

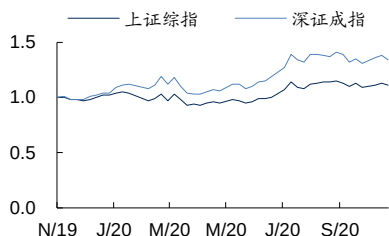
证券研究报告—深度报告

投资策略

多维度估值观察

2021年8月15日

一年沪深300与深圳成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	12.257
创业板/月涨跌幅(%)	3.046
AH 股价差指数	2.467
A 股总/流通市值(万亿元)	80.85/59.47

证券分析师：燕翔

电话：010-88005325

E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：朱成成

电话：0755-81982942

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080010

证券分析师：许茹纯

电话：021-60933151

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080007

联系人：金晗

电话：010-88005150

E-MAIL: jinhao@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

深度报告

高成长消化高估值

● 策略观点：高成长消化高估值

核心观点：近期海外股市的估值水平出现大幅降低，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数的市盈率接近减半，快速向疫情前正常水平靠拢。这表明估值往往是交易的结果而非原因，正是因为预期盈利修复可以快速消化估值，海外股市才能在近一年里保持极高的估值水平。对于 A 股而言，相似的事情正在上演。2020 年以来，基金重仓股持续向高估值品种切换。虽然这种调仓大幅提升了重仓股估值水平，但同时又可以观察到业绩的高成长正在持续消化高估值。往后看，部分热门板块出现类似海外股市的短期高估值并不是关键，更加值得关注的是公司未来业绩的成长性和确定性。成长性影响估值的上限空间，而确定性则关系到高估值可能持续的时间。

● A 股整体估值分化再加剧

A 股整体估值中位数近期小幅走高，同时内部估值分化再次加剧。截至 2021 年 8 月 12 日，全部 A 股市盈率 (TTM) 中位数为 34.7 倍 (剔除负值，下同)，当前估值处于自 2000 年以来的 29% 历史分位数附近。A 股市盈率 75 分位数和 25 分位数的比值为 3.26 倍，处于自 2000 年以来的 84% 历史分位数附近。

● 基金重仓股相对估值重拾升势

随着基金二季报的披露，可以看到基金重仓股持续向高估值品种切换。国内主要指数中，沪深 300 指数估值小幅下降，其余指数估值中位数均小幅上升。前 100 名基金重仓股的市盈率中位数为 56.3，处于 2010 年至今的 84% 的历史分位数处，相对市盈率为 1.62，位于 96% 的历史分位数，处于历史较高水平。

● 海外市场估值显著下行

7 月份以来海外市场经济复苏明显，海外股市估值快速向疫情前正常水平接近。在整体法计算的全球主要股票市场估值比较中恒生指数市盈率最低，沪深 300 指数估值水平与之相近。法国、德国、日本等股票市场估值下行明显。

● 行业间估值差异再次加剧

从行业内部的市盈率中位数来看，多数行业当前估值偏低。25 个一级行业市盈率中位数均低于历史中枢，国防军工和通信估值上升较多，食品饮料估值下降明显。从行业相对 A 股市盈率 (行业市盈率中位数除以 A 股市盈率中位数) 来看，各行业相对估值两极分化严重。13 个行业的相对市盈率在历史中枢之上，国防军工、通信相对估值较高，电气设备的相对市盈率历史分位数已接近历史最高水平。从市盈率 75 分位数和 25 分位数的比值来看，多数行业内部估值分化程度严重。18 个行业的内部分化程度超过历史均值，房地产、建筑装饰和建筑材料内部分化程度分别为 4.1、3.7 和 3.6，位于历史分位数的 87%、86% 和 78%。分板块来看，上游原材料：所有行业估值全面提升。中游工业品：军工和电气设备估值大幅上涨，机械设备估值小幅上涨，轻工、交运估值小幅下跌。下游消费品：食品饮料和休闲服务行业降幅明显，医药生物、家用电器估值有小幅下降。大金融板块：估值持续走低，处于历史极低水平。TMT 板块：电子、通信行业估值大幅提升，计算机行业小幅提升，传媒行业估值大幅降低。

● 风险提示

历史经验不代表未来，经济增速下行，通胀超过预期

内容目录

高成长消化高估值	6
重仓股持续向高估值切换	6
A 股估值分化再次加剧	7
重仓股相对估值高位震荡	8
A 股估值研究系列报告观点回顾	9
A 股整体：估值分化再加剧	10
A 股整体估值小幅提高	10
A 股估值分化持再度加剧	10
A 股非金融估值分化上升	11
基金重仓股相对估值重拾升势	12
主要指数估值与分化程度对比	12
沪深 300 指数：估值小幅下降	14
中证 500 指数：估值持平，分化加大	15
中证 1000 指数：整体估值上升，分化持续加剧	16
创业板：相对估值持续提升	17
基金重仓股：相对估值重拾升势	18
海外市场估值显著下行	22
市盈率：全球市场估值普遍下行	22
市净率：恒生指数处于价值洼地	23
历史分位数：沪深 300 指数 PE、PB 处于历史中等水平	23
一级行业：估值分化再次加剧	24
多数行业市盈率中位数低于历史中枢	24
行业相对市盈率两极分化严重	24
18 个行业内部分化程度超过历史均值	25
各行业估值历史数据一览	27
上游原材料：估值全面提升	27
中游工业品：军工和电气设备估值大涨	29
下游消费品：多数行业估值下降明显	31
大金融板块：估值持续降低	34
TMT 板块：电子、通信估值大幅提升	35
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 主动管理型权益类公募基金前 400 名重仓股市盈率中位数变化	6
图 2: 主动管理型权益类公募基金前 400 名重仓股市净率中位数变化	7
图 3: 2019 年底以来全部 A 股市盈率 75 分位数÷25 分位数	7
图 4: 基金重仓股相对市盈率高位震荡	8
图 5: 2000 年至今全部 A 股市盈率中位数 (TTM)	10
图 6: 2000 年至今全部 A 股市盈率 75 分位数÷25 分位数	10
图 7: 2000 年至今全部 A 股非金融市盈率中位数 (TTM)	11
图 8: 2000 年至今全部 A 股非金融市盈率 75 分位数÷25 分位数	11
图 9: 主要指数估值水平与历史分位数	12
图 10: 主要指数估值分化程度与历史分位数	13
图 11: 主要指数市盈率中位数走势对比	13
图 12: 2005 年至今沪深 300 市盈率中位数	14
图 13: 2005 年至今沪深 300 内部估值分化趋势	14
图 14: 2007 年至今中证 500 市盈率中位数	15
图 15: 2007 年至今中证 500 内部估值分化趋势	15
图 16: 2015 年至今中证 1000 市盈率中位数	16
图 17: 2015 年至今中证 1000 内部估值分化趋势	16
图 18: 2010 年至今创业板市盈率中位数 (TTM)	17
图 19: 2010 年至今创业板板块内市盈率 75 分位数÷25 分位数	17
图 20: 2000 年至今创业板相对市盈率 (创业板除以 A 股市盈率中位数)	18
图 21: 基金重仓股 TOP100 市盈率中位数变化	18
图 22: 基金重仓股 TOP100 相对市盈率中位数变化	18
图 23: 基金重仓股 TOP100 市净率中位数变化	19
图 24: 基金重仓股 TOP100 相对市净率中位数变化	19
图 25: 基金重仓股 TOP100 市盈率分化程度	19
图 26: 基金重仓股 TOP100 市净率分化程度	19
图 27: 基金重仓股 TOP400 市盈率中位数	19
图 28: 基金重仓股 TOP400 相对市盈率	19
图 29: 基金重仓股 TOP400 市净率中位数	20
图 30: 基金重仓股 TOP400 相对市净率中位数	20
图 31: 基金重仓股 TOP400 市盈率分化程度	20
图 32: 基金重仓股 TOP400 市净率分化程度	20
图 33: 全球主要股票市场市盈率对比	22
图 34: 全球主要股票市场市净率对比	22
图 35: 全球主要股票市场市盈率及分位数	23
图 36: 全球主要股票市场市净率及分位数	23
图 37: A 股各行业市盈率中位数及其历史分位数	24
图 38: A 股各行业相对市盈率及其历史分位数	24
图 39: 各行业板块内部估值分化程度及历史分位数	25
图 40: 当前市场及各行业估值及相对估值情况 (估值指标均参考市盈率)	26

图 41: 2001 年以来有色金属市盈率中位数.....	27
图 42: 2001 年以来有色金属行业内估值分化趋势.....	27
图 43: 2001 年以来钢铁市盈率中位数.....	27
图 44: 2001 年以来钢铁行业内估值分化趋势.....	27
图 45: 2001 年以来采掘行业市盈率中位数.....	28
图 46: 2001 年以来采掘行业内估值分化趋势.....	28
图 47: 2001 年以来化工行业市盈率中位数.....	28
图 48: 2001 年以来化工行业内估值分化趋势.....	28
图 49: 2001 年以来公用事业市盈率中位数.....	28
图 50: 2001 年以来公用事业行业内估值分化趋势.....	28
图 51: 2001 年以来轻工制造行业市盈率中位数.....	29
图 52: 2001 年以来轻工制造行业内估值分化趋势.....	29
图 53: 2001 年以来交通运输行业市盈率中位数.....	29
图 54: 2001 年以来交通运输行业内估值分化趋势.....	29
图 55: 2001 年以来国防军工行业市盈率中位数.....	30
图 56: 2001 年以来国防军工行业内估值分化趋势.....	30
图 57: 2001 年以来电气设备市盈率中位数.....	30
图 58: 2001 年以来电气设备行业内估值分化趋势.....	30
图 59: 2001 年以来机械设备市盈率中位数.....	30
图 60: 2001 年以来机械设备行业内估值分化趋势.....	30
图 61: 2001 年以来建筑材料市盈率中位数.....	31
图 62: 2001 年以来建筑材料行业内估值分化趋势.....	31
图 63: 2001 年以来休闲服务行业市盈率中位数.....	31
图 64: 2001 年以来休闲服务行业内估值分化趋势.....	31
图 65: 2001 年以来食品饮料行业市盈率中位数.....	32
图 66: 2001 年以来食品饮料行业内估值分化趋势.....	32
图 67: 2001 年以来医药生物市盈率中位数.....	32
图 68: 2001 年以来医药生物行业内估值分化趋势.....	32
图 69: 2001 年以来家用电器行业市盈率中位数.....	32
图 70: 2001 年以来家用电器行业内估值分化趋势.....	32
图 71: 2001 年以来商业贸易行业市盈率中位数.....	33
图 72: 2001 年以来商业贸易行业内估值分化趋势.....	33
图 73: 2001 年以来建筑装饰行业市盈率中位数.....	33
图 74: 2001 年以来建筑装饰行业内估值分化趋势.....	33
图 75: 2001 年以来农林牧渔市盈率中位数.....	33
图 76: 2001 年以来农林牧渔行业内估值分化趋势.....	33
图 77: 2001 年以来汽车行业市盈率中位数.....	34
图 78: 2001 年以来汽车行业内估值分化趋势.....	34
图 79: 2001 年以来银行市盈率中位数.....	34
图 80: 2001 年以来银行内估值分化趋势.....	34
图 81: 2001 年以来非银金融市盈率中位数.....	34
图 82: 2001 年以来非银金融行业内估值分化趋势.....	34
图 83: 2001 年以来房地产行业市盈率中位数.....	35

图 84: 2001 年以来房地产行业估值分化趋势	35
图 85: 2001 年以来综合行业市盈率中位数	35
图 86: 2001 年以来综合行业内估值分化趋势	35
图 87: 2001 年以来计算机市盈率中位数	35
图 88: 2001 年以来计算机行业内估值分化趋势	35
图 89: 2001 年以来电子行业市盈率中位数	36
图 90: 2001 年以来电子行业内估值分化趋势	36
图 91: 2001 年以来通信行业市盈率中位数	36
图 92: 2001 年以来通信行业内估值分化趋势	36
图 93: 2001 年以来传媒行业市盈率中位数	36
图 94: 2001 年以来传媒行业内估值分化趋势	36
表 1: 2021Q2 主动管理型权益类基金前 30 名重仓股的估值水平	21

高成长消化高估值

近期，海外股市的估值水平出现明显降低。7月初法国CAC40指数、德国DAX指数的市盈率（TTM）分别高达45倍、33倍。在全球经济复苏刺激下，上市公司盈利明显好转。随着定期财报的陆续披露，法国CAC40指数、德国DAX指数的市盈率快速向疫情前正常水平靠拢，目前已降至26倍、18倍，从估值极高的历史分位数水平恢复至正常水平，标普500指数、日经225指数亦有明显的下降。

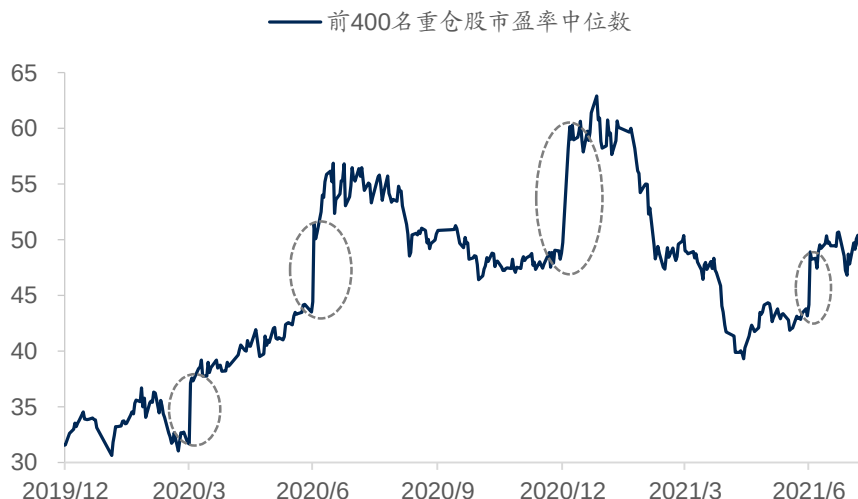
由此带来启发，估值往往是交易的结果，而非原因。海外投资者之所以在CAC40指数、DAX指数达到历史极高值时继续持有，是因为预计上市公司业绩将很快修复，可以通过高成长快速消化估值压力。对于A股而言，相似的事情正在上演。2020年初以来，我们看到基金重仓股的持仓持续向高估值品种切换，虽然这种切换大幅提升了基金重仓股的估值水平，但在每一轮调仓后又看到重仓股凭借业绩的高成长持续消化估值。往后看，部分板块出现类似海外股市的短期高估值并不是关键，更加值得关注的是公司未来业绩的成长性和确定性。成长性影响估值的上限空间，而确定性则关系到高估值可能持续的时间。

重仓股持续向高估值切换

2020年年初以来，A股市场开始频繁出现极端分化行情，机构投资者的行为变得更加受关注。通过对市场进行多维度的估值观察，我们看到基金重仓股正在持续向高估值品种切换。以主动管理型权益类公募基金前400名重仓股市盈率中位数变化为例，我们看到2020年一季度、2020年二季度、2020年四季度、2021年二季度发生了明显的调仓行为，且都是从低估值品种向高估值品种切换。

截至2021年8月12日，前400名重仓股市盈率（TTM）中位数为49.9倍（剔除负值，下同），位于自2010年以来82%的历史分位点，处于历史较高水平。

图1：主动管理型权益类公募基金前400名重仓股市盈率中位数变化

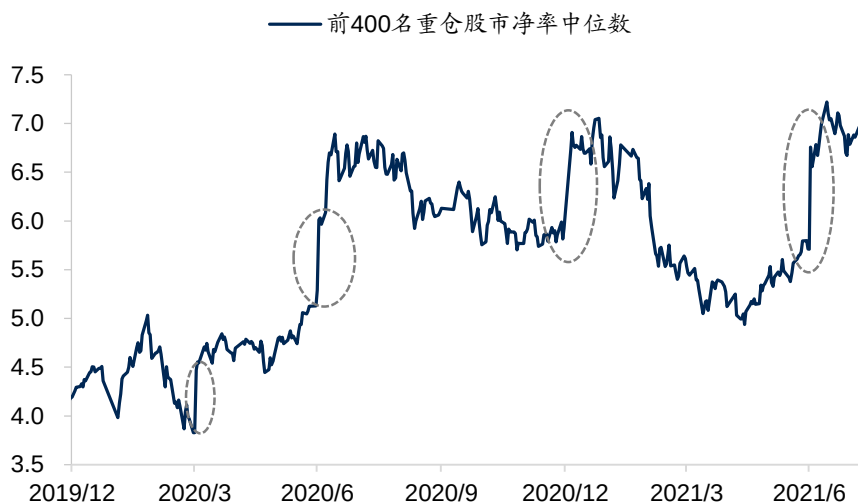


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

由于2020年许多上市公司盈利变化较大，上图虚线框中的重仓股市盈率变化可能不仅受调仓行为的影响，还会受到各季度财报披露的影响（实际上影响有限，我们统计的基金持仓变化在1天内完成，而财报披露往往延续1个月至4个月）。为了减弱这种影响，我们可以用市净率取代市盈率进行观察。

通过对主动管理型权益类公募基金前 400 名重仓股市盈率中位数变化进行观察，我们同样看到 2020 年以来发生了明显的低估值品种向高估值品种切换行为。具体来看，2020 年一季度、2020 年二季度、2020 年四季度、2021 年二季度发生了明显的调仓行为。比较前 400 名重仓股市盈率和市净率变化，一个很重要的区别是 2021 年 4 月底，随着 2021 年一季报的披露，市盈率受到盈利修复的影响出现了大幅降低，而市净率变化较小，更纯粹地反映出短期估值的变化。截至 2021 年 8 月 12 日，前 400 名重仓股市净率（TTM）中位数为 7.0 倍（剔除负值，下同），位于自 2010 年以来 96% 的历史分位点，处于历史极高水平。

图 2：主动管理型权益类公募基金前 400 名重仓股市净率中位数变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

A 股估值分化再次加剧

今年 5 月以来 A 股呈现明显的结构化行情，以创业板指为代表的成长股大幅跑赢以上证 50 为代表的价值股，以新能源板块为代表的热门板块涨幅更是一马当先，估值分化再次加剧。从 A 股估值分化情况来看，估值分化程度自 5 月中旬以来持续上升。截至 8 月 12 日，A 股市盈率 75 分位数和 25 分位数的比值为 3.26 倍，处于 2000 年至今历史分位数 84% 位置，位于较高的历史分位数水平。

图 3：2019 年底以来全部 A 股市盈率 75 分位数 ÷ 25 分位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

重仓股相对估值高位震荡

基金重仓股的相对估值水平自春节后以来快速下降。截至 2021 年 8 月 12 日，前 400 名基金重仓股的相对市盈率和相对市净率(基金重仓股估值中位数÷全部 A 股估值中位数)分别为 1.44 和 2.45, 分别位于 2010 年以来 97.5%和 97.7%的历史分位点。基金重仓股的相对估值水平自春节后以来，在股价调整和盈利修复的影响下快速下降。2021 年二季度调仓后，基金重仓股相对估值有了明显提升，在新的平台持续震荡。我们认为估值分化的中枢水平适当抬高可能成为新的常态，基金重仓股的相对市盈率很难再回到以前的平台附近。

图 4: 基金重仓股相对市盈率高位震荡



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总的来看，我们认为无论是 A 股的整体估值分化收敛还是基金重仓股相对估值的回落都已基本告一段落。由于经济结构的变化，新的合理区间较过去的平台位置有所抬升，但除非外部环境发生巨大变化，否则这样的估值分化可能就是一个常态。在估值分化没有再次走向极端的情况下，单纯由估值高点或低点引起的只可能是交易性机会，对应短暂的修复或调整，而很难有趋势性机会。在新的格局及产业趋势下，经营良好、前景广阔的优质公司可以获得一定的估值溢价，不应过度依赖于估值“均值回归”的逻辑，而应当把握趋势性的大机会。

展望未来，我们认为未来中国经济发展将有三个明确的方向：一是经济发展驱动力

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25194

