

报告日期: 2019年06月24日

分析师

分析师: 汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

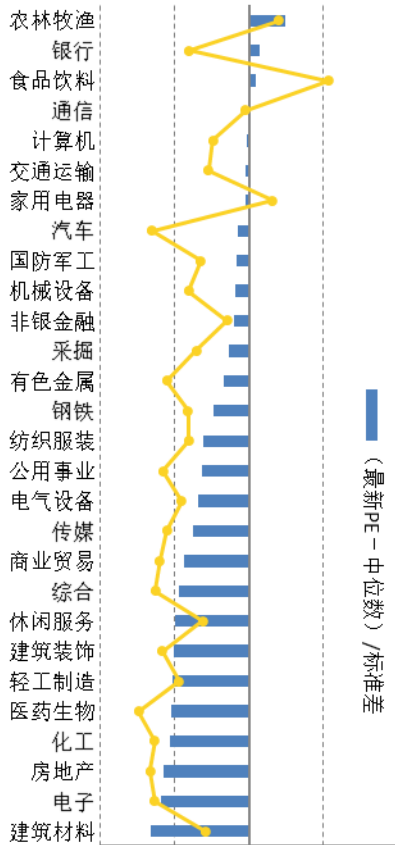
✉ yiw@cgws.com

联系人(研究助理): 潘京 S1070117080024

☎ 13986555777

✉ panjing@cgws.com

相关报告



A 股的估值、风格切换与增减持

——投资策略研究*系列六十九

核心观点

- 上周, 海外市场方面, 美联储发表鸽派声明, 决定将利率目标维持在 2.25-2.50% 不变的同时将利率逐年降低 0.5 个百分点, 以应对当前经济增长的不确定性。降息预期增强, 美债利率下跌, 欧美证券市场走高, 黄金再次走高。中美双方领导人电话会谈, 期待在 G20 峰会上达成协议, 海外风险资产市场大涨。A 股市场受乐观情绪拉升, 券商板块、保险板块受益于市场情绪提振大幅拉升, 贸易战相关板块也有所表现。国内方面, 证监会发布并购重组新规, 拟取消并购重组对净利润的限制, 带动创业板壳公司大涨, 券商受市场情绪提振表现持续强势。周五晚间, 四家头部券商公告称央行核准提高短期融资券余额上限, 相比之前上限大幅提高, 用以缓解非银间因包商银行事件引发的信用风险导致的流动性危机。资金方面, 北上资金在 6 月呈现加速净流入, 6 月 24 日 A 股入富正式生效, 长线资金在逐渐布局 A 股。在利好刺激下, 市场情绪提升, 上周全行业估值均有所上调。但在经济、企业盈利数据均不容乐观、中美贸易摩擦较走向不甚明朗、全球经济下行需求疲弱的状况下, 股市的机会较为分化, 在主要矛盾未得到缓解之前, 风险偏好的提升导致震荡区间整体抬升, 但仍将形成持续震荡格局。
- 全 A 估值上调 4.4%, 创业板综估值上调 3.2%: 全部 A 股的市盈率从 16.53 上升到 17.26, 市净率 1.61 上升到 1.68, 万得全 A(除金融、石油石化)的市盈率从 25.15 上升到 26.26, 市净率从 2.10 上升到 2.19。此外, 沪深 300、中证 500、中小板综、创业板综的市盈率分别为 12.49、23.65、43.69 和 138.18, 市净率分别为 1.48、1.85、2.58 和 3.56。
- 港股、美股及 A 股重要指数估值水平: 港股重要指数中, 除恒生大型股指数和恒生香港 35 指数市盈率略高于 2006 年以来中位数外, 恒生指数、恒生中国企业指数、恒生中型企业指数和恒生小型股指数市盈率均低于 2006 年以来中位数。美股重要指数中, 道琼斯工业平均指数、标普 500 指数和纳斯达克指数市盈率高于 2006 年以来中位数。与美股、港股主要指数相比, 除创业板指市盈率高于历史中位数, 其他主要指数的市盈率均有所下调, 低于美股的历史分位, 与港股历史分位较为接近。
- 大小盘和成长价值风格切换: 大盘成长股估值上调 5.4%。上周中小板和沪深 300 的市盈率比值从 3.54 下降到 3.50, 市净率比值从 1.77 下降到 1.74。本周大盘成长和大盘价值的市盈率比值从 2.23 上升到 2.29, 中盘成长和中盘价值的市盈率比值从 1.47 上升到 1.49, 小盘成长和小盘价值的市盈率比值从 1.58 上升到 1.60。
- 行业风格切换: 金融类上调 4.7%, 周期类上调 3.9%, 消费类上调 4.7%, 成长类上调 5.4%, 稳定类上调 3.2%。金融类行业市盈率 9.57 倍, 相比 2011 年以来的中位数, 高 0.75 倍标准差, 市净率 1.16, 相比 2011 年以

来的中位数，低 0.57 倍标准差；周期类行业市盈率 21.83，高 0.01 倍标准差，市净率 1.59，低 1.19 倍标准差；消费类行业市盈率 30.64，高 0.18 倍标准差，市净率 3.36，低 0.36 倍标准差；成长类行业市盈率 70.39，高 1.85 倍标准差，市净率 2.90，低 1.09 倍标准差；稳定类行业市盈率 14.11，低 0.59 倍标准差，市净率 1.37，低 0.57 倍标准差。

- **细分行业估值：**农林牧渔、银行、食品饮料、通信市盈率高于历史中位数水平，食品饮料、农林牧渔、家电行业的市净率高于历史中位数水平，其他行业市盈率、市净率估值均低于历史中位数。上周全部行业估值上调，非银上调 10.2%，计算机上调 7.6%，休闲服务、传媒上调超 6%，食品饮料、电子、家电、公用事业、医药生物、交通运输上调超 5%。
- **风险溢价：**6 月以来，货币市场质押式回购，1 天、7 天和 14 天利率的均值分别为 1.86、2.50 和 2.65，和前一个月相比分别下降 37.28bp、下降 14.38bp 和下降 14.11bp。6 月以来 10 年期国债利率均值为 3.23，和前一个月相比下降 7.31bp，1 年期和 2 年期国债利率分别下降 0.46bp、4.48bp，5 年期国债利率下降 5.86bp。

全部 A 股整体市盈率的倒数为 5.79，减去十年期国债到期收益率，计算风险溢价为 2.56%，但是万得全 A(除金融,石油石化)整体市盈率的倒数为 3.81，计算风险溢价为 (0.58%)，从 2018 年 2 月份以来风险溢价逐渐上行，至 2019 年 1 月达到历史高点，接近历史 ERP 正二倍标准差。随后逐渐向均值回归，2019 年 4 月起又有回升趋势。当前值和 2006 年以来的历史中位数相比，高 0.75%，低于历史 ERP 正一倍标准差。

- **产业资本增减持：**截至 5 月底，产业资本减持 259.84 亿元，增持 93.19 亿元，净减持 166.65 亿元。2018 年至今，除 2018 年 2 月、10 月和 19 年 1 月产业资本保持净增持，其他月份产业资本均呈现净减持状态。
- **风险提示：**宽松不及预期，全球经济放缓

目录

1. 指数估值历史.....	5
2. 市场风格切换.....	8
2.1 大小盘和成长价值.....	8
2.2 行业风格切换.....	9
2.3 细分行业估值.....	10
3. 市场风险溢价.....	11
4. 产业资本增减持.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1:	全部 A 股市盈率	5
图 2:	A 股（除金融石油石化）市盈率	5
图 3:	沪深 300 指数市盈率	5
图 4:	中证 500 指数市盈率	5
图 5:	中小板指数市盈率	5
图 6:	创业板指数市盈率	5
图 7:	港股主要指数估值	6
图 8:	美股主要指数估值	6
图 9:	A 股主要指数估值	6
图 10:	大小盘风格切换	8
图 11:	大盘成长与大盘价值比较	8
图 12:	中盘成长与中盘价值比较	8
图 13:	小盘成长与小盘价值比较	8
图 14:	金融类行业市盈率和市净率	9
图 15:	周期类行业市盈率和市净率	9
图 16:	消费类行业市盈率和市净率	9
图 17:	成长类行业市盈率和市净率	9
图 18:	稳定类行业市盈率和市净率	9
图 19:	2011 年以来申万一级行业市盈率和市净率	10
图 20:	2011 年以来申万二级行业市盈率	10
图 21:	2011 年以来申万二级行业市盈率（续）	10
图 22:	货币市场回购利率走势	11
图 23:	债券市场国债利率曲线	11
图 24:	股票估值和无风险利率比较	11
图 25:	股权风险溢价走势	11
图 26:	2018 年至今产业资本增减持参考市值（亿元）	12

1. 指数估值历史

全部 A 股的市盈率从 16.53 上升到 17.26，市净率 1.61 上升到 1.68，万得全 A(除金融,石油石化)的市盈率从 25.15 上升到 26.26，市净率从 2.10 上升到 2.19。此外，沪深 300、中证 500、中小板综、创业板综的市盈率分别为 12.49、23.65、43.69 和 138.18，市净率分别为 1.48、1.85、2.58 和 3.56。图中，蓝色虚线为 6 个月(约 120 日)均值 \pm 两倍标准差。

图 1: 全部 A 股市盈率

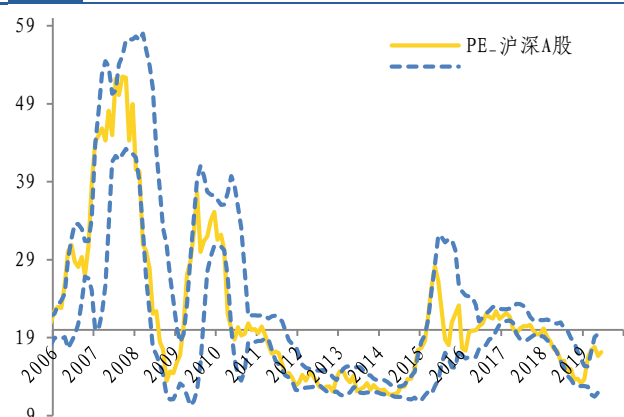


图 2: A 股(除金融石油石化)市盈率

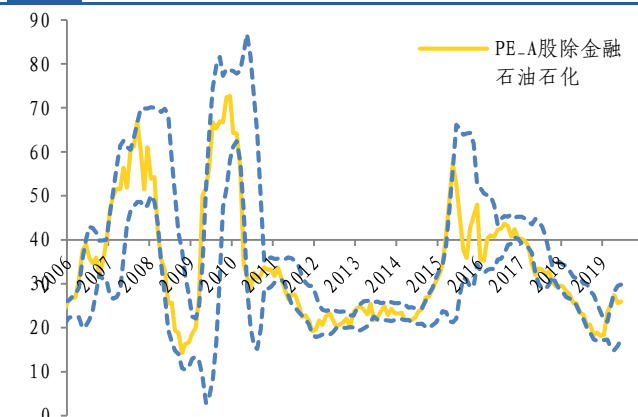


图 3: 沪深 300 指数市盈率

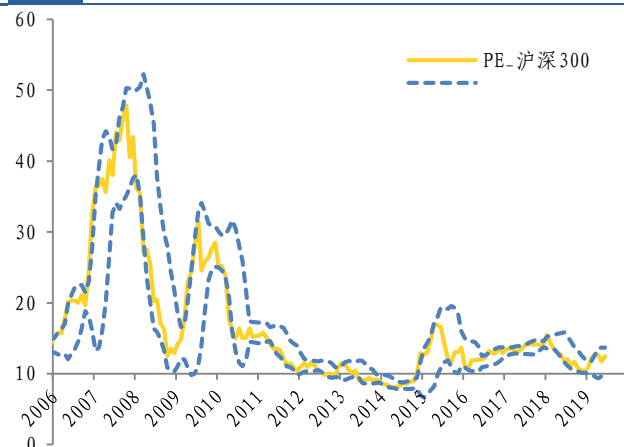


图 4: 中证 500 指数市盈率

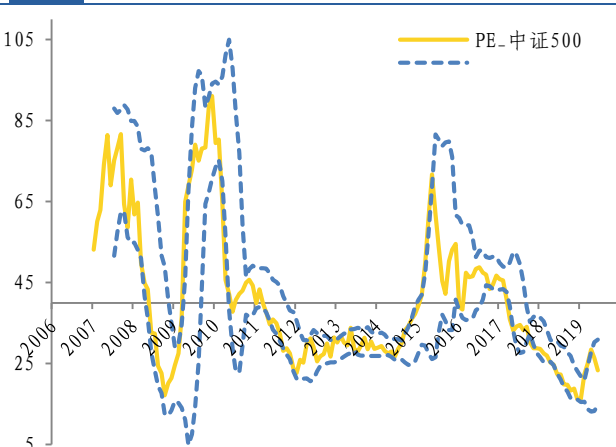


图 5: 中小板指数市盈率

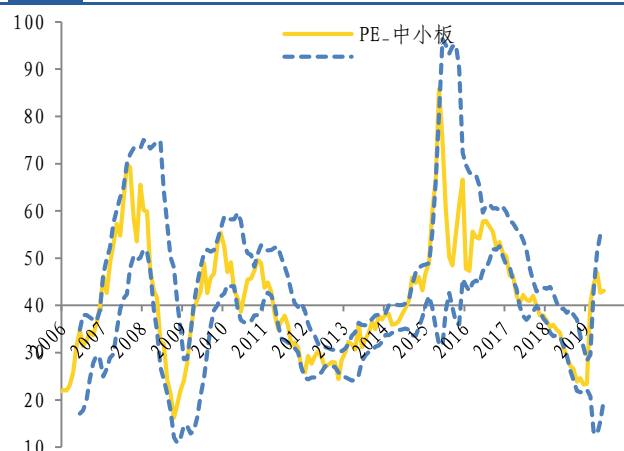
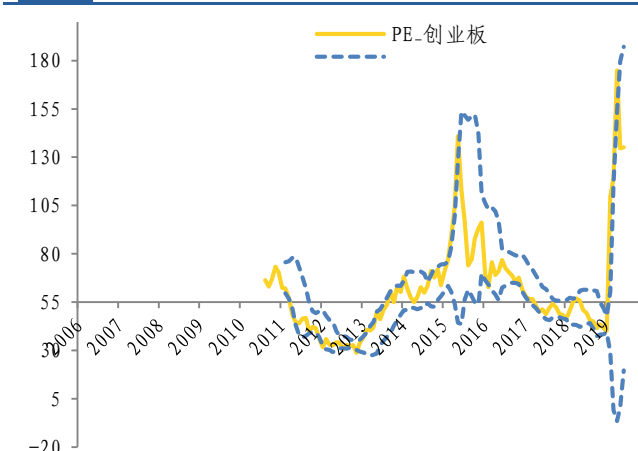


图 6: 创业板指数市盈率

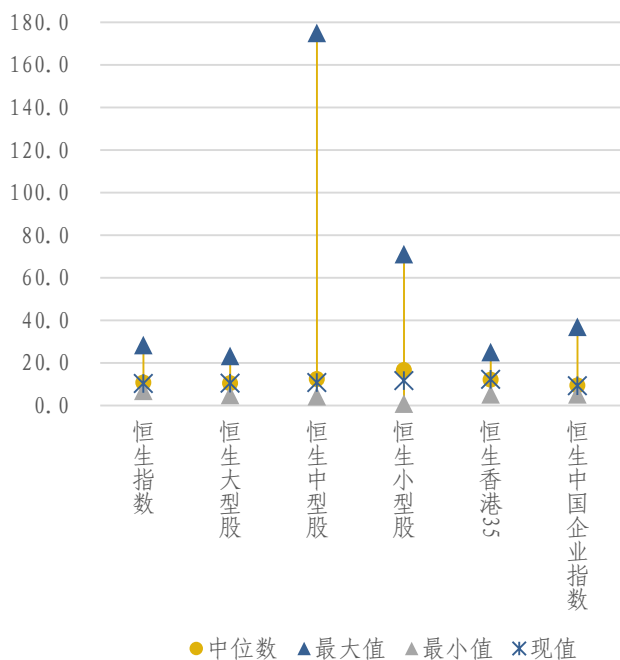


资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

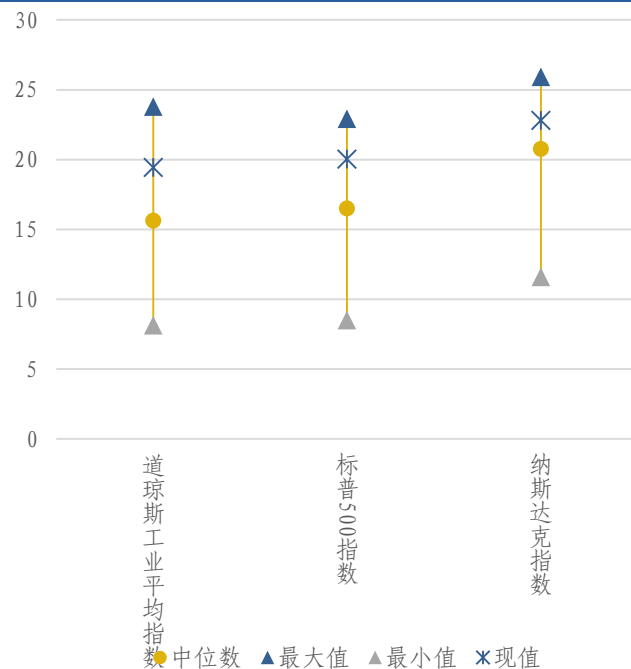
港股重要指数中，除恒生大型股指数和恒生香港 35 指数市盈率略高于 2006 年以来中位数外，恒生指数、恒生中国企业指数、恒生中型企业指数和恒生小型股指数市盈率均低于 2006 年以来中位数。美股重要指数中，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数和纳斯达克指数市盈率高于 2006 年以来中位数。与美股、港股主要指数相比，除创业板指市盈率高于历史中位数，其他主要指数的市盈率均有所下调，低于美股的历史分位，与港股历史分位较为接近。

图 7: 港股主要指数估值



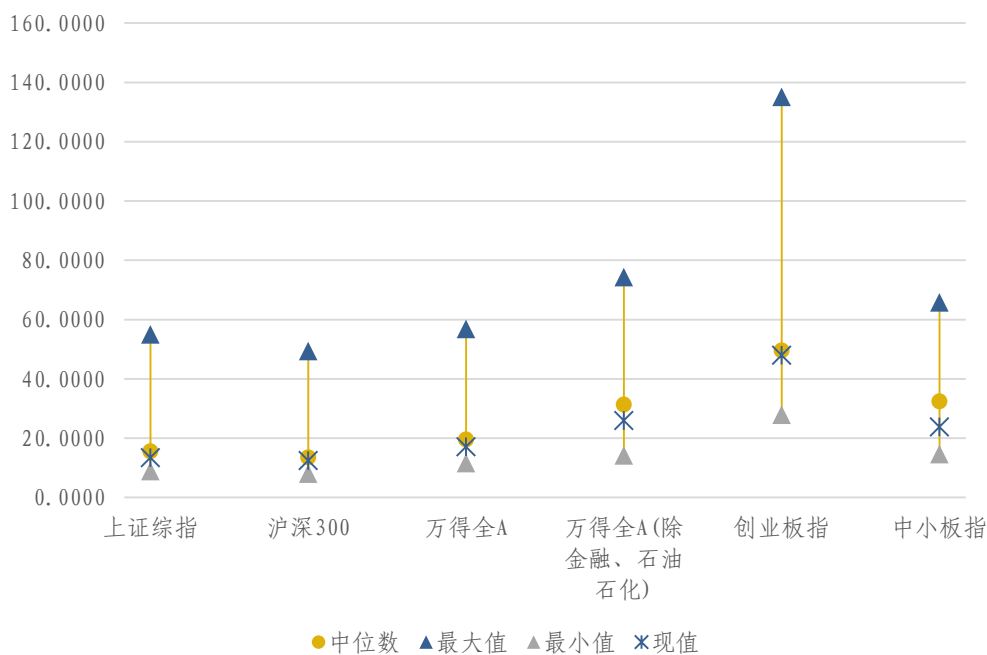
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 美股主要指数估值



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 9: A 股主要指数估值



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 1: 各指数市盈率历史分位

	上证综指	沪深 300	万得全 A	万得全 A(除金融、石油石化)	创业板指	中小板指
A 股	31.8%	36.4%	35.7%	35.9%	45.7%	11.1%
	道琼斯工业平均指数		标普 500 指数		纳斯达克指数	
美股	91.7%		86.7%		78.1%	
	恒生指数	恒生大型股	恒生中型股	恒生小型股	恒生香港 35	恒生中国企业指数
港股	42.0%	51.9%	24.0%	25.2%	52.4%	44.7%

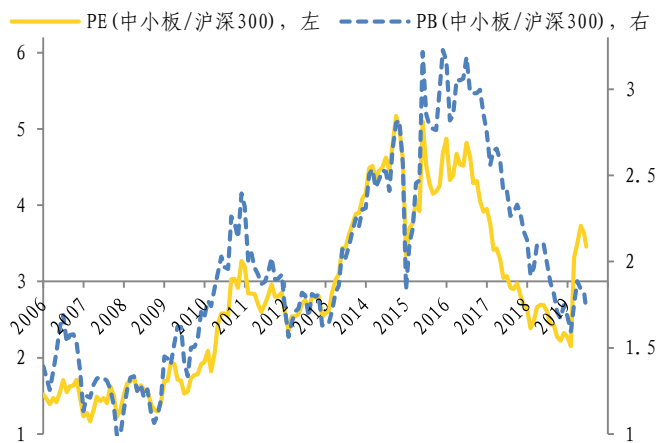
资料来源: wind, 长城证券研究所

2. 市场风格切换

2.1 大小盘和成长价值

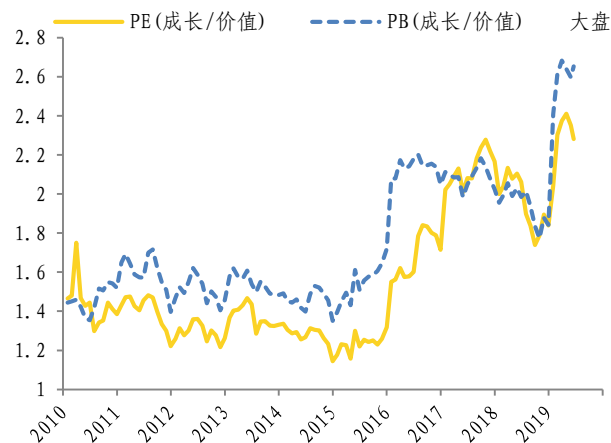
上周中小板和沪深300的市盈率比值从3.54下降到3.50,市净率比值从1.77下降到1.74。本周大盘成长和大盘价值的市盈率比值从2.23上升到2.29,中盘成长和中盘价值的市盈率比值从1.47上升到1.49,小盘成长和小盘价值的市盈率比值从1.58上升到1.60。

图 10: 大小盘风格切换



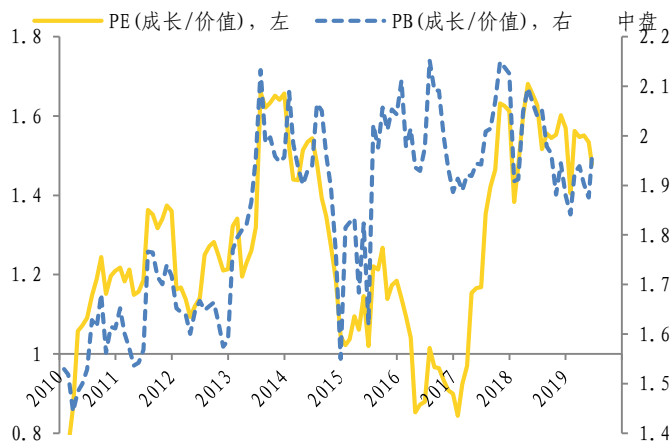
资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

图 11: 大盘成长与大盘价值比较



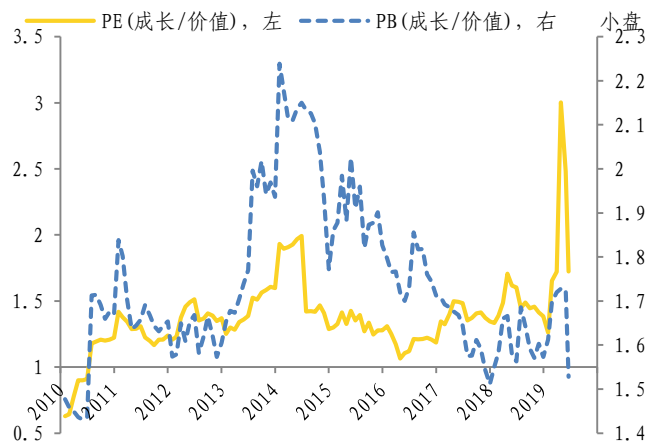
资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

图 12: 中盘成长与中盘价值比较



资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

图 13: 小盘成长与小盘价值比较



资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

2.2 行业风格切换

金融类行业市盈率 9.57 倍，相比 2011 年以来的中位数，高 0.75 倍标准差，市净率 1.16，相比 2011 年以来的中位数，低 0.57 倍标准差；周期类行业市盈率 21.83，高 0.01 倍标准差，市净率 1.59，低 1.19 倍标准差；消费类行业市盈率 30.64，高 0.18 倍标准差，市净率 3.36，低 0.36 倍标准差；成长类行业市盈率 70.39，高 1.85 倍标准差，市净率 2.90，低 1.09 倍标准差；稳定类行业市盈率 14.11，低 0.59 倍标准差，市净率 1.37，低 0.57 倍标准差。

图 14: 金融类行业市盈率和市净率

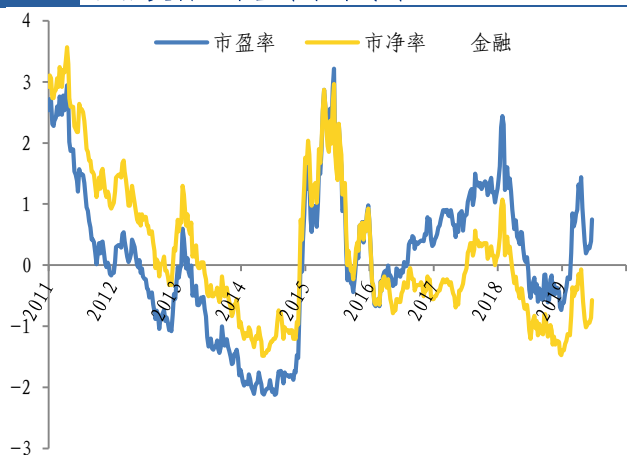


图 15: 周期类行业市盈率和市净率

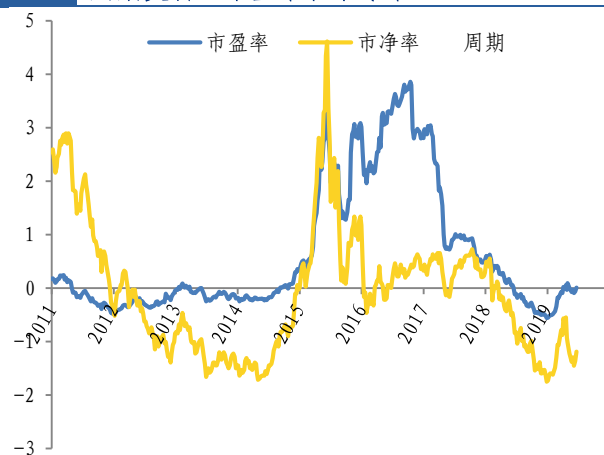


图 16: 消费类行业市盈率和市净率

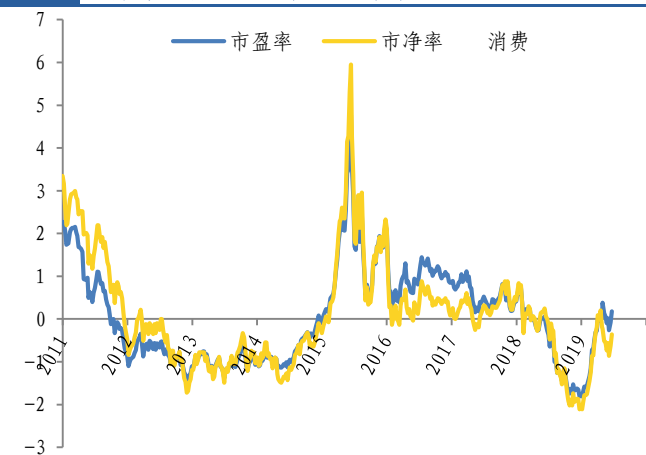


图 17: 成长类行业市盈率和市净率

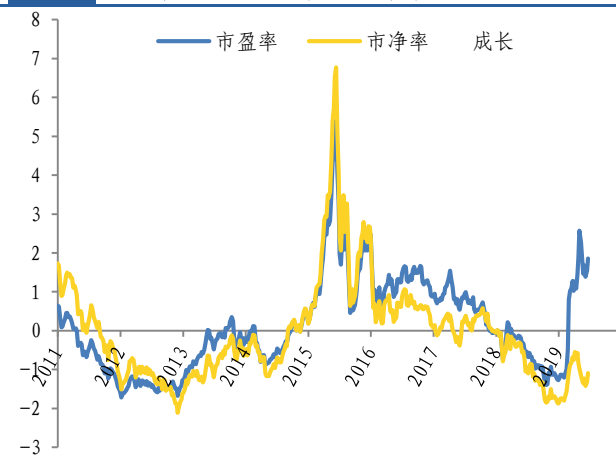
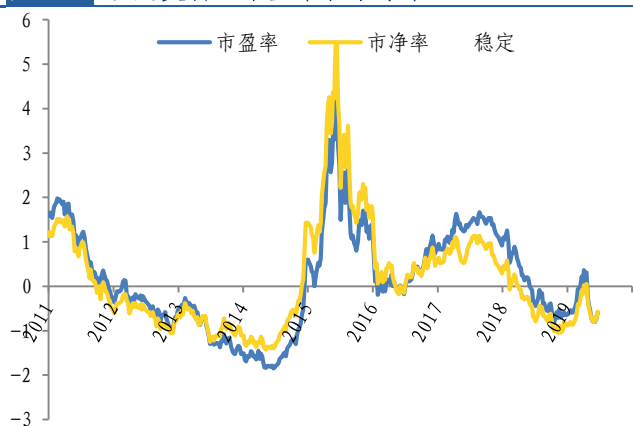


图 18: 稳定类行业市盈率和市净率



资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所

2.3 细分行业估值

农林牧渔、银行、食品饮料、通信市盈率高于历史中位数水平，食品饮料、农林牧渔、家电行业的市净率高于历史中位数水平，其他行业市盈率、市净率估值均低于历史中位数。上周全部行业估值上调，非银上调 10.2%，计算机上调 7.6%，休闲服务、传媒上调超 6%，食品饮料、电子、家电、公用事业、医药生物、交通运输上调超 5%。

图 19: 2011 年以来申万一级行业市盈率和市净率

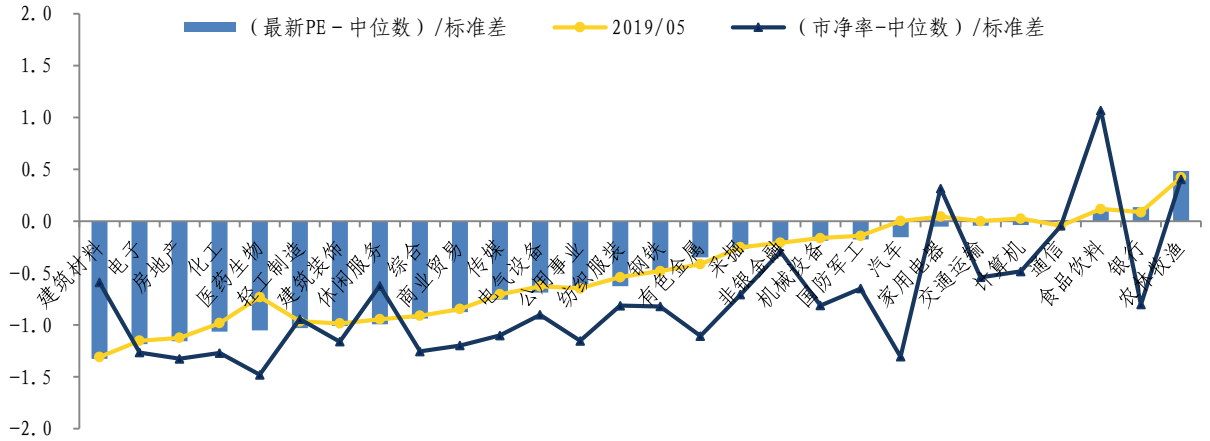


图 20: 2011 年以来申万二级行业市盈率

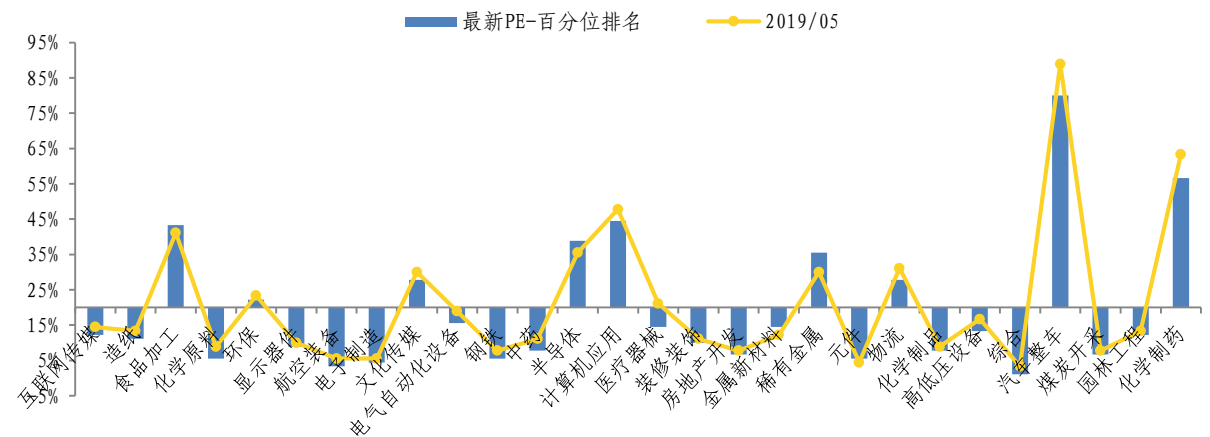
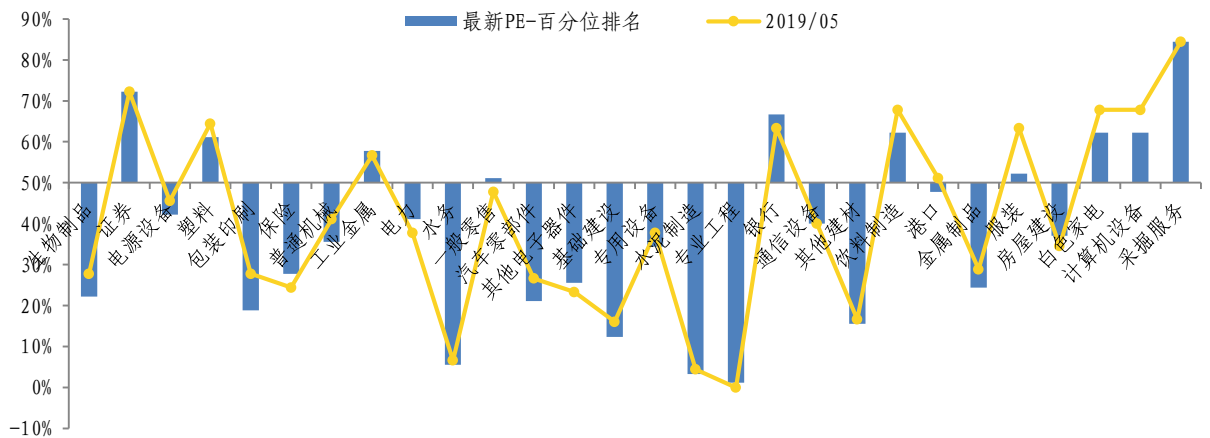


图 21: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)



资料来源: wind 资讯, 长城证券研究所, 按季度交易额筛选部分二级行业

3. 市场风险溢价

6月以来，货币市场质押式回购，1天、7天和14天利率的均值分别为1.86、2.50和2.65，和前一个月相比分别下降37.28bp、下降14.38bp和下降14.11bp。6月以来10年期国债利率均值为3.23，和前一个月相比下降7.31bp，1年期和2年期国债利率分别下降0.46bp、4.48bp，5年期国债利率下降5.86bp。

全部A股整体市盈率的倒数为5.79，减去十年期国债到期收益率，计算风险溢价为2.56%，但是万得全A(除金融、石油石化)整体市盈率的倒数为3.81，计算风险溢价为(0.58%)，从2018年2月份以来风险溢价逐渐上行，至2019年1月达到历史高点，接近历史ERP正二倍标准差。随后逐渐向均值回归，2019年4月起又有回升趋势。当前值和2006年以来的历史中位数相比，高0.75%，低于历史ERP正一倍标准差。

图 22: 货币市场回购利率走势

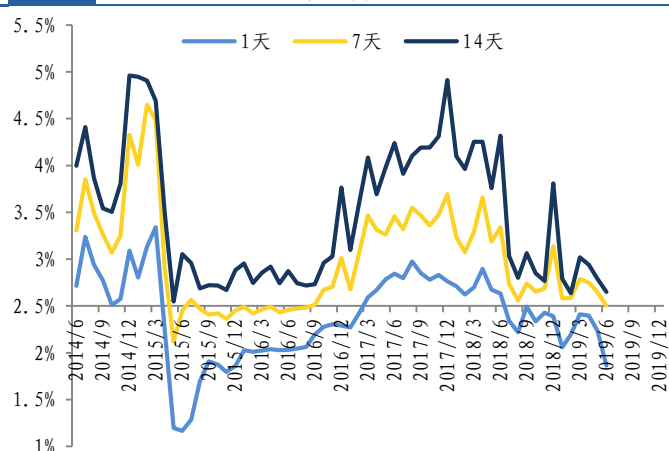


图 24: 股票估值和无风险利率比较

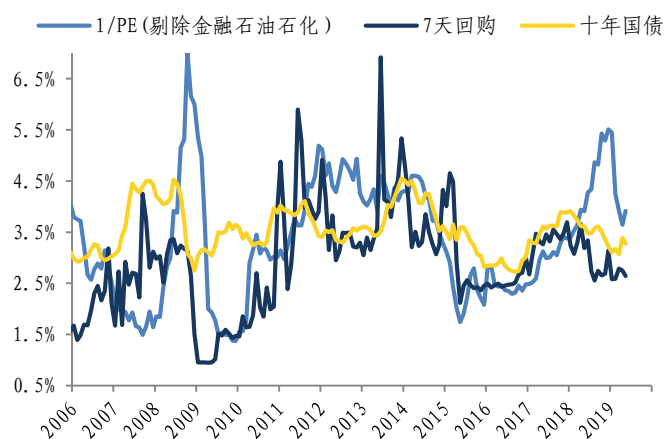


图 23: 债券市场国债利率曲线

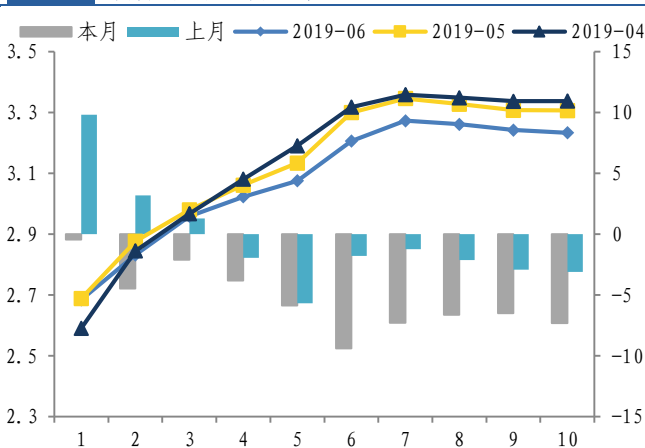


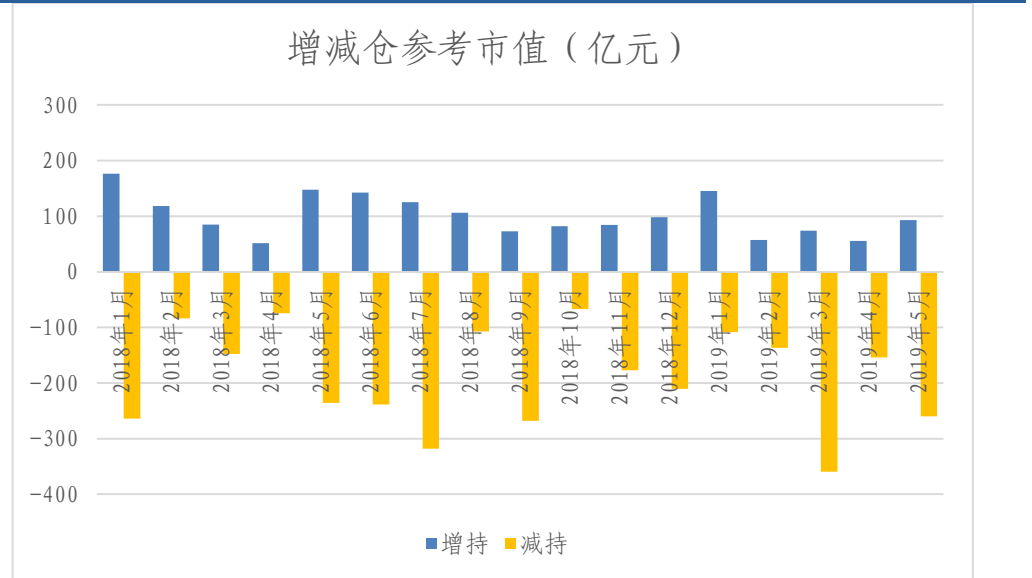
图 25: 股权风险溢价走势



4. 产业资本增减持

截至5月底，产业资本减持259.84亿元，增持93.19亿元，净减持166.65亿元。2018年至今，除2018年2月、10月和19年1月产业资本保持净增持，其他月份产业资本均呈现净减持状态。

图 26: 2018 年至今产业资本增减持参考市值 (亿元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

5. 风险提示

宽松不及预期，全球经济放缓

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



长城证券
GREAT WALL SECURITIES