

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

—— (专题) ——

“估值底”真的就是“市场底”吗？

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

交易 A 股的投资者朋友想必对“估值底”、“政策底”和“市场底”这三个名词不会太陌生。二季度以来，随着行情的接连走弱，市场的估值水平也在不断降低。4 月末开始，陆续有券商研报提出“当前 A 股估值水平已经回到上证综指 2638 点时，估值底大概率有效”的观点，将“估值底”等同于“市场底”看待。

统计数据显示，4 月 27 日全部 A 股 PE 值为 17.52 倍，与 2016 年 1 月 27 日的 17.67 倍基本持平。与此同时，当天各主要指数的 PE 值也纷纷降至历史均值和中位数以下，市场的估值确实处于近十年以来的相对低位。

表 1：主要指数 PE (TTM) (2009 年 1 月 5 日至 2018 年 4 月 27 日)

板块	上证综指	上证 50	沪深 300	中证 500	中小板指	创业板指
PE (TTM)	13.96	10.56	12.88	25.23	29.51	43.58
历史最大值	34.50	27.59	31.91	92.75	64.62	137.86
历史最小值	8.90	6.94	8.01	21.19	20.03	28.81
历史 PE 均值	15.54	11.71	13.98	41.26	32.62	53.41
历史中位数	14.95	10.48	13.07	35.69	32.51	51.24
PE (TTM) 分位	54.52%	51.14%	53.88%	35.26%	66.19%	39.96%

资料来源：wind，一德期权部

然而市场的趋势并没有因为“估值处于底部”而发生扭转。五月中旬后在内外多重因素的共同交织作用下，各大指数再次出现非理性下跌，全部 A 股的 PE (TTM) 从 5 月 22 日的 18.07 倍下降至 7 月 5 日的 15.34 倍，跌幅达 15.12%。观察各大指数五月至七月的走势和对应的估值数据，我们可以得出一个初步的结论：虽然较低的估值意味着较高的安全边际，但以估值的角度确定市场底部并不牢靠。

表 2：主要指数和 PE 值最大跌幅 (2018 年 5 月至 7 月)

板块	上证综指	上证 50	沪深 300	中证 500	中小板指	创业板指
指数最大跌幅	16.42%	15.57%	16.30%	19.62%	18.90%	19.70%
PE 值最大跌幅	13.89%	11.46%	13.57%	18.15%	19.33%	18.80%

资料来源：wind，一德期权部

为什么会出现这样的现象？我们认为可以从技术层面来进行解释：投资者在分析股票市场的估值数据时，往往采用宏观的整体法对各大指数的 PE (TTM) 进行分析，而忽略了从微观的中位数法对个股的 PE (TTM) 进行统计。方法的片面性一定程度上使投资者产生了“当前估值水位与历史底部相比安全边际很高”的错觉，无异于“管中窥豹”。

表 3：主要指数和 PE 值最大跌幅（2018 年 5 月至 7 月）

时间	上证综指	归母净利润	归母净资产	总市值	PE(整体法)	PB(整体法)	PE(中位数)	PB(中位数)
2008/10/28	1664 点	10198.97	65937.48	110638.92	10.85	1.68	15.93	1.66
2012/12/4	1949 点	19101.95	148731.71	194133.86	10.16	1.31	22.28	1.92
2013/6/25	1849 点	20033.98	161156.68	206145.59	10.29	1.28	27.72	2.14
2016/1/27	2638 点	25185.51	231299.00	402075.33	15.96	1.74	43.93	3.91
2018/8/2	2726 点	35097.81	336896.49	484933.19	13.82	1.44	29.39	2.37

资料来源：wind，一德期权部

在表 3 中我们分别用整体法和中位数法统计了 2008 年以来市场底部区域的估值情况。从表 3 的数据我们可以看出，截止 8 月 2 日全部 A 股的 PE（整体法）为 13.82、PB（整体法）为 1.44，与 2016 年 1 月 27 日上证综指 2638 点相比分别下降了 13.41% 和 17.24%。然而从个股中位数角度来看，8 月 2 日的 PE 值和 PB 值分别较 2638 点时下降了 33.1% 和 39.39%，远超过全部 A 股整体法的统计。这一现象正是熊市“末端杀”阶段的写照：指数的估值可能并没有大幅下跌，但个股股价往往“腰斩”。

两者的结果之所以“相去甚远”，是源于个股权重的差异。统计数据显示，全部 A 股中个股数量仅占 2.64% 的金融股（银行和非银金融），市值占比达到 19.56%。这意味着整体法口径下的估值很大程度上要受到金融股的影响，而对于中小市值行业反映不足。而中位数法口径下的估值则避免这一偏差，相对真实的反应出市场实际的估值状况。

表 4：申万一级行业市值分布（2018 年 8 月 2 日数据）

	个股数量	市值	个股占比	市值占比
采掘	61	21906.56	1.73%	4.52%
传媒	149	14707.14	4.22%	3.03%
电气设备	190	14871.63	5.38%	3.07%
电子	222	28606.04	6.28%	5.90%
房地产	129	19213.48	3.65%	3.96%
纺织服装	86	4731.644	2.43%	0.98%
非银金融	67	33113.02	1.90%	6.83%
钢铁	32	7791.883	0.91%	1.61%
公用事业	154	20348.75	4.36%	4.20%
国防军工	49	6403.261	1.39%	1.32%
化工	320	29954.98	9.06%	6.18%
机械设备	319	17516.21	9.03%	3.61%
计算机	202	18302.9	5.72%	3.77%
家用电器	63	11039.8	1.78%	2.28%
建筑材料	72	5883.8	2.04%	1.21%
建筑装饰	124	15753.54	3.51%	3.25%
交通运输	110	19526.95	3.11%	4.03%
农林牧渔	92	7789.378	2.60%	1.61%
汽车	169	16886.63	4.78%	3.48%
轻工制造	123	7404.105	3.48%	1.53%
商业贸易	98	9018.816	2.77%	1.86%
食品饮料	90	26028.48	2.55%	5.37%
通信	106	9432.019	3.00%	1.95%
休闲服务	35	3425.248	0.99%	0.71%
医药生物	283	36838.09	8.01%	7.60%
银行	26	61710.9	0.74%	12.73%
有色金属	118	14243.94	3.34%	2.94%
综合	44	2450.02	1.25%	0.51%
其他	1	33.96	0.03%	0.01%
全部 A 股	3534	484933.2	100%	100%

资料来源：wind，一德期权部

实际上，无论市场处在任何时点，都有乐观和悲观的理由。投资者更应该关注每个时点相对量的改变，即边缘预期的变化，而非绝对量的情况。较低的估值水平证明了市场不存在被系统性高估的风险，但不是促使行情止跌上涨的理由。从长期角度（一年以上）来看，在宏观经济平稳的背景下，较低的绝对估值水平为价值投资者提供了不可多得的进场良机。但就短期而言，改变估值上和下的因素，比估值本身更为重要。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel：021-6257 3180  
一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206  
一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932  
一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023  
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期  
货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel：0533-3586 709  
一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-578 5511  
一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel：0535-2163353/2169678