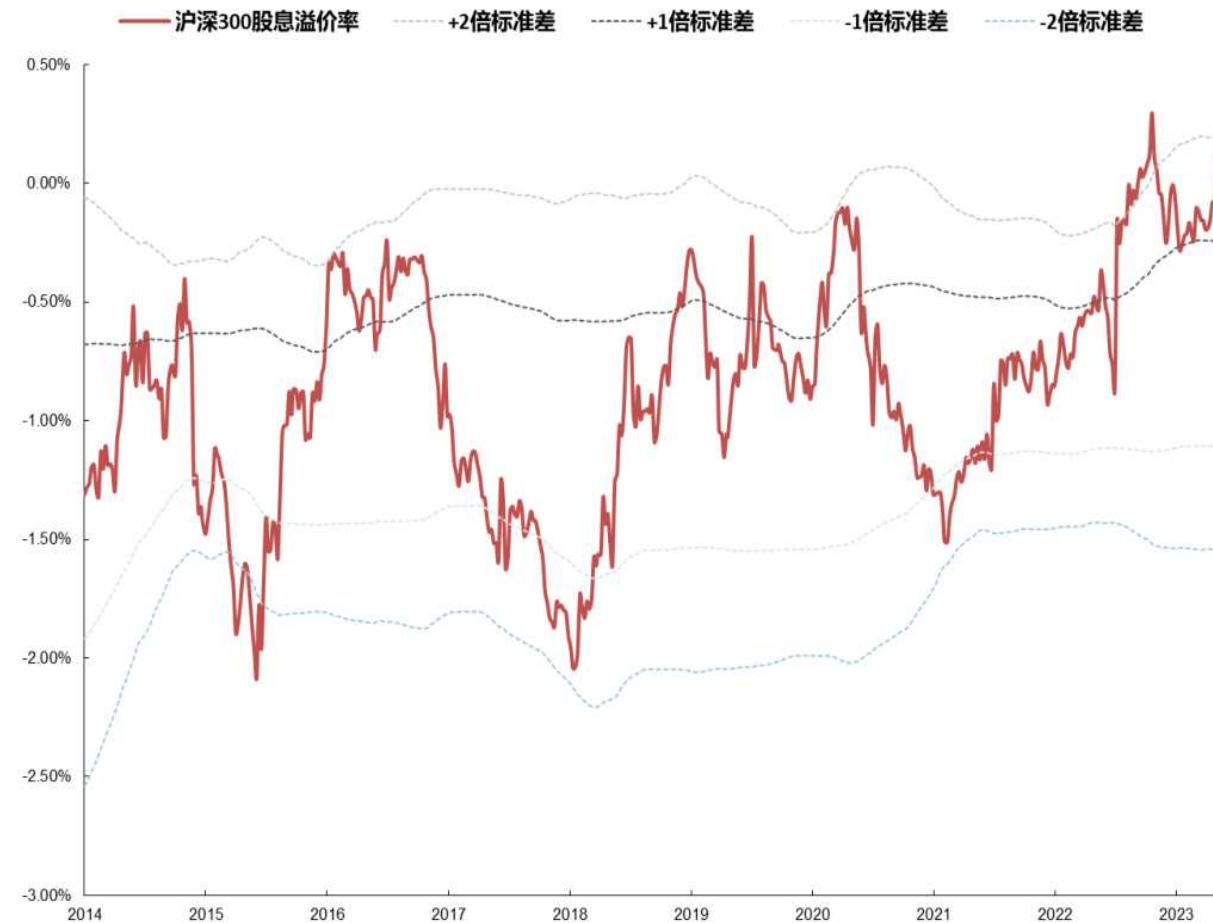
# ■ 估值：股息溢价率来看，宽基处于接近历史最高水平



图：上证综指的股息溢价率接近2倍标准差



图：沪深300的股息溢价率接近2倍标准差



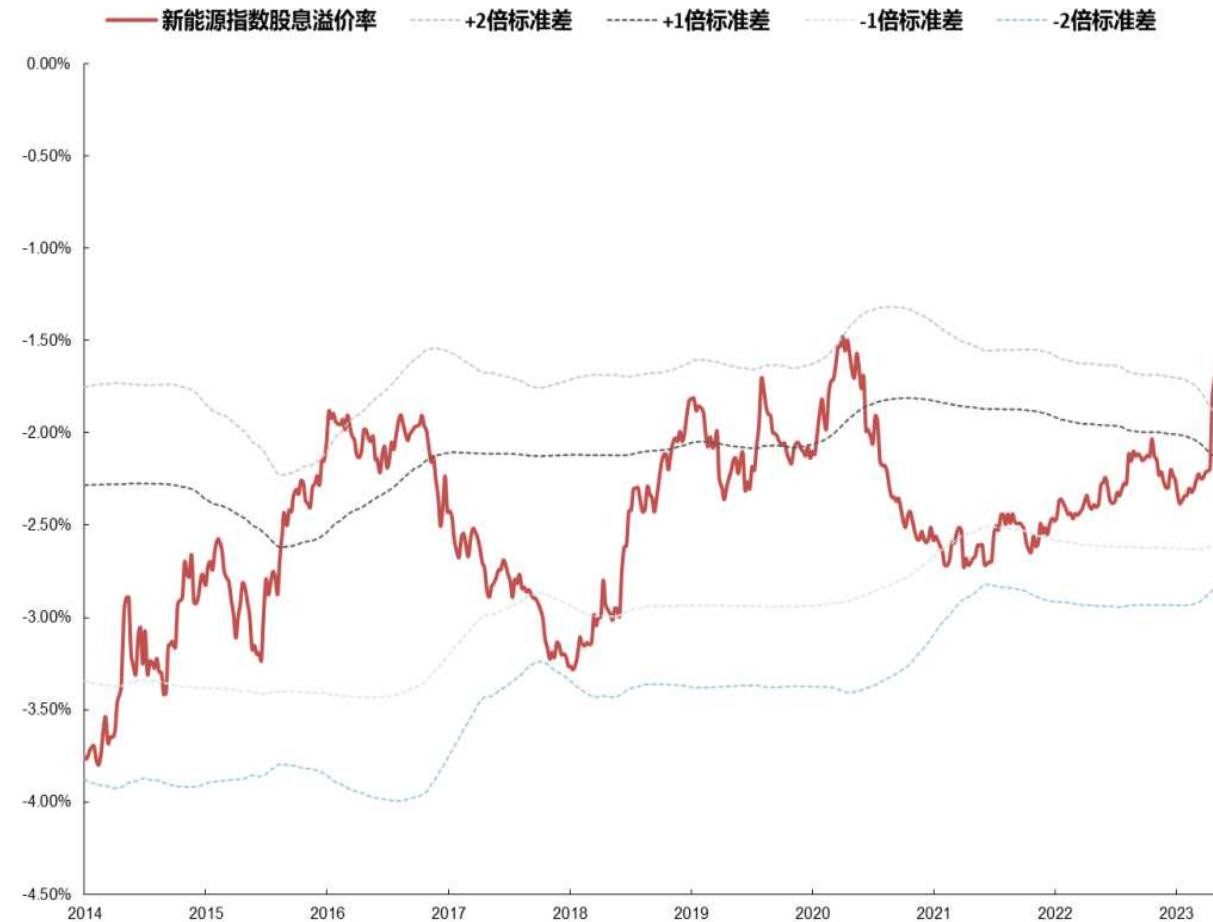
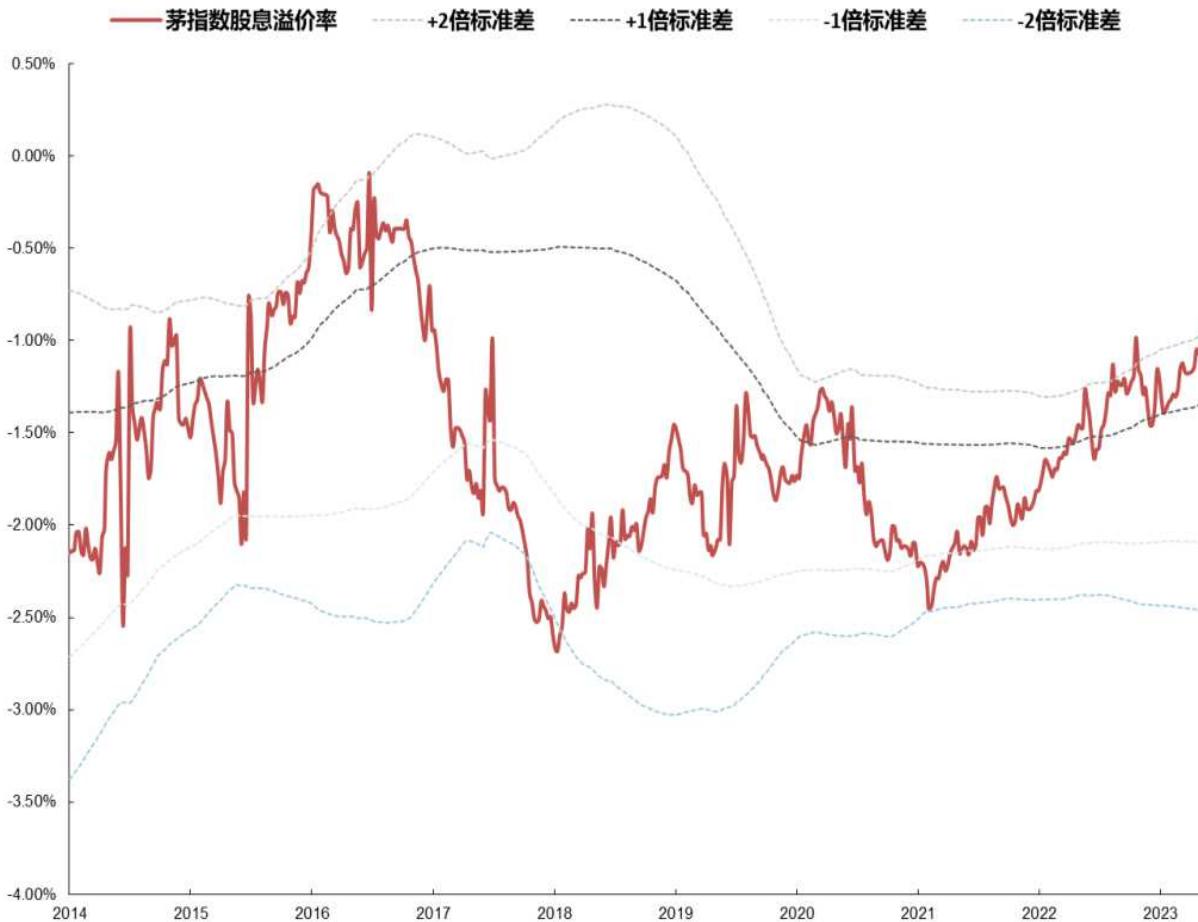
资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

# ■ 估值：股息溢价率，茅指数已回到2017年以来最高水平



图：茅指数的股息溢价率突破2017年以来新高，已至2倍标准差    图：新能源指数的股息溢价率已过2倍标准差，为历史最高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：标准差为滚动3年标准差

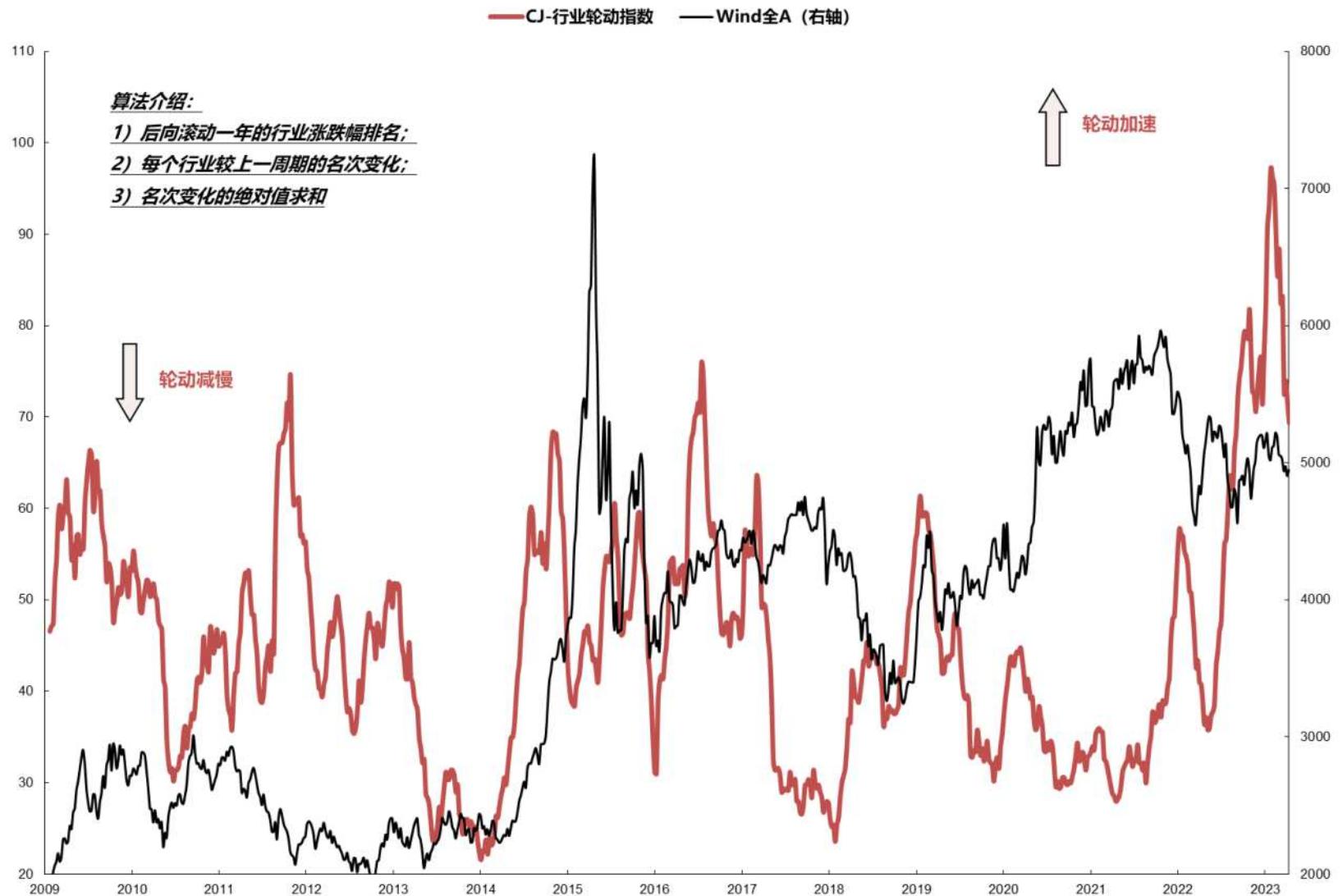


# 交易：CJDI表明市场情绪热度已于5月初见底



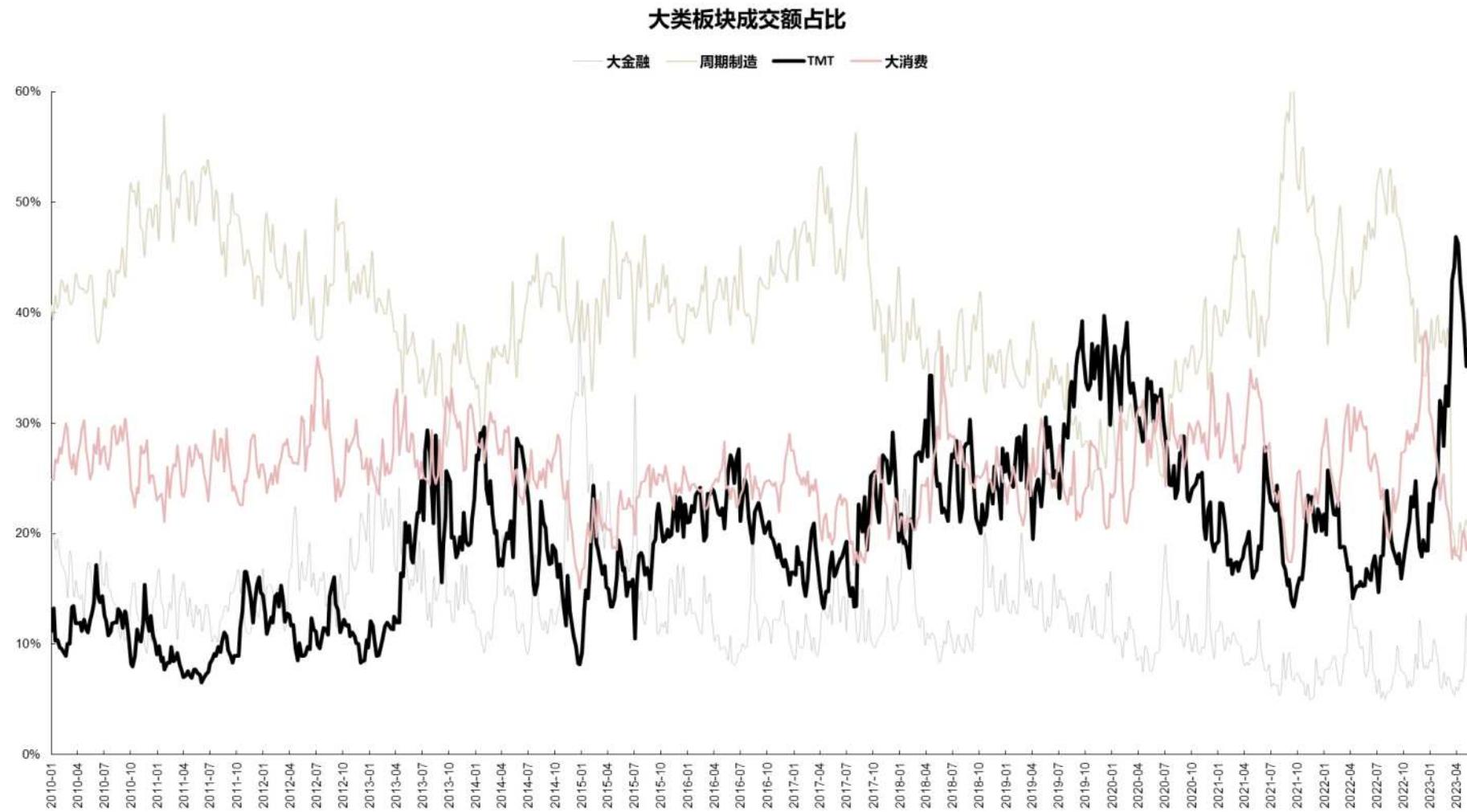
日期	全A 上证 沪深 中证 中证 国证 创业 板指 科创 50 300 500 1000 2000 板指 50										周期						大金融			可选消费			必选消费			TMT			其他											
	煤炭	金属材料及矿业	化学品	油气石化	非金属材料	建筑产品	建筑工程	交通运输	机械设备	房地产	银行	综合金融	保险	汽车	家电制造	社会服务	家用装饰及休闲	纸类及包装	食品饮料	农产品	纺织服装	商业贸易	医疗保健	计算机	传媒互联网	电信业务	电子	电力及新能源设备	国防军工	公用事业	环保									
2023-06-02	49%	18%	23%	33%	39%	50%	28%	48%	11%	36%	46%	25%	40%	53%	31%	24%	62%	33%	10%	16%	0%	66%	66%	48%	59%	51%	29%	28%	38%	28%	35%	74%	53%	76%	67%					
2023-05-26	43%	16%	17%	23%	30%	40%	25%	32%	9%	22%	39%	13%	37%	39%	31%	23%	65%	17%	14%	12%	17%	66%	54%	25%	37%	47%	24%	16%	50%	25%	50%	29%	18%	43%	48%					
2023-05-19	42%	34%	29%	30%	31%	39%	22%	14%	60%	25%	36%	22%	24%	45%	42%	42%	58%	23%	71%	39%	100%	52%	47%	31%	46%	51%	32%	27%	60%	69%	60%	30%	21%	62%	18%	12%				
2023-05-12	33%	42%	29%	35%	29%	31%	13%	12%	60%	25%	36%	22%	24%	45%	42%	42%	58%	23%	81%	64%	100%	37%	26%	33%	35%	33%	32%	27%	69%	60%	30%	21%	62%	18%	12%					
2023-05-05	33%	40%	39%	40%	32%	32%	18%	26%	54%	26%	18%	34%	29%	41%	61%	49%	30%	48%	98%	67%	100%	23%	28%	31%	21%	26%	46%	26%	50%	50%	42%	23%	68%	25%	11%					
2023-04-28	30%	44%	40%	37%	34%	30%	23%	30%	60%	27%	15%	25%	14%	32%	47%	44%	30%	30%	15%	90%	51%	100%	19%	30%	36%	15%	19%	46%	25%	35%	38%	47%	21%	64%	32%	16%				
2023-04-21	24%	44%	41%	33%	29%	23%	33%	34%	37%	29%	11%	34%	13%	19%	32%	33%	21%	14%	76%	26%	83%	9%	30%	26%	11%	12%	23%	25%	18%	24%	35%	25%	53%	41%	25%	16%	22%	29%	18%	
2023-04-14	43%	54%	59%	52%	49%	43%	63%	58%	20%	47%	21%	41%	24%	14%	48%	39%	38%	38%	52%	56%	67%	15%	26%	66%	20%	14%	14%	27%	18%	35%	63%	74%	85%	62%	68%	27%	21%	34%	35%	
2023-04-07	41%	44%	57%	49%	47%	42%	52%	56%	9%	21%	19%	34%	22%	19%	32%	41%	37%	29%	31%	70%	33%	14%	38%	69%	25%	16%	25%	38%	16%	38%	53%	83%	82%	76%	77%	21%	36%	18%	23%	
2023-03-31	36%	32%	44%	39%	39%	37%	40%	40%	17%	19%	19%	34%	19%	5%	24%	27%	34%	14%	26%	24%	17%	24%	42%	74%	14%	25%	31%	38%	19%	43%	32%	78%	89%	74%	65%	23%	18%	18%	17%	
2023-03-24	40%	32%	39%	38%	39%	38%	31%	44%	14%	21%	27%	19%	23%	17%	45%	29%	40%	26%	36%	36%	17%	16%	36%	46%	30%	32%	12%	21%	30%	35%	20%	85%	91%	86%	75%	23%	48%	18%	39%	
2023-03-17	29%	20%	32%	34%	33%	28%	20%	34%	14%	18%	15%	22%	19%	11%	50%	52%	25%	14%	38%	18%	17%	8%	20%	21%	4%	19%	9%	19%	20%	26%	26%	65%	66%	72%	44%	10%	26%	30%	26%	
2023-03-10	34%	16%	29%	33%	32%	31%	20%	32%	17%	20%	22%	34%	23%	29%	58%	46%	32%	16%	36%	12%	0%	14%	25%	36%	15%	17%	18%	25%	30%	29%	30%	62%	63%	76%	45%	18%	48%	27%	58%	
2023-03-03	65%	62%	59%	66%	63%	66%	29%	36%	91%	58%	59%	66%	68%	77%	79%	79%	63%	73%	74%	100%	49%	75%	82%	79%	65%	62%	68%	81%	53%	80%	81%	90%	60%	41%	83%	75%	72%			
2023-02-24	71%	50%	48%	67%	70%	73%	39%	36%	91%	77%	69%	78%	76%	74%	75%	76%	76%	53%	50%	65%	50%	73%	90%	56%	91%	85%	72%	80%	83%	62%	64%	72%	66%	79%	64%	56%	84%	60%	85%	
2023-02-17	71%	36%	44%	58%	71%	74%	43%	33%	63%	69%	79%	72%	76%	74%	74%	63%	79%	38%	26%	30%	33%	72%	75%	54%	91%	76%	75%	68%	75%	47%	74%	78%	81%	75%	59%	69%	59%	87%		
2023-02-10	88%	64%	71%	83%	90%	91%	73%	73%	69%	94%	94%	91%	92%	86%	92%	83%	92%	77%	52%	95%	50%	91%	90%	59%	93%	87%	88%	64%	90%	88%	67%	75%	96%	90%	92%	94%	87%	89%	93%	96%
2023-02-03	88%	78%	81%	87%	90%	90%	89%	85%	86%	97%	95%	88%	90%	91%	90%	78%	97%	95%	62%	50%	96%	50%	96%	88%	49%	99%	85%	58%	86%	83%	63%	71%	97%	90%	94%	95%	92%	98%	87%	98%
2023-01-20	75%	90%	89%	84%	82%	76%	76%	86%	83%	92%	80%	80%	75%	79%	69%	76%	62%	86%	32%	90%	95%	83%	79%	79%	39%	76%	68%	33%	51%	46%	40%	57%	90%	78%	87%	90%	89%	89%	78%	80%
2023-01-13	41%	72%	65%	48%	45%	41%	60%	30%	23%	50%	35%	41%	29%	26%	29%	38%	14%	62%	61%	100%	53%	54%	34%	64%	40%	48%	27%	31%	32%	44%	42%	52%	39%	43%	62%	25%	28%	21%		
2023-01-06	39%	58%	53%	38%	41%	41%	56%	43%	0%	35%	36%	34%	26%	37%	24%	31%	40%	21%	67%	20%	67%	38%	40%	43%	61%	59%	51%	23%	29%	38%	32%	60%	59%	40%	38%	58%	52%	42%	40%	23%
2022-12-30	21%	40%	36%	23%	20%	19%	31%	21%	0%	16%	15%	19%	11%	11%	9%	38%	10%	13%	55%	11%	67%	10%	16%	67%	24%	26%	80%	30%	28%	64%	19%	18%	51%	7%	12%	13%	23%	8%		
2022-12-23	15%	34%	26%	13%	12%	13%	21%	6%	0%	6%	7%	6%	6%	17%	8%	32%	6%	23%	24%	7%	67%	5%	22%	77%	22%	18%	80%	27%	27%	41%	14%	9%	34%	5%	7%	3%	6%	4%	3%	
2022-12-16	39%	64%	60%	44%	36%	35%	40%	29%	23%	35%	30%	41%	45%	54%	30%	80%	21%	77%	93%	43%	100%	25%	43%	74%	48%	44%	94%	64%	78%	77%	57%	17%	42%	19%	31%	14%	12%	21%	19%	
2022-12-09	59%	82%	73%	63%	59%	57%	51%	44%	80%	68%	68%	75%	81%	86%	65%	88%	40%	92%	100%	89%	100%	41%	75%	77%	77%	75%	97%	81%	90%	91%	64%	28%	76%	28%	35%	40%	16%	65%	56%	
2022-12-02	71%	82%	73%	76%	65%	67%	54%	50%	86%	66%	70%	94%	89%	94%	89%	80%	58%	95%	100%	95%	100%	55%	78%	92%	94%	84%	95%	93%	95%	88%	58%	64%	93%	58%	52%	55%	36%	90%	84%	
2022-11-25	55%	70%	61%	63%	51%	49%	36%	41%	69%	54%	54%	81%	79%	80%	80%	65%	46%	92%	100%	86%	100%	37%	49%	46%	71%	65%	68%	65%	55%	38%	81%	37%	40%	35%	23%	78%	68%			
2022-11-18	79%	64%	66%	76%	75%	77%	60%	64%	20%	62%	70%	72%	82%	94%	84%	71%	73%	73%	57%	100%	83%	69%	72%	95%	88%	87%	91%	71%	84%	87%	93%	93%	98%	84%	81%	57%	70%	62%	85%	
2022-11-11	82%	70%	71%	80%	80%	82%	68%	82%	31%	81%	77%	78%	75%	91%	89%	79%	78%	92%	62%	62%	97%	56%	72%	66%	59%	49%	63%	92%	93%	78%	87%	88%	82%	74%	62%	87%				
2022-11-04	74%	46%	59%	68%	78%	77%	75%	84%	9%	63%	67%	47%	47%	50%	60%	61%	84%	23%	7%	82%	17%	87%	62%	97%	56%	72%	66%	59%	49%	63%	92%	93%	78%	87%	86%	91%	49%	80%		
2022-10-28	29%	14%	22%	27%	32%	32%	36%	52%	3%	17%	15%	19%	12%	3%	14%	10%	36%	7%	2%	6%	0%	19%	16%	38%	12%	38%	10%	5%	8%	15%	66%	73%	15%	47%	32%	29%	54%	8%	16%	
2022-10-21	39%	16%	26%	35%	38%	40%	38%	50%	9%	21%	25%	25%	10%	15%	21%	35%	51%	11%	12%	8%	17%	21%	29%	52%	26%	31%	18%	20%	26%	20%	84%	77%	17%	57%	36%	53%	50%	28%	28%	
2022-10-14	26%	22%	27%	31%	29%	28%	38%	33%	11%	16%	18%	16%	12%	21%	15%	20%	22%	12%	21%	6%	50%	19%	35%	26%	29%	24%	33%	28%	24%	15%	74%	43%	10%	26%	22%	27%	17%			
2022-09-30	9%	24%	17%	11%	8%	8%	13%	10%	34%	5%	5%	6%	7%	9%	5%	14%	7%	12%	26%	1%	33%	6%	18%	21%	12%	7%	27%	7%	13%	9%	18%	8%	2%	8%	6%	5%	5%	7%		
2022-09-23	13%	24%	17%	13%	9%	10%	5%	14%	49%	15%	8%	26%	8%	15%	17%	27%																								

# 交易：但行业轮动速度依然高位，是体感赚钱效应弱的主要原因



资料来源：Wind，长江证券研究所

# 交易：TMT成交额占比高位回落后小幅反弹

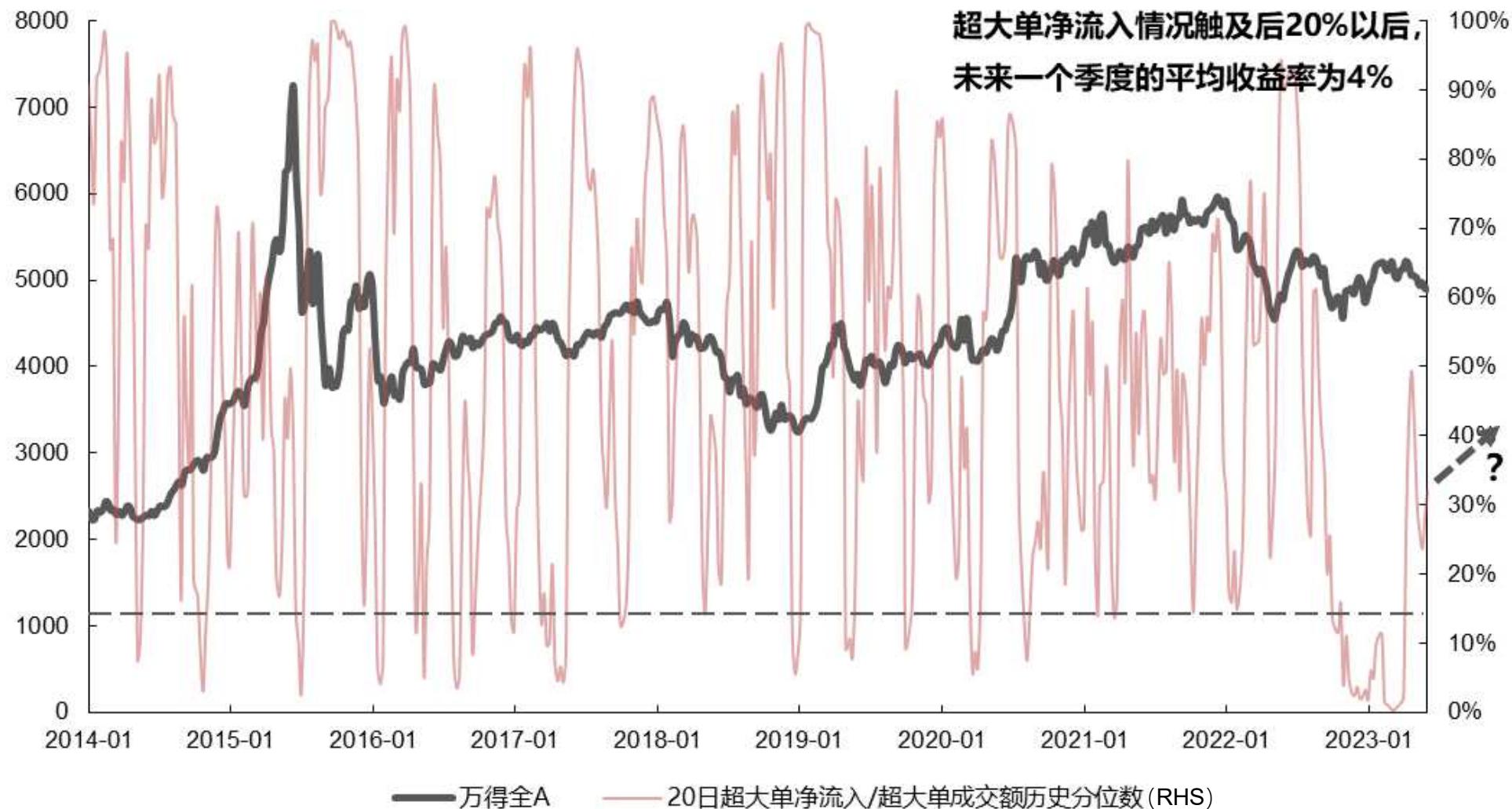


资料来源：Wind，长江证券研究所

# ■ 超大单：超大单已于4月中下旬拐头大幅流入



图：当前超大单流入自底部开始改善，近期市场的调整或主要来自机构大单以外的资金



资料来源：Wind, 长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

# 超大单：主要行业超大单流入情况一览



图：分行业超大单净流入情况一览

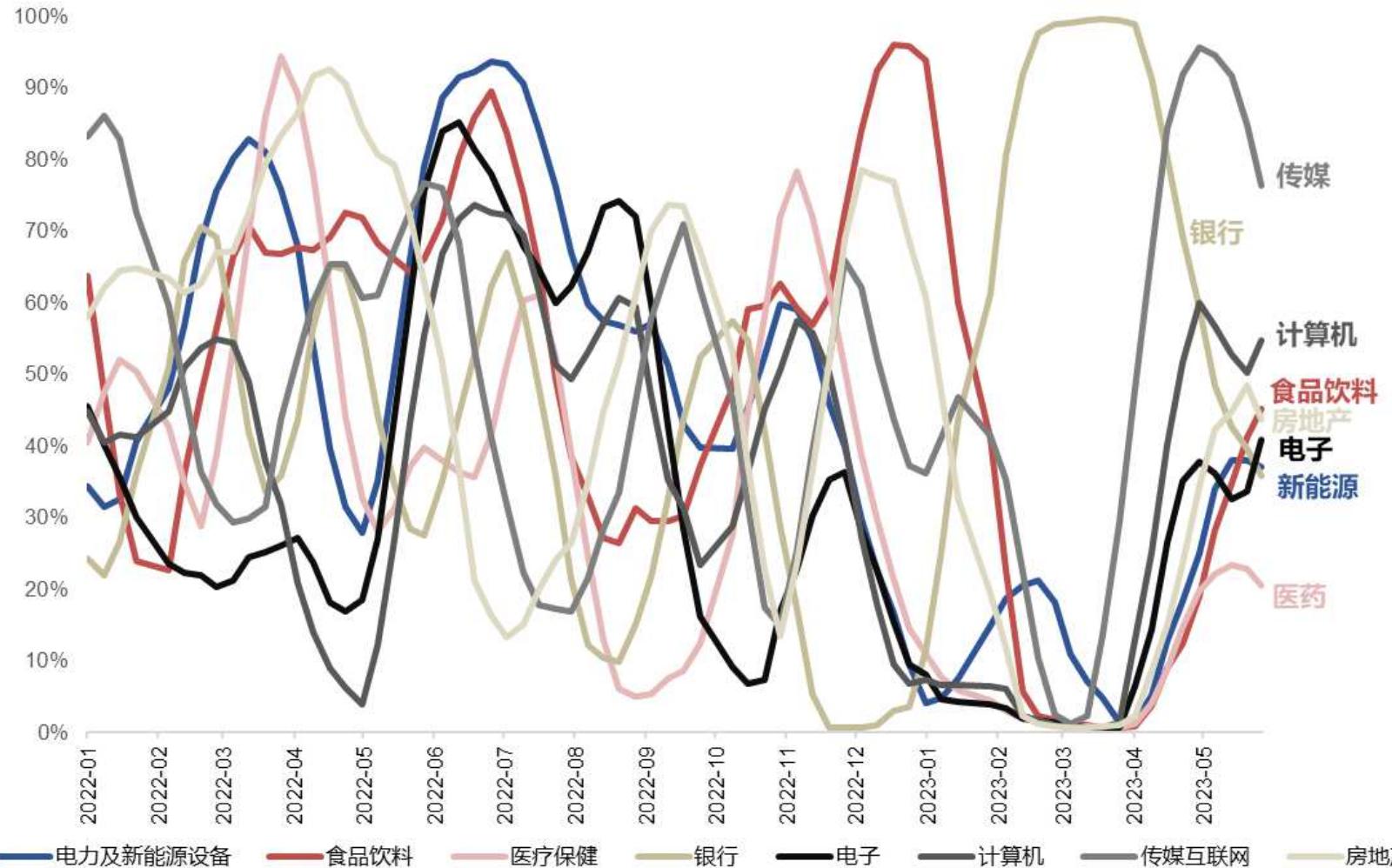
超大单净流入情况		2023/1/6	2023/1/13	2023/1/20	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	2023/5/19	2023/5/26	2023/6/1	
周期	煤炭	23%	42%	59%	74%	91%	89%	77%	62%	49%	40%	42%	51%	60%	64%	62%	52%	41%	34%	27%	24%	22%	
	油气石化	9%	20%	29%	46%	66%	79%	84%	89%	81%	74%	77%	73%	71%	74%	69%	57%	51%	43%	34%	30%	26%	
	非金属材料	80%	82%	76%	65%	60%	45%	29%	17%	11%	2%	1%	1%	1%	2%	6%	10%	15%	19%	19%	18%	16%	
	化学品	5%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	8%	10%	
	金属材料及矿业	7%	13%	25%	37%	39%	37%	30%	17%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	4%	10%	16%	20%	23%	23%	20%	19%
	纸类及包装	71%	67%	57%	42%	24%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	5%	7%	14%	30%	43%	58%	75%	85%
制造	电力及新能源设备	4%	5%	7%	15%	19%	20%	21%	18%	11%	7%	5%	1%	2%	5%	13%	18%	25%	34%	38%	38%	37%	
	机械设备	2%	2%	2%	5%	6%	6%	6%	5%	3%	3%	4%	3%	5%	8%	12%	16%	19%	21%	24%	24%	25%	
	建筑产品	69%	51%	36%	25%	14%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	2%		
	建筑工程	7%	24%	41%	60%	78%	90%	93%	96%	96%	97%	99%	100%	100%	99%	87%	78%	71%	58%	44%	39%	29%	
	国防军工	18%	17%	16%	13%	9%	5%	5%	15%	26%	41%	58%	66%	65%	61%	49%	35%	29%	23%	24%	28%	33%	
	交通运输	10%	20%	36%	53%	66%	73%	74%	76%	77%	83%	87%	86%	73%	60%	47%	34%	29%	26%	22%	16%	11%	
	环保	23%	24%	26%	36%	47%	50%	51%	43%	29%	15%	8%	4%	3%	2%	2%	4%	7%	13%	17%	20%	21%	
	检测服务	17%	28%	43%	59%	72%	83%	83%	77%	69%	61%	56%	53%	49%	45%	41%	32%	26%	20%	16%	13%	12%	
	纺织服装	40%	40%	32%	24%	16%	6%	3%	6%	8%	14%	16%	14%	12%	15%	22%	36%	54%	67%	73%	70%	59%	
消费	家电制造	42%	33%	25%	16%	7%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	5%	8%	20%	27%	32%	36%	38%	31%	35%	
	家用装饰及休闲	63%	53%	41%	30%	21%	9%	6%	4%	1%	3%	11%	17%	26%	38%	43%	42%	42%	35%	29%	34%	40%	
	汽车	13%	13%	12%	23%	25%	25%	24%	19%	5%	2%	1%	1%	1%	3%	4%	6%	9%	20%	28%	36%	43%	
	社会服务	8%	10%	18%	26%	42%	58%	71%	81%	90%	87%	85%	85%	73%	59%	49%	34%	24%	24%	26%	32%	42%	
	商业贸易	45%	49%	47%	38%	25%	15%	7%	2%	1%	1%	1%	1%	3%	10%	19%	28%	37%	41%	40%	34%	27%	
	农产品	15%	13%	10%	5%	3%	2%	1%	1%	3%	21%	35%	49%	64%	68%	55%	44%	31%	16%	9%	4%	2%	
	食品饮料	94%	78%	60%	41%	23%	6%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	4%	9%	12%	19%	28%	35%	41%	45%	
	医疗保健	11%	8%	6%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	4%	9%	15%	20%	22%	23%	23%	21%	
	银行	12%	25%	44%	61%	81%	92%	98%	99%	99%	99%	100%	99%	99%	91%	80%	69%	59%	49%	43%	40%	36%	
金融	综合金融	12%	31%	49%	64%	83%	100%	99%	89%	76%	69%	64%	60%	69%	78%	79%	75%	68%	60%	53%	48%	42%	
	保险	5%	25%	44%	64%	83%	99%	99%	98%	98%	98%	98%	98%	99%	98%	86%	82%	79%	76%	71%	73%	61%	
	房地产	61%	47%	33%	19%	12%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	9%	15%	24%	34%	42%	45%	48%	44%	
T	电子	8%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	6%	14%	26%	35%	38%	36%	33%	34%	41%
	计算机	7%	7%	7%	6%	6%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	13%	25%	40%	52%	60%	57%	53%	50%	55%
	电信业务	54%	50%	55%	63%	70%	64%	53%	39%	24%	18%	27%	33%	45%	59%	71%	72%	77%	71%	62%	61%	62%	
	传媒互联网	36%	41%	47%	41%	35%	22%	10%	3%	1%	2%	14%	29%	48%	67%	84%	92%	96%	95%	92%	85%	76%	
	公用事业	21%	38%	51%	54%	51%	38%	23%	15%	23%	35%	44%	49%	45%	36%	31%	33%	39%	48%	55%	58%	56%	

资料来源：Wind，长江证券研究所

# 超大单：主要行业超大单流入情况一览



图：电子、计算机、食品饮料超大单流入趋势和位置较好



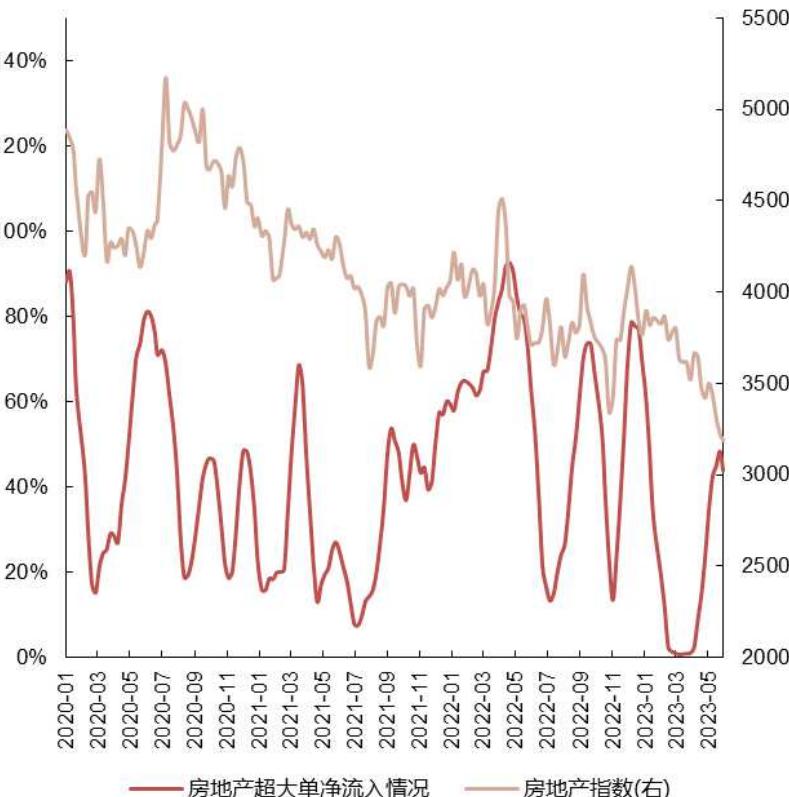
资料来源：Wind，长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

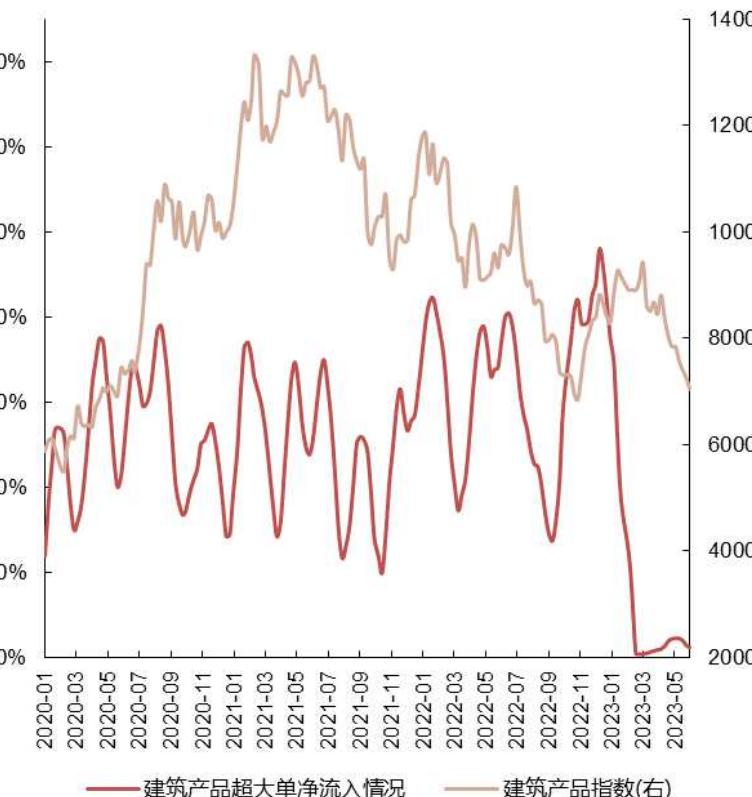
# 地产流入情况持续改善



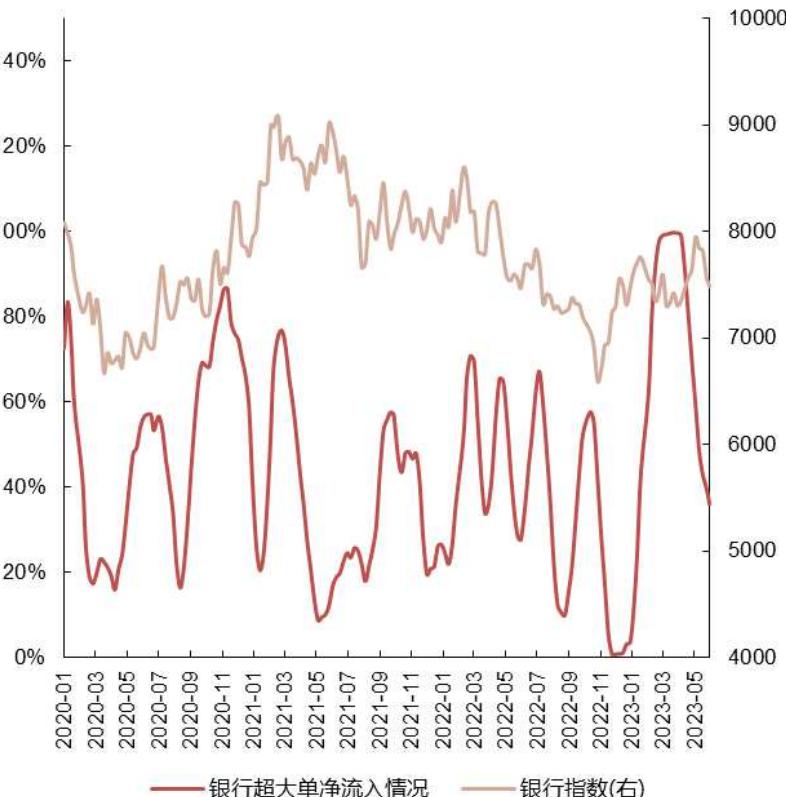
图：房地产流入情况开始改善



图：建筑产品持续处于低位水平



图：银行流入情况在快速回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

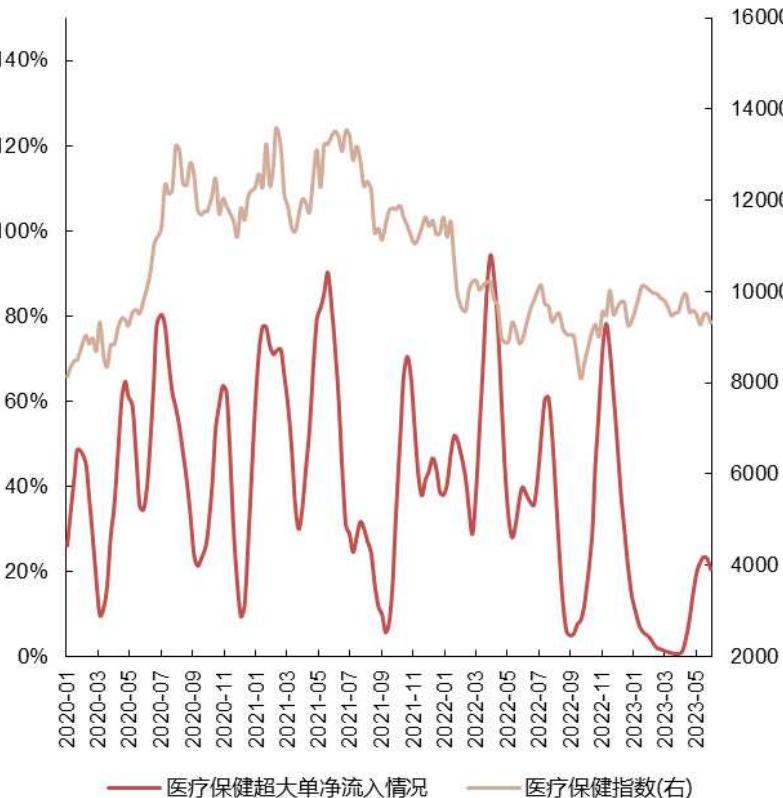
汇聚财智 共享成长

资料来源：Wind，长江证券研究所

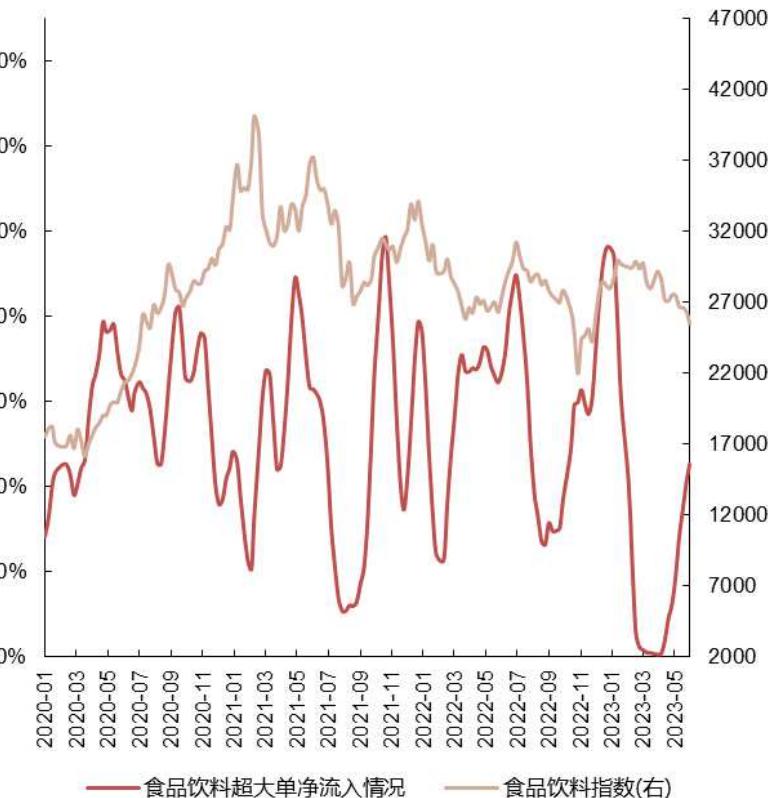
# 医药流入情况仍处于低位



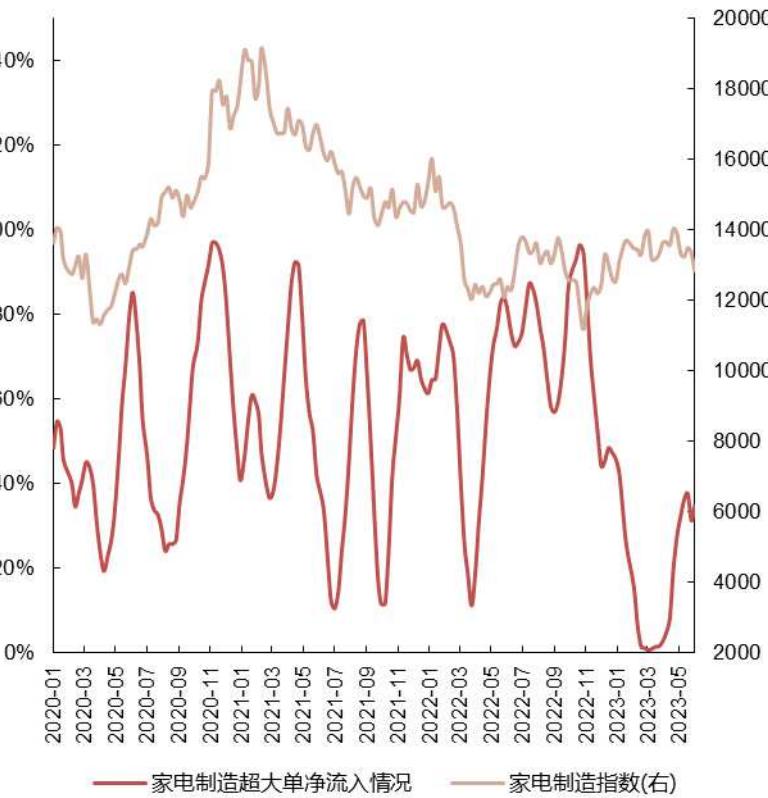
图：医药流入情况仍处于低位



图：食品饮料流入情况持续改善



图：家电流入情况仍在改善



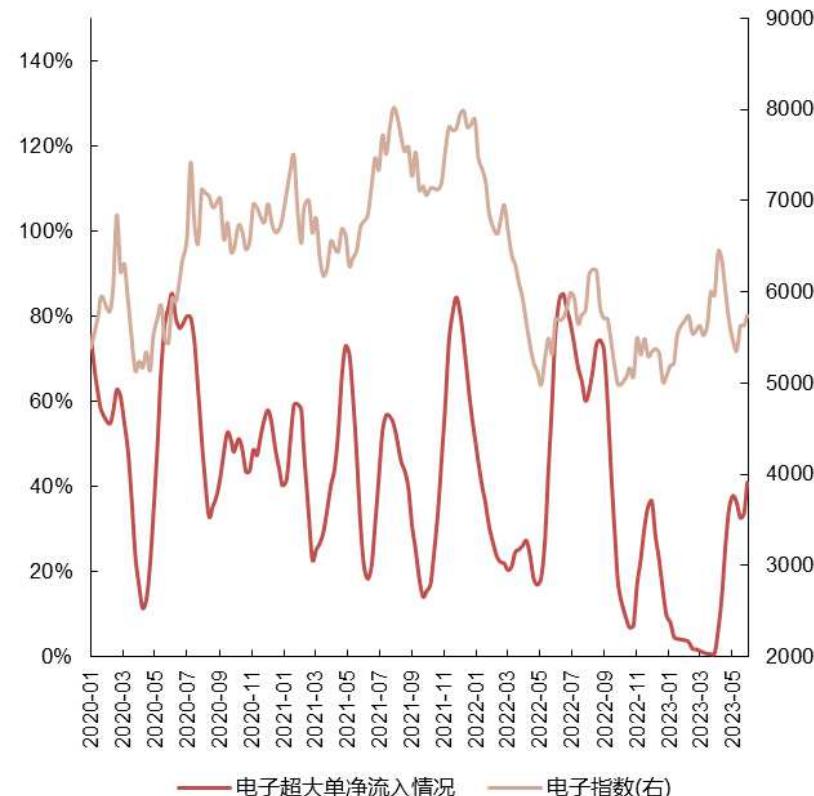
资料来源：Wind，长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

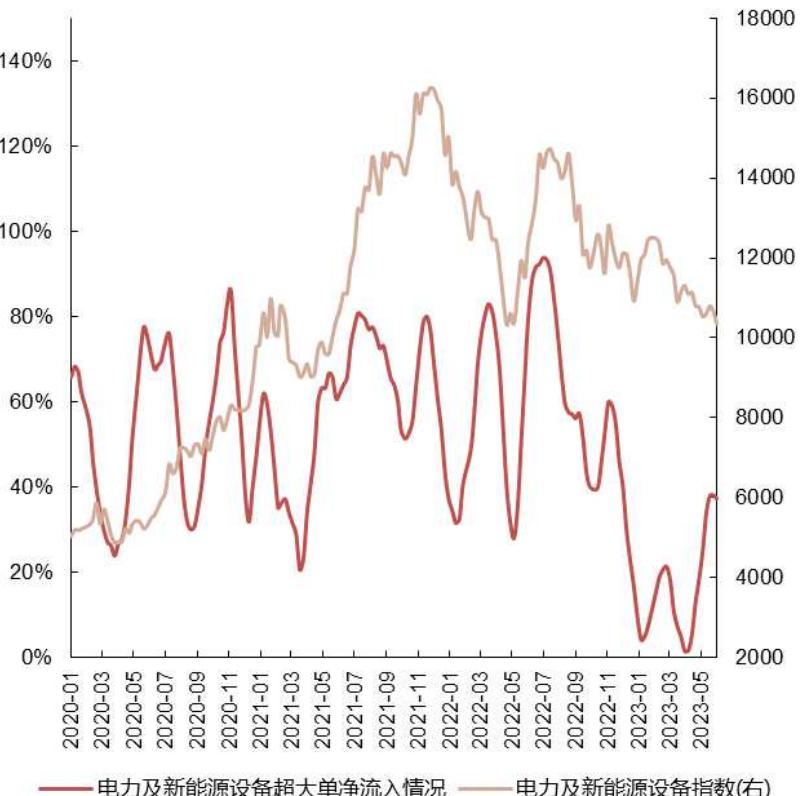
# 电新当前流入情况持续恢复



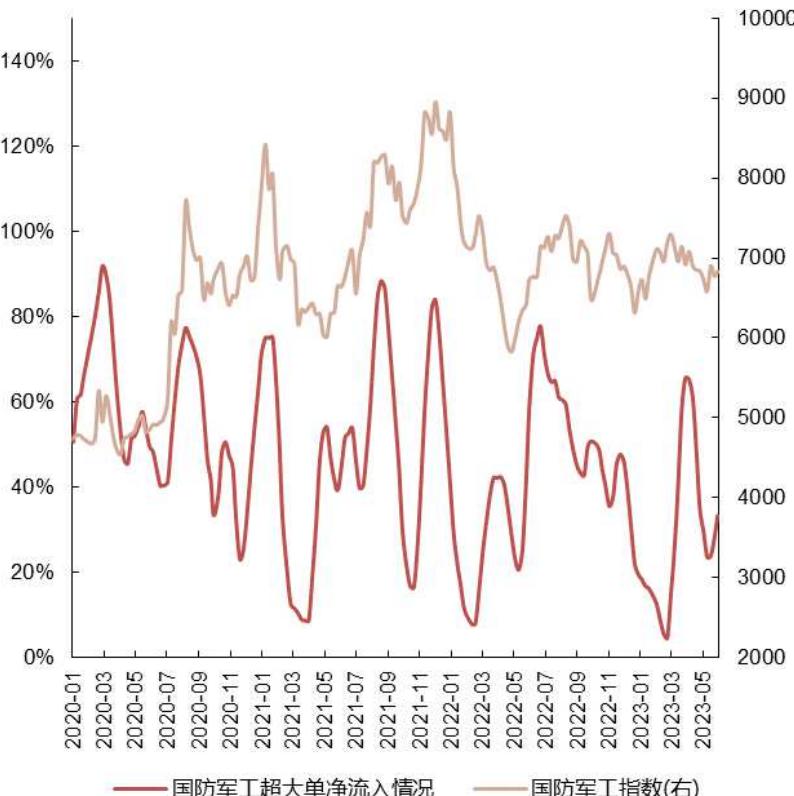
图：电子流入情况短期内未明显恶化



图：电新当前流入情况持续恢复



图：军工流入情况短期内恶化



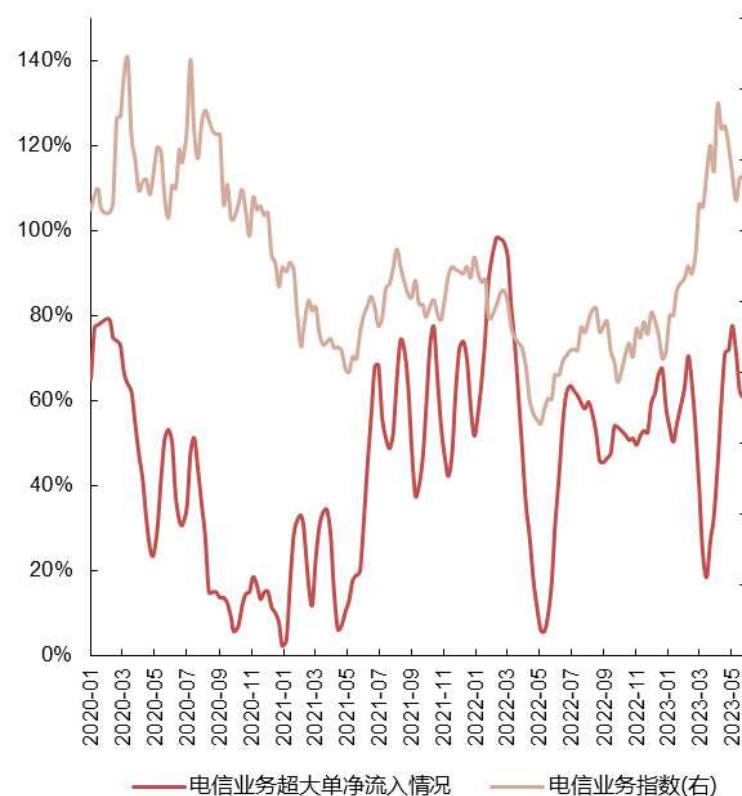
资料来源：Wind，长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

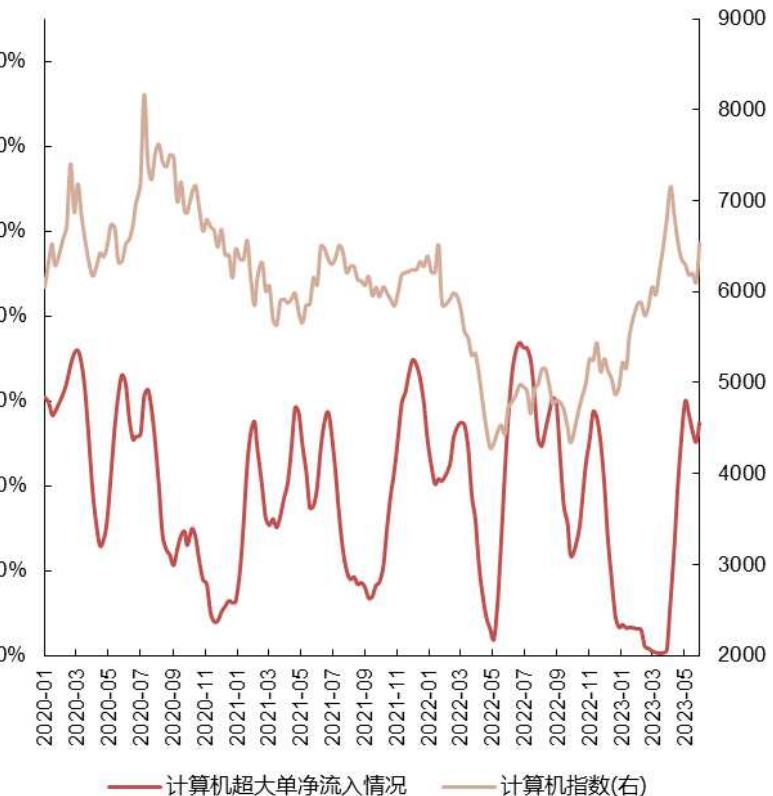
# ■ 传媒流入情况明显更好



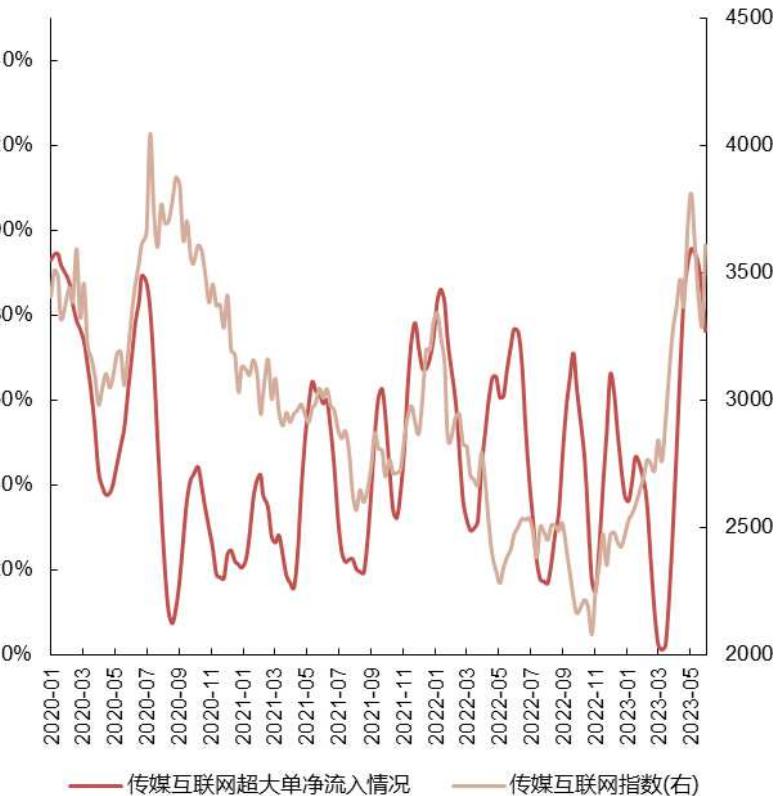
图：通信超大单流入情况



图：计算机超大单流入情况



图：传媒超大单流入情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

汇聚财智 共享成长

# ■ 当前重要龙头公司计入了怎样的增长预期？——模型介绍



图：如何计算股票的隐含增速？

$$PE = \frac{\frac{1 + g_1}{1 + r_1} + \frac{(1 + g_2)^2}{(1 + r_2)^2} + \frac{(1 + g_3)^3}{(1 + r_3)^3}}{Market\ Size * \frac{\prod_{t=1}^{\infty} (\frac{1 + G}{1 + COE})^t}{(1 + COE)^{10}}}$$

↓                                  ↓

短期PE                              长期PE

- 1. 基于上市公司所在行业过去几年盈利情况，预测行业未来3年盈利增速；
- 2. 基于1中结论，代入模型，计算行业长期发展空间——Market Size；
- 3. 假定个股10年后的与行业增速保持同步（即假定个股长周期的成长性收敛于行业平均水平），基于个股当前的估值水平，倒算出个股当前的估值水平所隐含的短期增速预期（未来1-3年）。

# 当前重要龙头公司计入了怎样的增长预期？——核心一览



图：核心个股最新状况

股票代码	公司名称	长江二级行业	最新PB水平	2010至今PB历史分位数	最新PE水平	2010至今PE历史分位数	2010年至今最低增速	2019年至今最低增速	2023隐含利润增速	2024隐含利润增速	2025隐含利润增速	2019年至今利润增速趋势图
600519.SH	贵州茅台	白酒II	9.61	60.5%	31.67	55.6%	0.6%	8.6%	17.6%	18.2%	18.6%	
000333.SZ	美的集团	家用电器	2.69	22.0%	11.96	20.3%	-7.7%	-2.7%	3.8%	4.1%	5.1%	
600276.SH	恒瑞医药	制药	7.55	20.4%	75.13	82.7%	-45.9%	-45.9%	5.5%	21.6%	30.2%	
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械II	12.52	22.8%	36.30	5.3%	-32.6%	18.5%	20.4%	20.9%	20.6%	
600031.SH	三一重工	建筑及工程机械	1.99	16.0%	30.89	77.8%	-153.3%	-80.1%	-29.9%	-5.5%	17.6%	
300750.SZ	宁德时代	新能源车设备	5.53	27.9%	25.71	1.6%	-10.9%	-5.7%	82.4%	40.1%	16.1%	
002594.SZ	比亚迪	汽车制造	6.53	79.3%	37.81	18.6%	-86.7%	-62.9%	135.5%	14.4%	20.9%	
300124.SZ	汇川技术	工控及自动化	7.50	44.2%	35.98	22.1%	-16.4%	-16.4%	19.3%	21.4%	20.7%	
002415.SZ	海康威视	电子产品	5.27	5.1%	27.20	41.8%	-25.2%	-25.2%	-13.5%	0.0%	16.4%	
002475.SZ	立讯精密	零部件及元器件	4.38	6.5%	21.89	1.3%	-9.9%	4.4%	16.8%	11.0%	13.4%	
688111.SH	金山办公	软件	24.03	77.3%	191.68	65.9%	-1167.0%	-11.7%	17.7%	21.1%	42.7%	
688169.SH	石头科技	家用电器	3.11	17.1%	29.14	36.6%	-26.9%	-26.9%	5.1%	51.3%	17.9%	

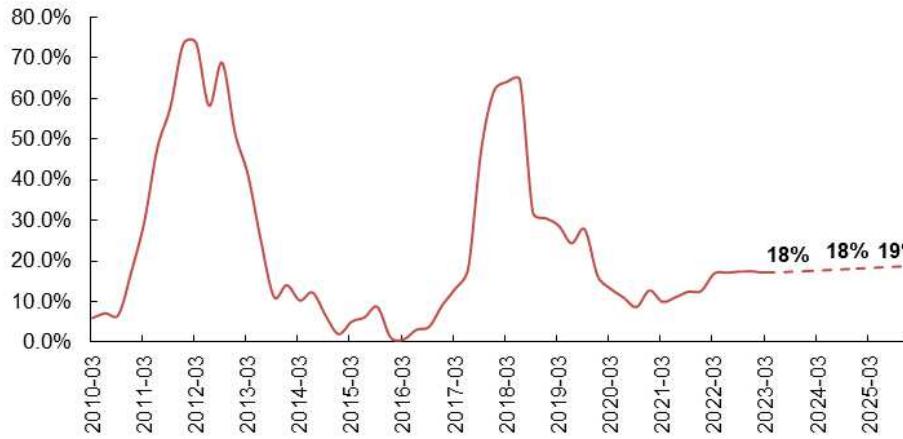
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据截至2023/6/2

# ■ 消费个股PE隐含净利润增速

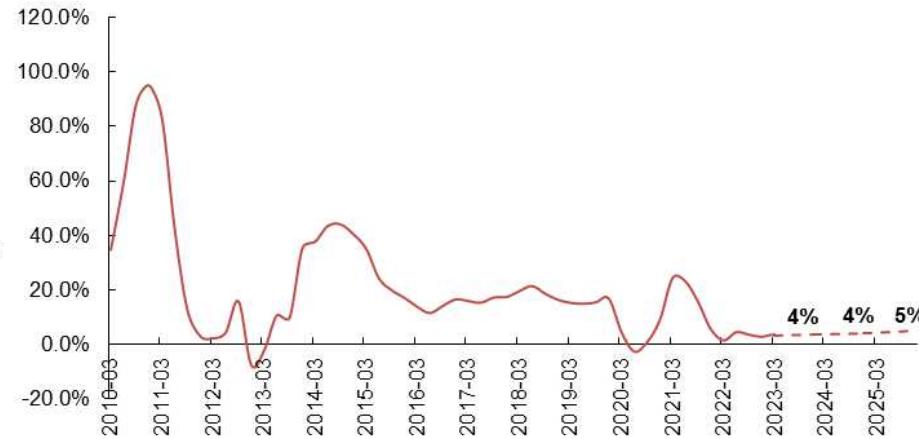


图：消费个股PE隐含净利润增速

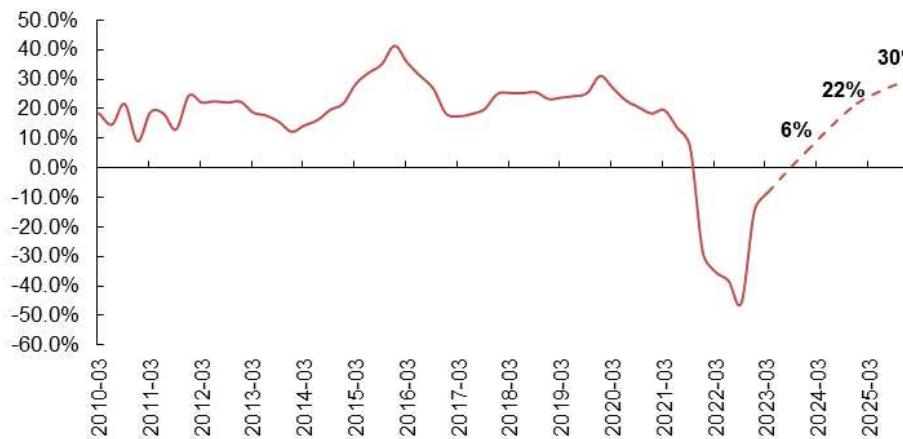
贵州茅台净利润增速



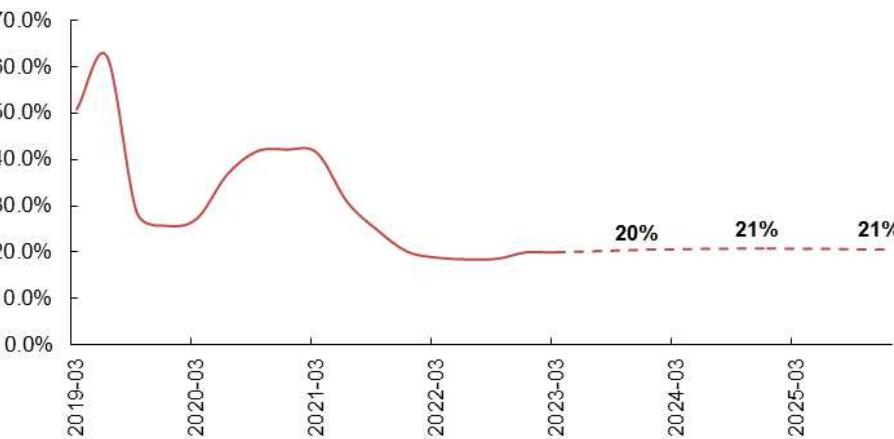
美的集团净利润增速



恒瑞医药净利润增速



迈瑞医疗净利润增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

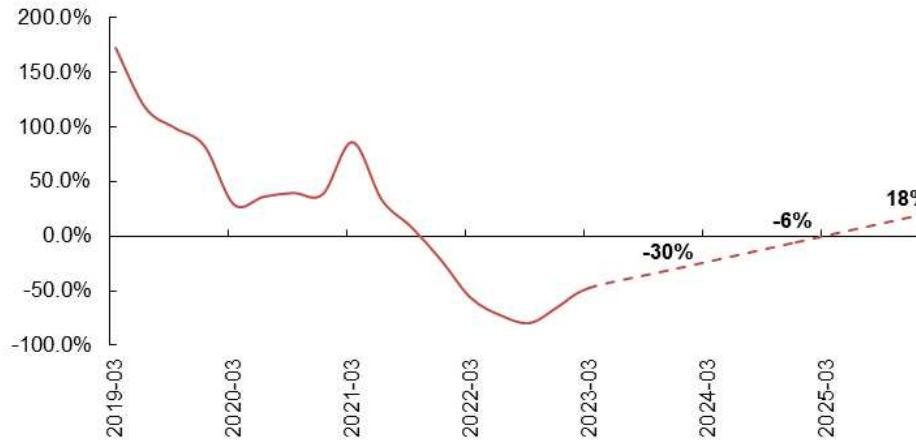
汇聚财智 共享成长

# 制造业个股PE隐含净利润增速

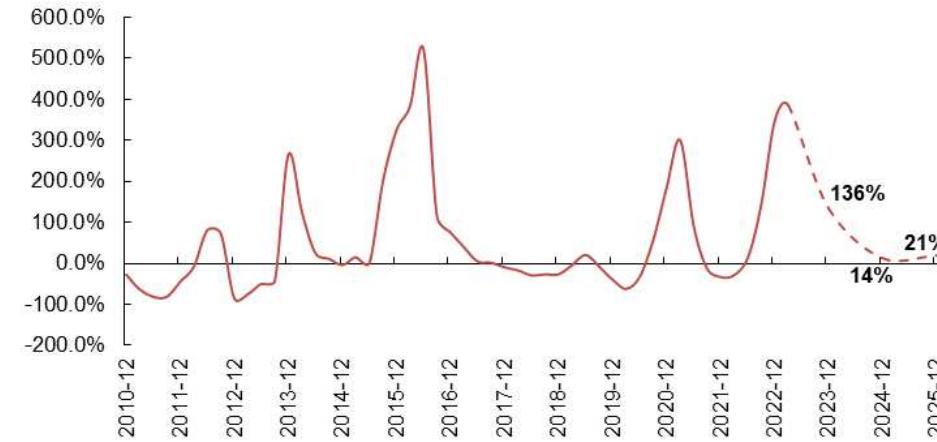


图：制造业个股PE隐含净利润增速

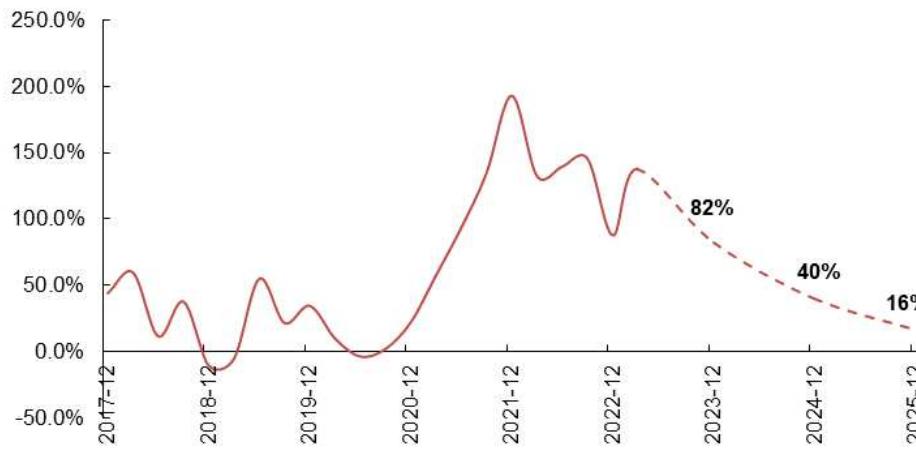
三一重工净利润增速



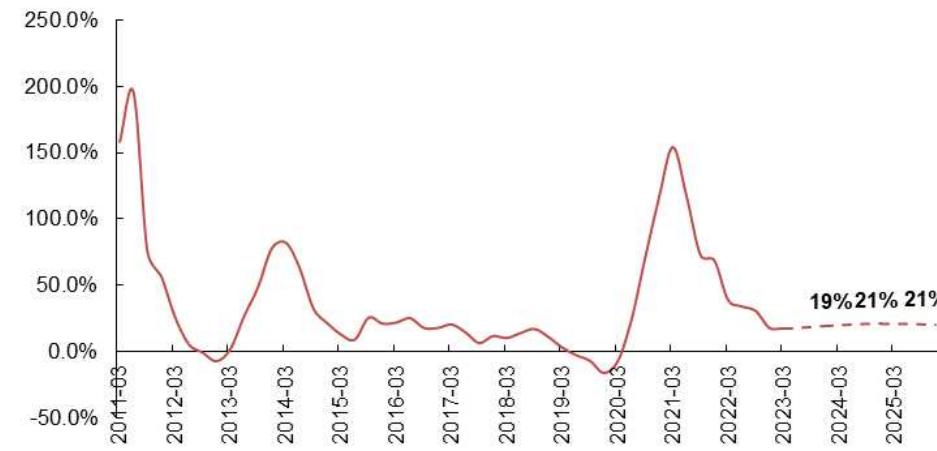
比亚迪净利润增速



宁德时代净利润增速



汇川技术净利润增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

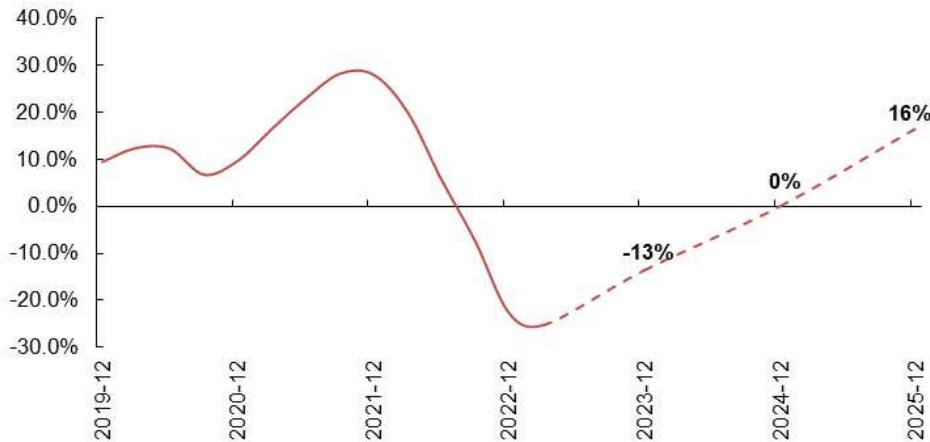
汇聚财智 共享成长

# 科技个股PE隐含净利润增速

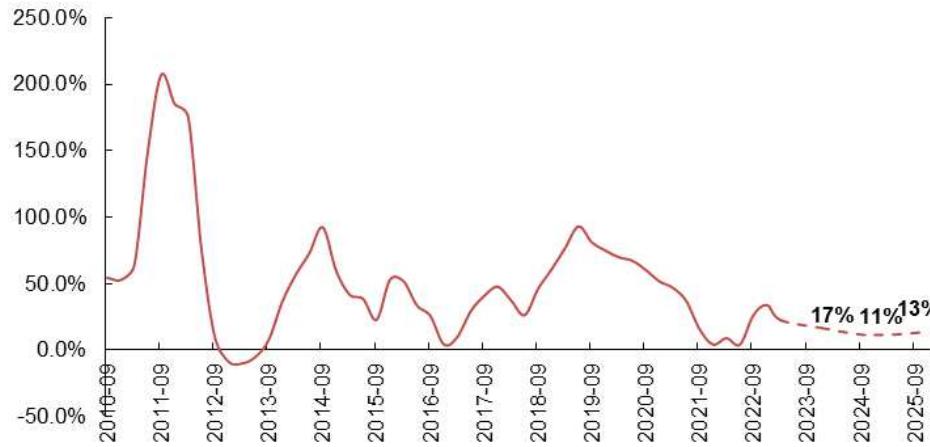


图：科技个股PE隐含净利润增速

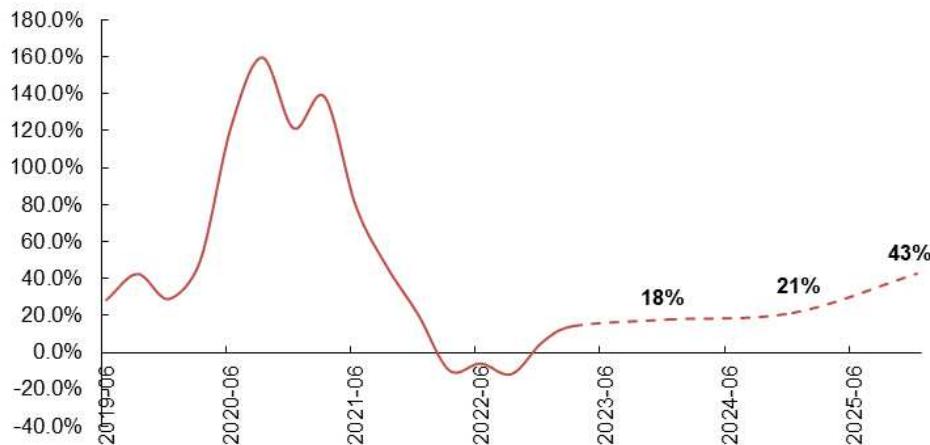
海康威视净利润增速



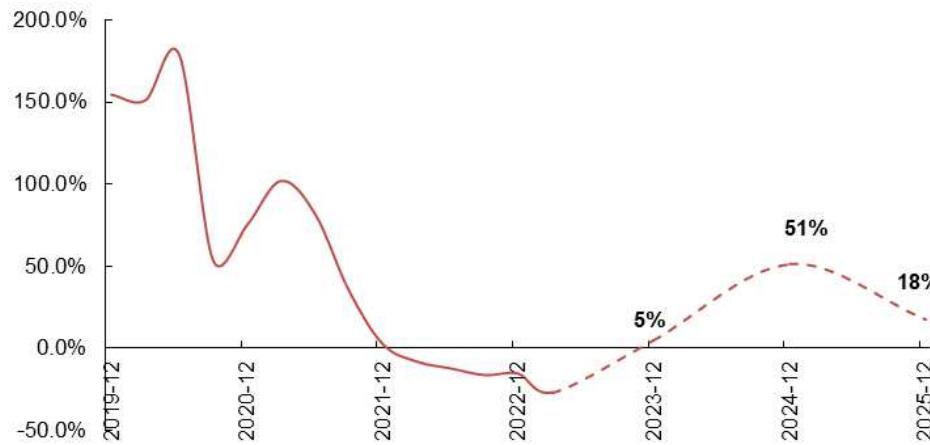
立讯精密净利润增速



金山办公净利润增速



石头科技净利润增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

汇 聚 财 智 共 享 成 长



# 02

## 反弹买什么？

*Changjiang  
Securities*



汇聚财智 共享成长

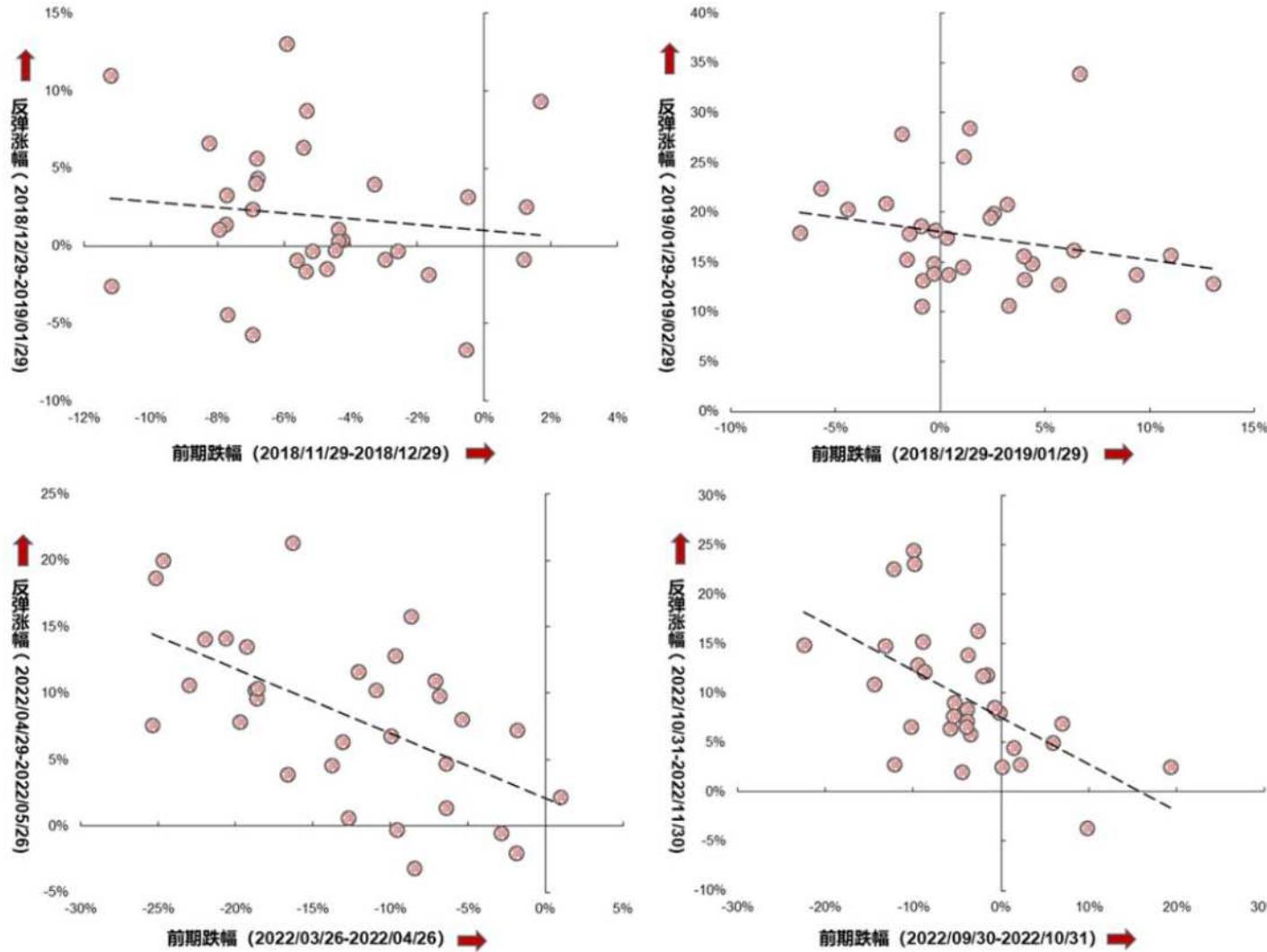
*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*



# 风险偏好底部企稳初期，超跌反弹是主要交易特征



图：底部企稳，先以超跌反弹为主

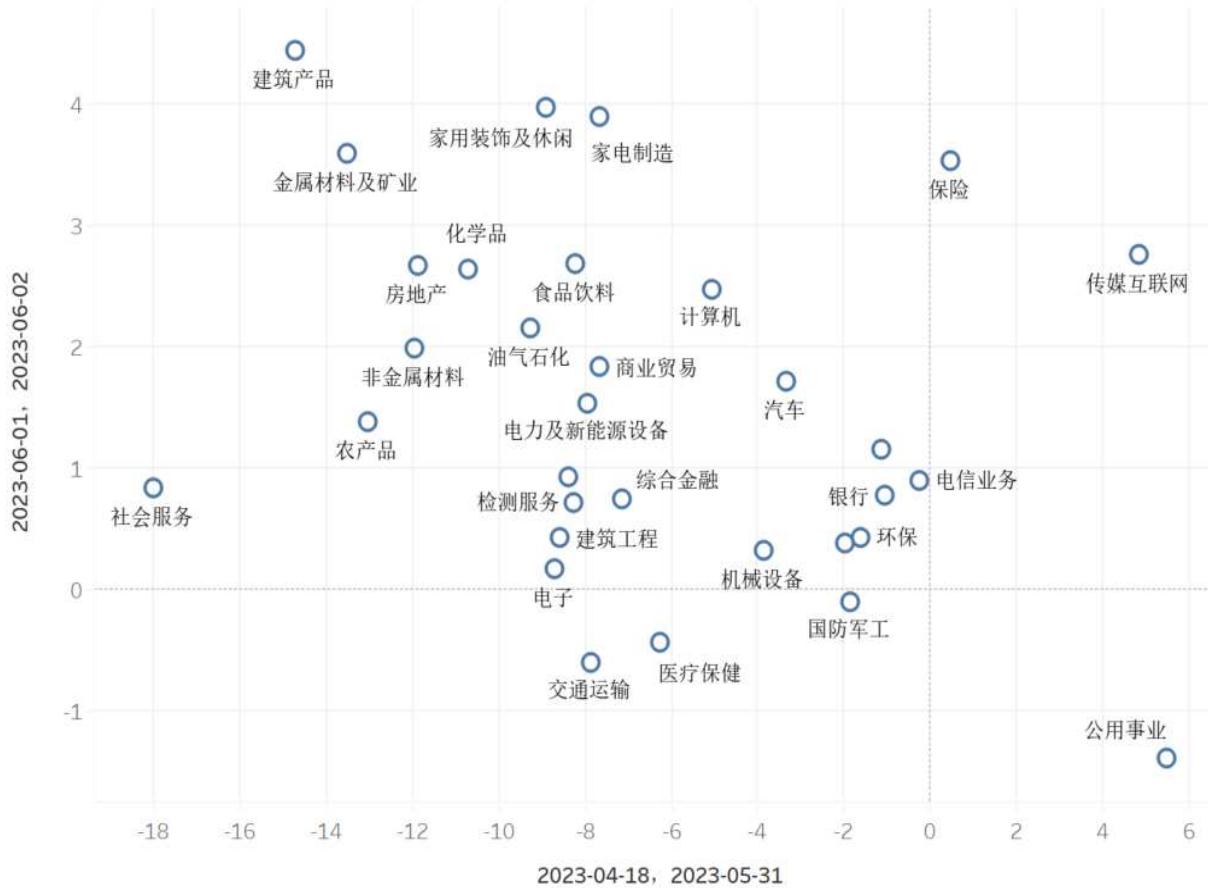


资料来源：Wind，长江证券研究所

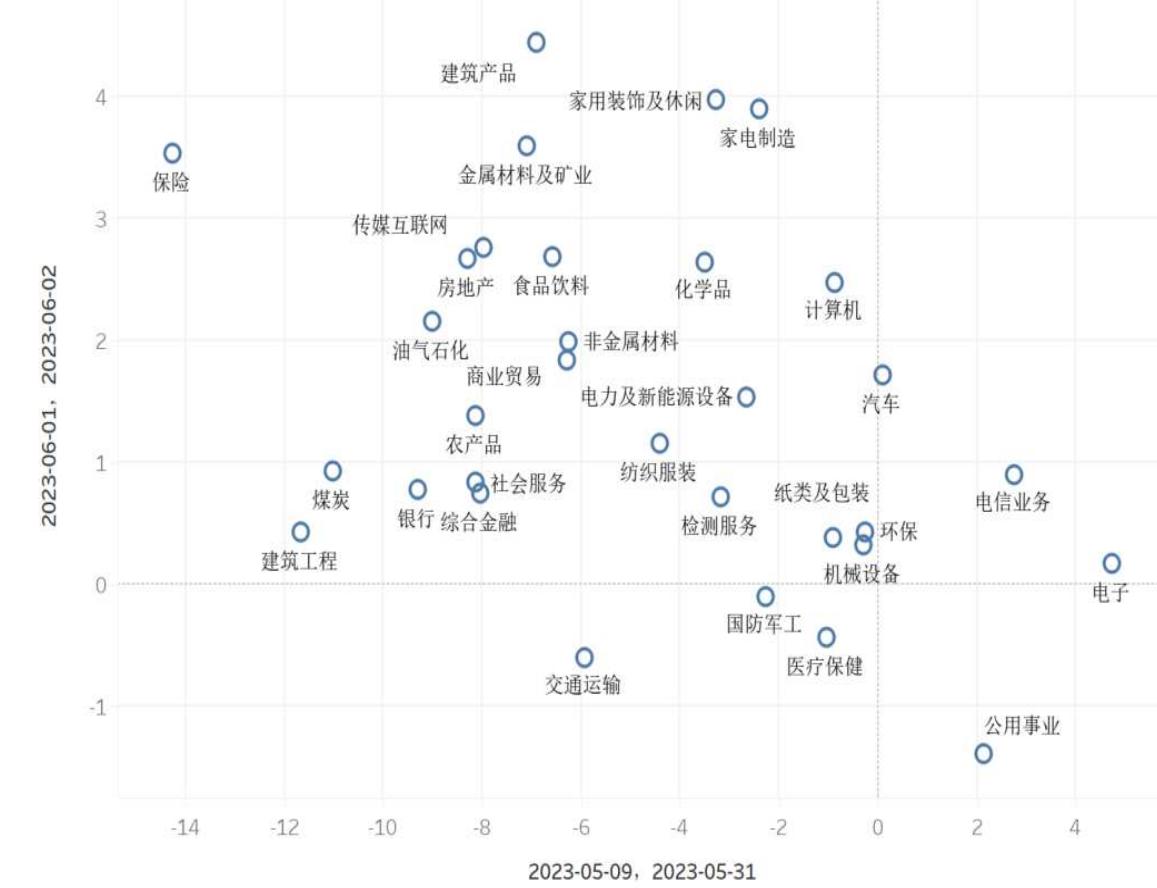
# 本轮哪些板块超跌？——地产链、消费、部分TMT



图：以4月中旬高点为例，地产链、消费、电子、计算机回调较多



图：以5月初高点为例，金融地产链、传媒、消费回调较多



资料来源：Wind，长江证券研究所

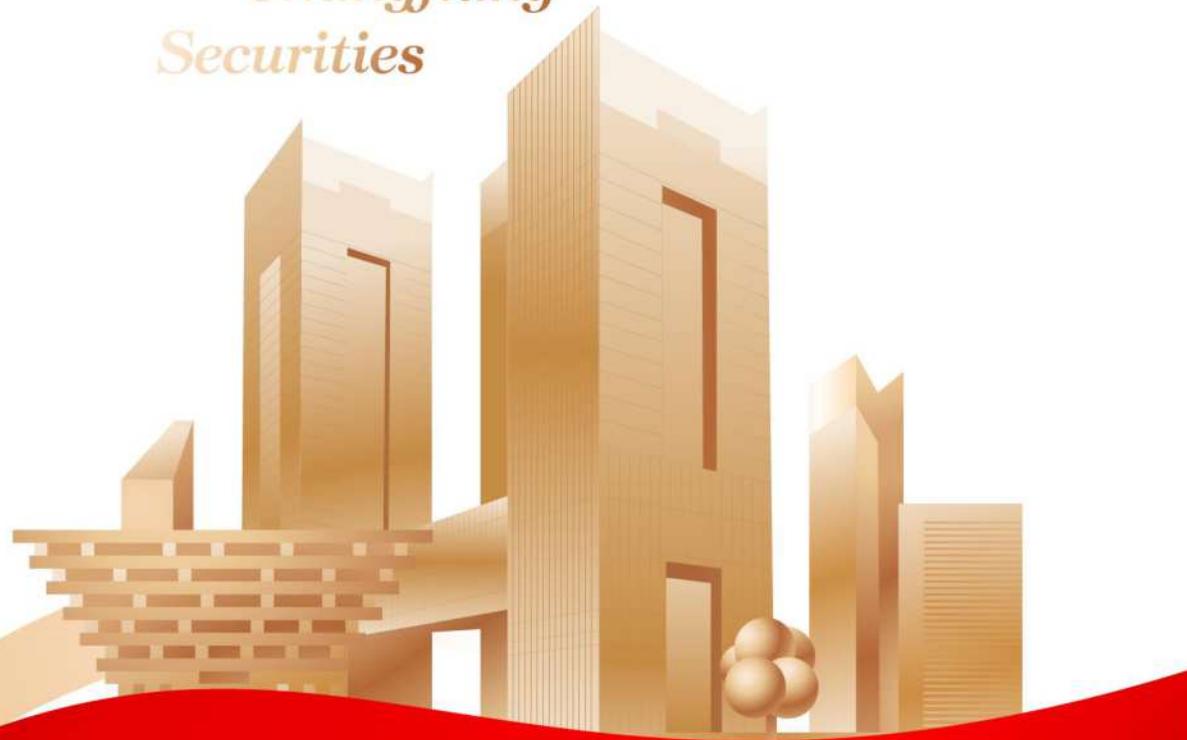
汇 聚 财 智 共 享 成 长



# 03

## 快速轮动下一些新的交易特征

*Changjiang  
Securities*



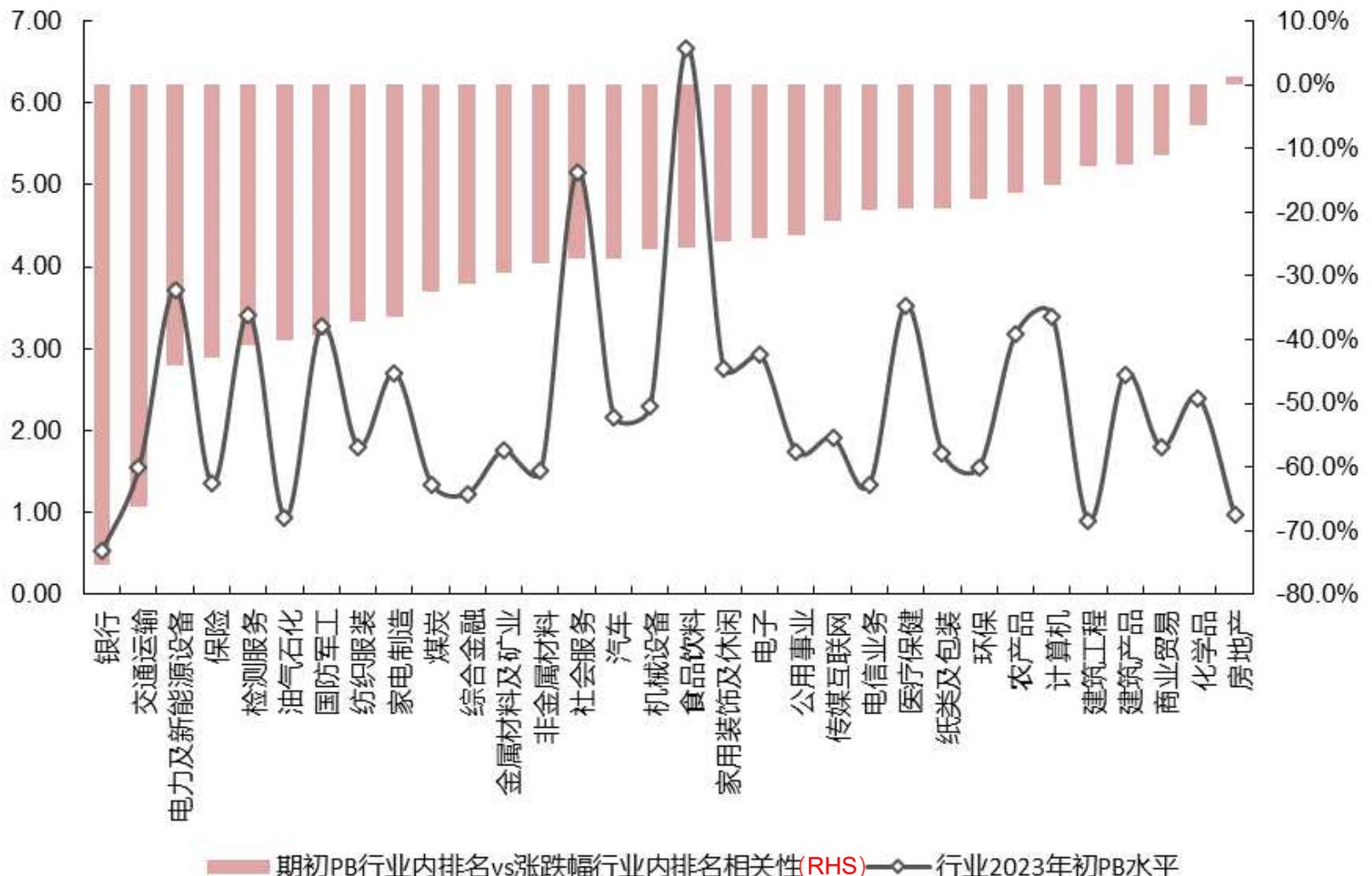
汇聚财智 共享成长

*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*

# 行业内低估值的涨得更好：期初PB与涨跌幅负相关



图：期初PB与涨跌幅基本为负相关

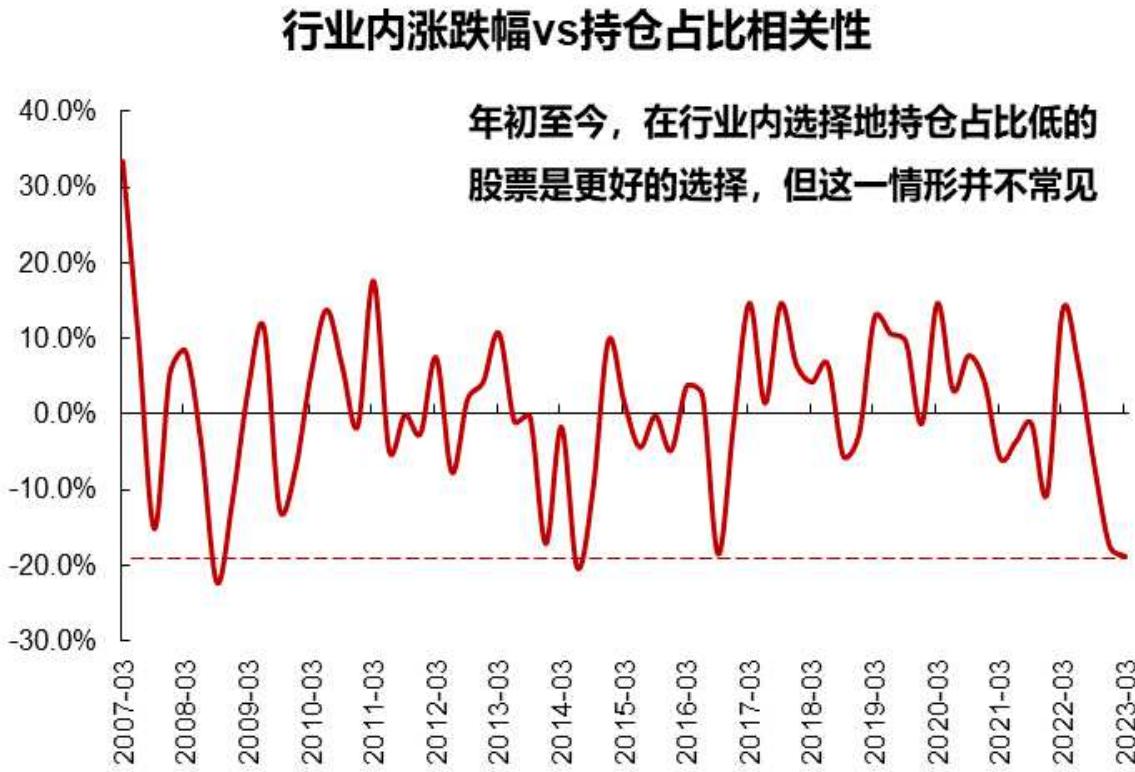


➤ 行业内PB排名和行业内年初至今的涨跌幅基本负相关。除房地产以外，其他行业相关性基本为负，不仅限于顺周期或者低估值行业；银行和交运这一特征最为明显，但电新同样有类似特征。

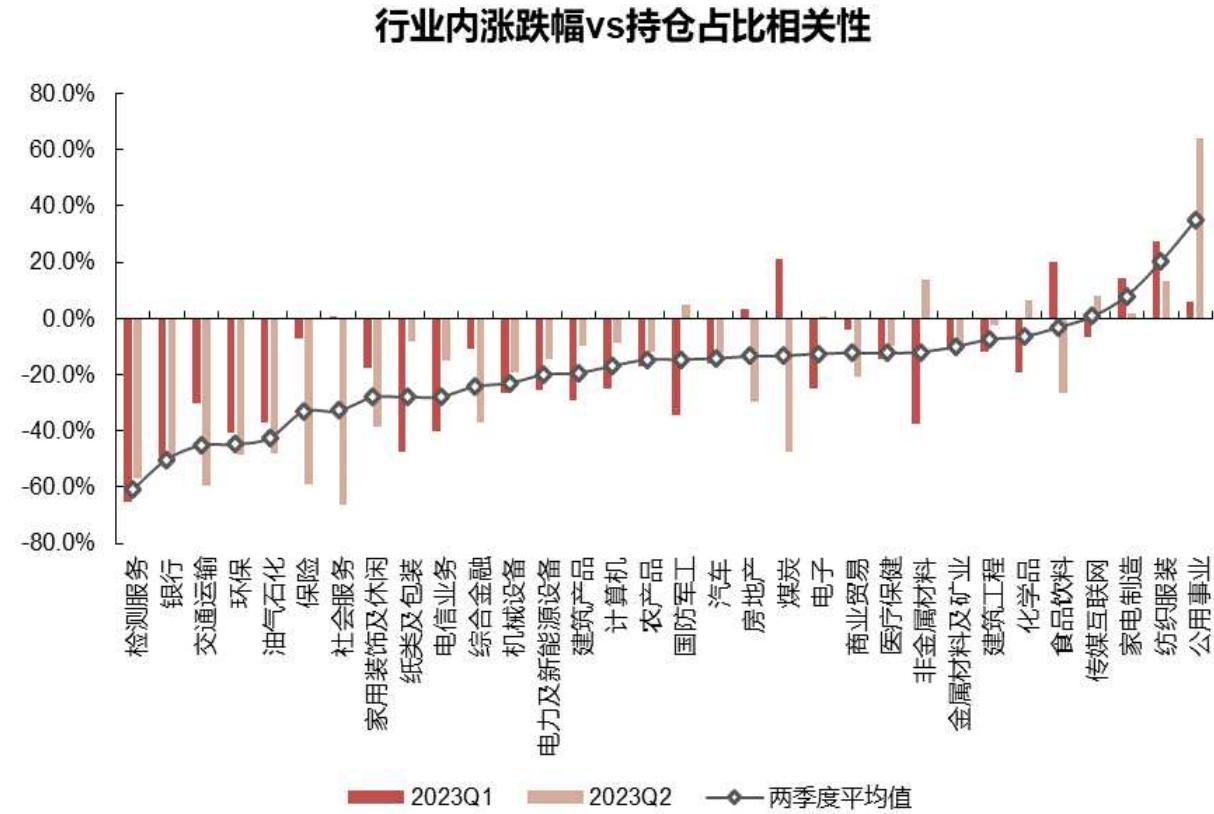
# 行业内机构持仓占比较低的涨得更好



图：年初至今，行业内选择持仓占比低的股票是更好的选择



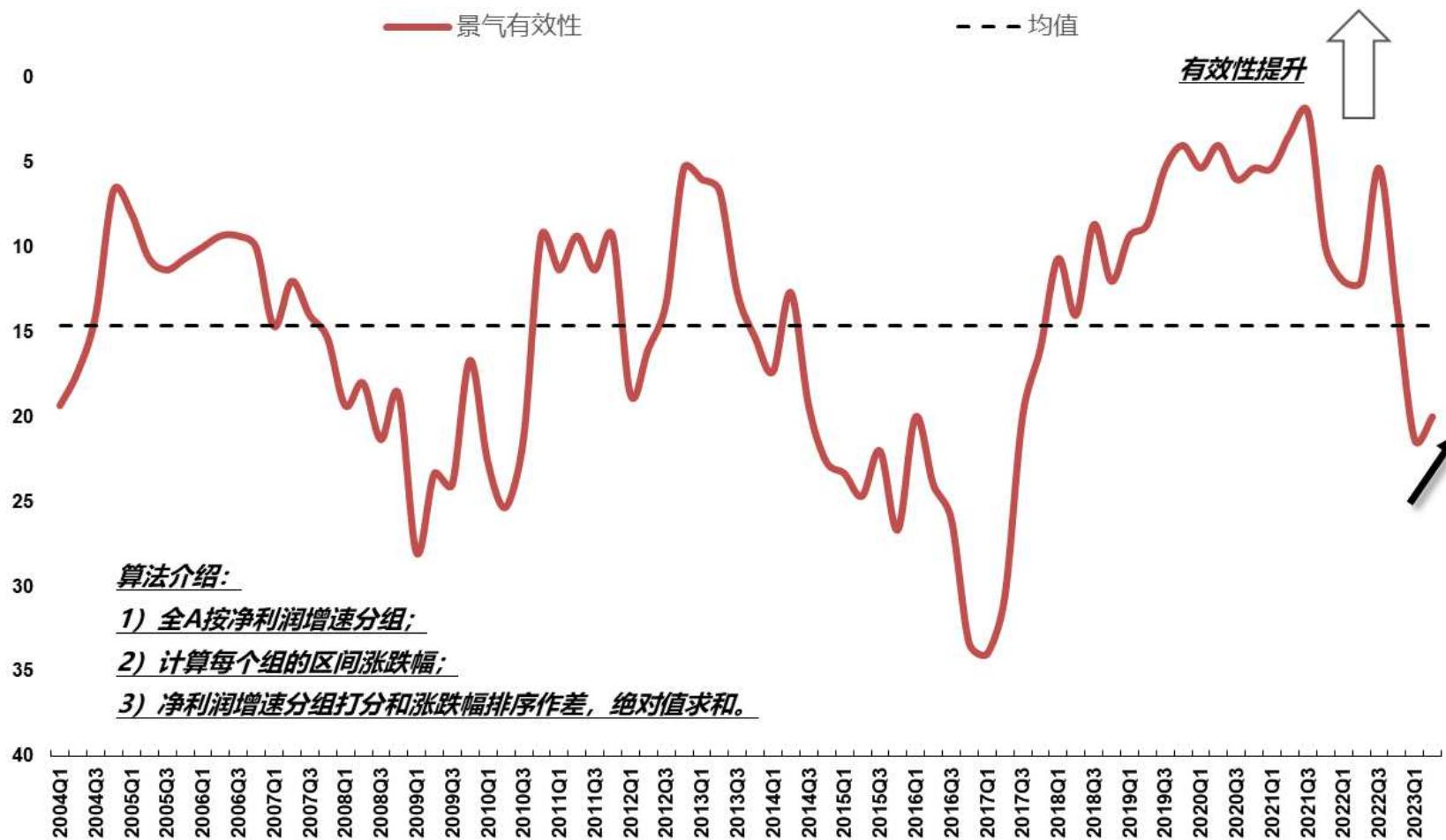
图：多数行业机构持仓占比和涨跌幅呈负相关



# ■ 景气投资的有效性在下降 (纯粹高增速不一定涨得好)



图：年初至今，行业内选择持仓占比低的股票是更好的选择



资料来源：Wind，长江证券研究所

汇 聚 财 智 共 享 成 长

# 因而观察到业绩增速高低对行业内个股涨幅的影响不明显



图：净利润增速与涨跌幅相关性同样不稳定

增速vs 涨跌幅相 关性	煤炭	油气 石化	非金 属材 料	化 学 品	金属 材料 及矿 业	纸类 及包 装	电 力 及新 能源 设备	机 械 设 备	建 筑 产 品	建 筑 工 程	国 防 军 工	交 通 运 输	环 保	检 测 服 务	纺 织 服 装	家 电 制 造
2023Q1 净 利 润 环 比 增 速	41%	13%	30%	28%	25%	21%	20%	17%	10%	34%	12%	16%	22%	19%	29%	16%
2023Q2 净 利 润 同 比 增 速	16%	28%	13%	11%	1%	16%	3%	2%	33%	8%	2%	4%	22%	15%	10%	18%
净 利 润 较 2019年 复 合 增 速	18%	19%	10%	-10%	-16%	9%	-17%	-10%	-18%	34%	-34%	-2%	19%	-40%	9%	7%
增速vs 涨跌幅相 关性	家用 装 饰 及 休 闲	汽 车	社 会 服 务	商 业 贸 易	农 产 品	食 品 饮 料	医 疗 保 健	银 行	综 合 金 融	保 险	电 子	计 算 机	电 信 业 务	传 媒 互 联 网	公 用 事 业	房 地 产
2023Q1 净 利 润 环 比 增 速	45%	30%	15%	36%	22%	38%	36%	-47%	9%	49%	11%	20%	9%	20%	26%	17%
2023Q2 净 利 润 同 比 增 速	19%	22%	24%	28%	6%	35%	15%	-44%	18%	77%	-5%	4%	6%	6%	16%	24%
净 利 润 较 2019年 复 合 增 速	10%	5%	23%	21%	5%	17%	-4%	-51%	19%	60%	-10%	-1%	16%	9%	6%	52%

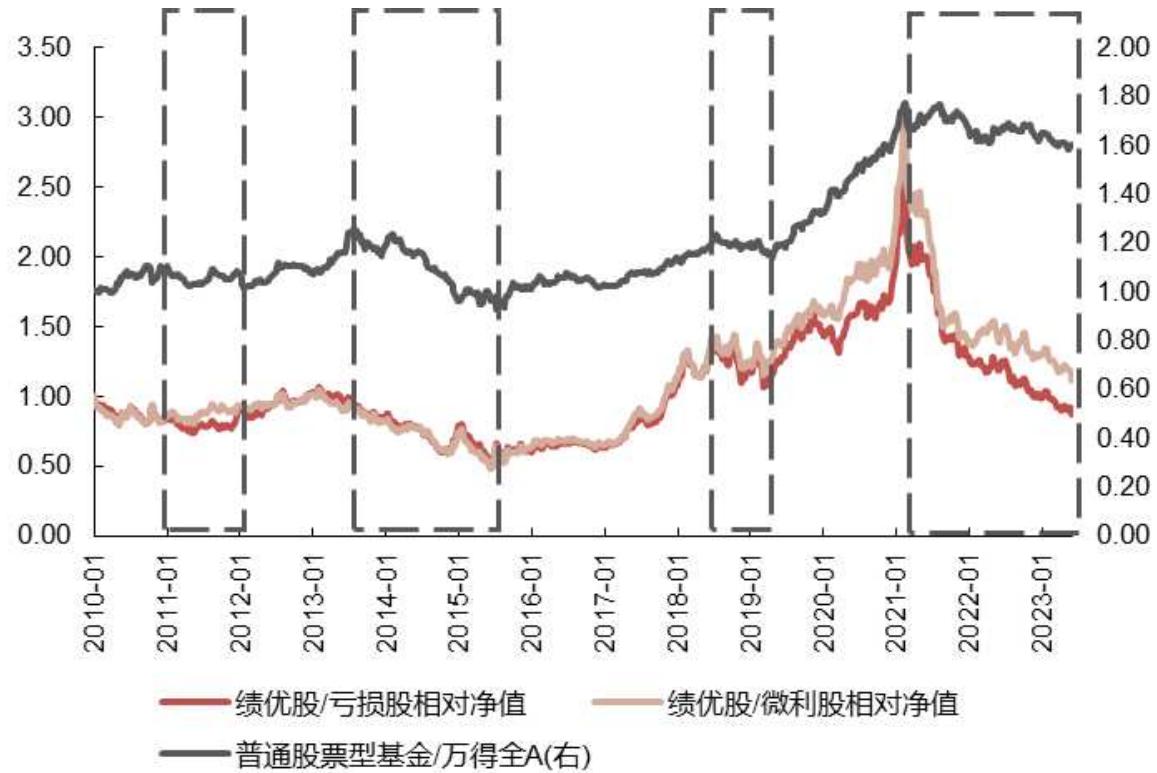
资料来源：Wind，长江证券研究所

➤ 行业内增速排名和行业内年初至今的涨跌幅相关性同样不稳定。但从取值范围看，增速和行业内涨跌幅的相关性更强，并且环比增速和涨跌幅的相关性比同比增速、2019年复合增速更强。

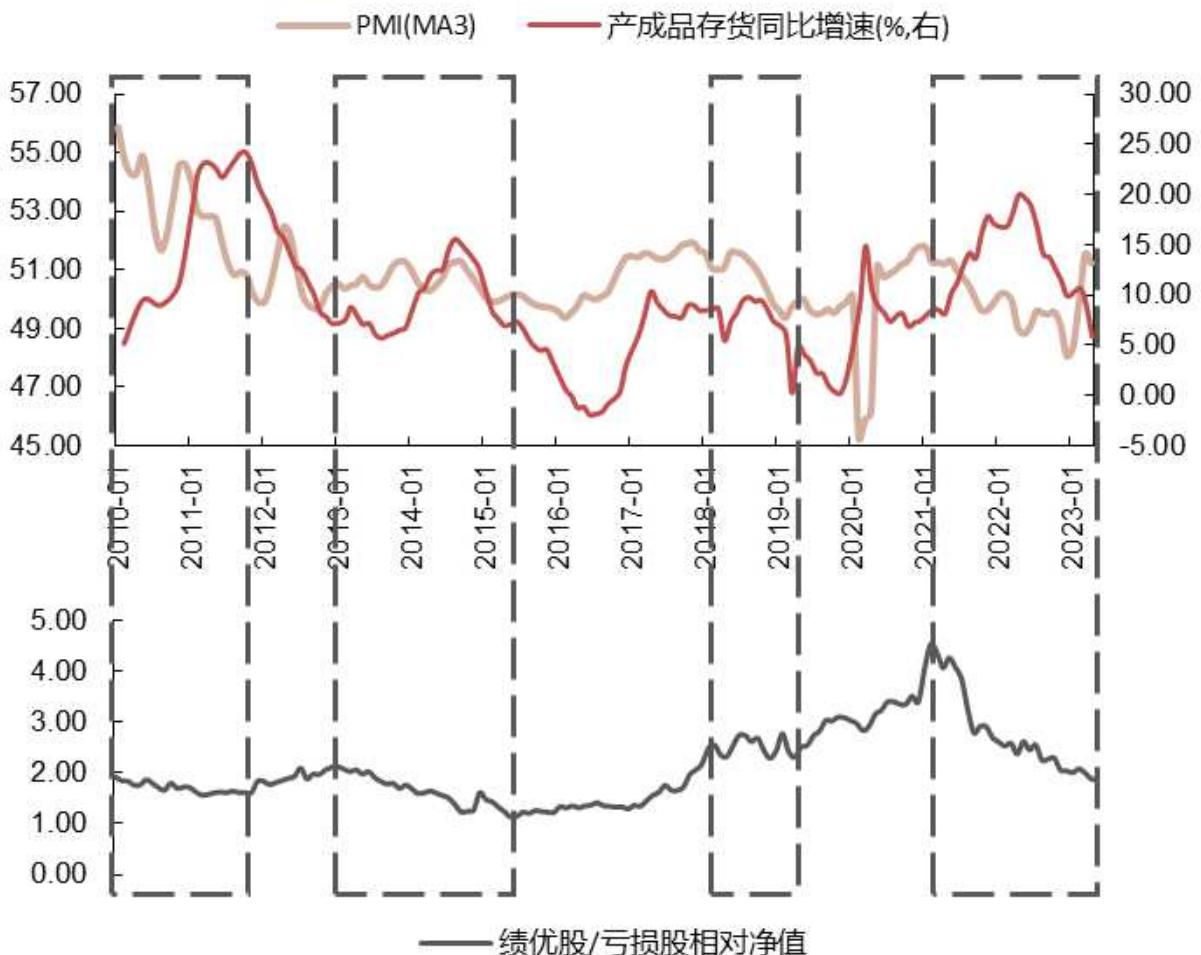
# 复盘历史：经济弱，业绩对投资的指引效果的确更弱



图：亏损股占优期间，基金普遍收益较差



图：经济下行周期，亏损股业绩指引作用明显减弱



资料来源：Wind，长江证券研究所

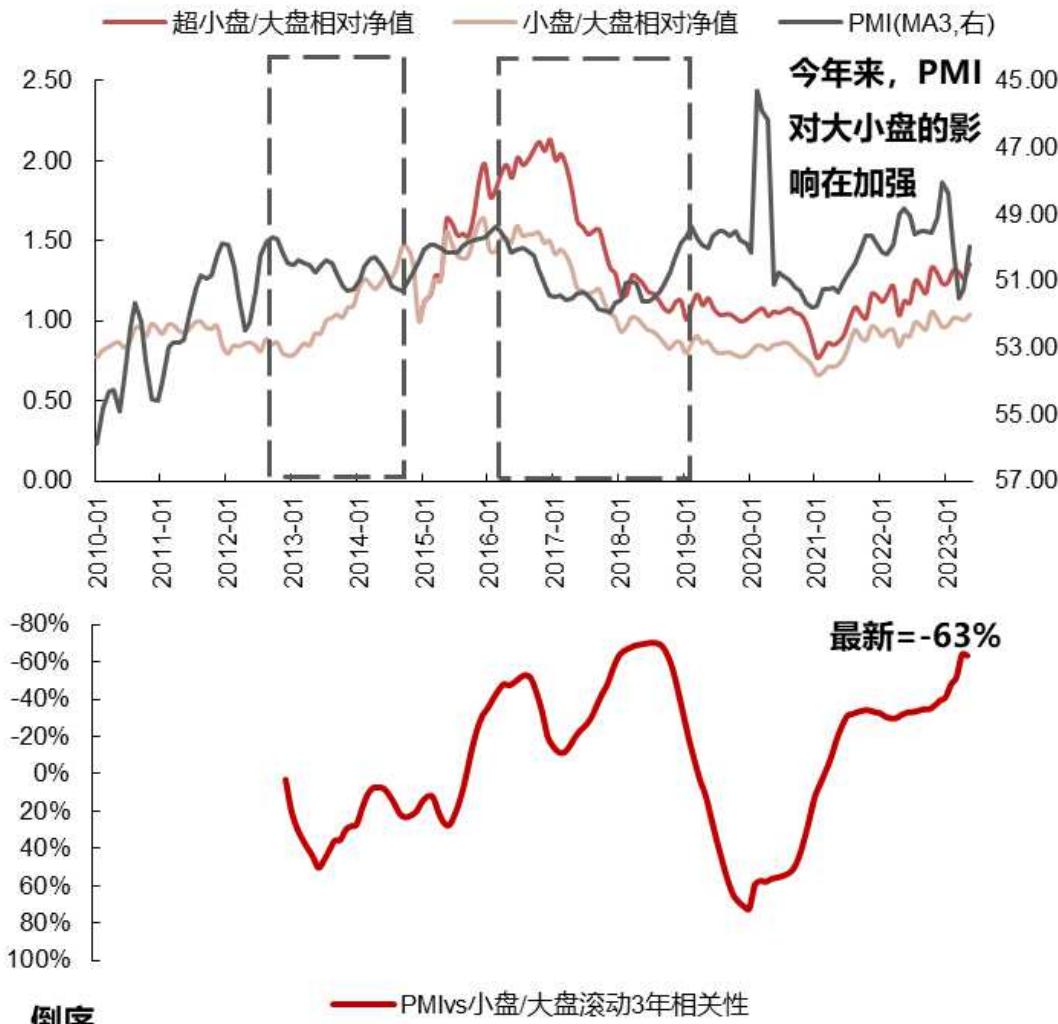
汇聚财智 共享成长

资料来源：Wind，长江证券研究所

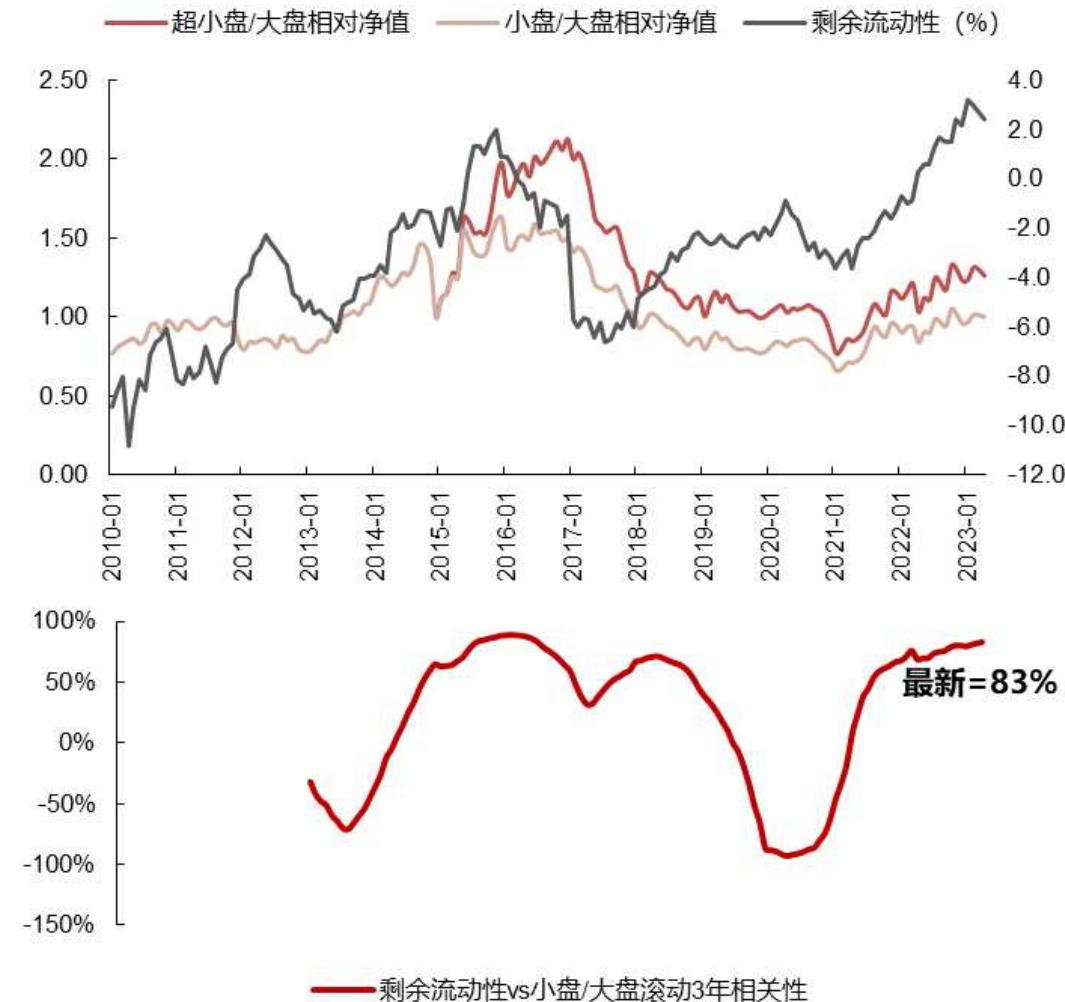
# 复盘历史：经济弱，流动性好，小盘股更强



图：PMI对大小盘风格切换的指引意义不强



图：流动性驱动大小盘分化



资料来源：Wind, 长江证券研究所



# 风险提示



## 风险提示

- 疫后内需增长周期的不确定性加大。例如，地产销售及投融资明显恶化、居民消费意愿超预期下滑而非周期性走稳等等；
- 近期海外流动性风险及地缘政治问题持续恶化。主要包括但不限于联储加息超预期或过于鹰派、俄乌冲突扩散、美国大选年出现全球性的地缘冲突时间多发等等。

更多研究服务，请访问长江研究小程序



最新研报



专题精选



长江研究小程序



线上会议



活动报名

电脑端请访问<https://research.95579.com/>

## 办公地址

### 上海

Add / 浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场  
一座29层  
P.C / 200122

### 武汉

Add / 武汉市江汉区淮海路88号长江证券大厦  
37楼  
P.C / 430015

### 北京

Add / 西城区金融街33号通泰大厦15层  
P.C / 100032

### 深圳

Add / 深圳市福田区中心四路1号嘉里  
建设广场3期36楼  
P.C / 518000



# 分析师声明、评级说明及重要声明



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
	看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
	买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
	增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5% ~ 10%之间
	中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
	减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推论仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



**THANKS** 感谢倾听

*Changjiang  
Securities*



汇聚财智 共享成长

*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*