



相关研究

《A 股上市公司收入成长的均值回归现象及其运用》

《A 股上市公司毛利率的均值回归及选股实证》

上市公司估值指标的稳定性与选股识别度

- 本文研究了行业内部股票估值指标的稳定性，以及估值指标在不同行业内的**选股识别度**。我们发现 PE 和 PB 指标在各行业中，和毛利率指标类似，具有很好的稳定性，股票估值水平在行业中的相对位置会保持一段时间，即高估值或是低估值股票依然会维持这种估值风格，很少发生较大的变动。
- 估值指标不是一个普遍适用的行业选股指标。观察近一年不同估值股票的平均收益表现，我们发现估值指标的选股识别度在不同行业中不尽相同，有些有效有些无效，而 PE、PB 的选股能力也有差异，估值与收益的相关性方向亦存在区别。
- 若不考虑市场环境的影响，观察较长时间的历史表现，行业内**低估股票相对高估股票确实存在着一定的超额收益**。尽管从短期来看，在一些行业中，估值指标并不具备较好的选股能力。这对价值股的长期投资价值予以肯定。
- 估值指标在不同行业中的**选股识别度有所差异**。从最近的市场表现判断，（1）在机械、汽车与零配件、旅游、商贸、煤炭、食品这些行业中，无论从 PE 或者 PB 的角度来看，低估股票都具有相对较好的投资价值。（2）估值指标在建筑行业的历史上，并没有表现出优秀的择股能力，但最近值得关注快速崛起的高 PB 股票。（3）金融行业中，估值指标对于选股基本无效；地产行业中，估值指标虽然在历史上表现优异，但自 09 年开始，不同估值组合的净值曲线和行业走势基本持平，没有超额收益的存在
- 在个别行业中，**超额收益对于一种估值指标的敏感性会明显强于另一种估值指标，甚至可能会仅对一种指标具有敏感度**。如在汽车与零配件和旅游行业中，PE 指标虽然具备了一定的选股能力，但 PB 非常显著的具有更卓越的选股识别度。而在家电行业中，仅 PE 这个估值指标能够识别超额收益组合；传媒行业中，仅 PB 指标有效。
- 通过对估值指标的一系列研究，我们希望能够找到那些估值指标开始有效或者依然有效的行业，并给出在这些行业中估值与收益究竟呈现正向还是负向关系的提示，以此为投资者提供有价值的参考。



目 录

1. A股上市公司估值指标的稳定性	2
2. 估值指标近期的行业内选股识别度	3
3. 估值指标历史上的选股识别度表现	4
3.1 数据描述	4
3.2 高低估值组合的收益差分布	4
3.3 高低估值组合的累计收益表现	5
4. 主要结论.....	8

在之前的研究中，我们对营业收入增长、毛利率的均值回归现象以及与涨跌幅的关系进行了研究。考虑到估值指标在选股中也是相当重要的参考依据，这里将采用类似的方法对估值指标（包括 PE、PB）进行深入的分析。本文将从估值指标的稳定性以及指标在行业内选股的识别度，即指标与后期股票收益的关系这两个方向进行研究。

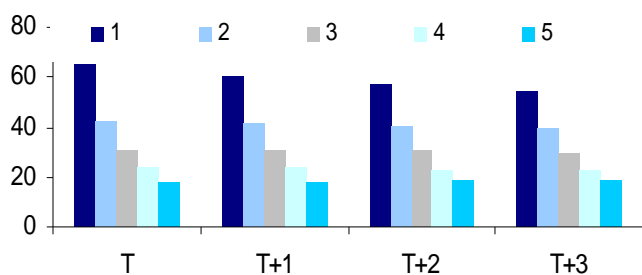
在指标选股识别度这个方向，我们先通过观察最近一年，高估值以及低估值股票在不同行业内的平均收益对比，来简单判断估值指标是否能够区分出行业内收益走强以及走弱的股票。如果估值指标确实能够起到这样的区分作用，我们会进一步考察在较长的可得历史上，估值指标在不同行业内选股能力的表现。将分别从整体历史上不同估值组合的收益分布，以及时间序列上选股组合累计收益的表现这两个维度展开。

1. A股上市公司估值指标的稳定性

我们采用《A股上市公司收入增长的均值回归及其运用》、《A股上市公司毛利率的均值回归及选股实证》中的研究方法，研究股票估值指标的稳定性。由于估值水平在不同的市场环境下差异较大，我们主要观察最近一年的估值变动。统计了A股市场所有上市公司从2009年8月以来的月度估值数据，剔除st公司以及异常数据（如PE、PB为负值或极大值）。将股票按照海通二级行业标准分类，每年更新一次行业分类，得到行业内的股票估值数据集。

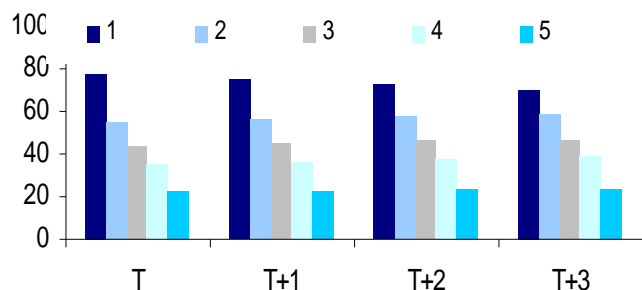
对数据集的处理方法与前期报告中一致，按照行业内股票当月末的估值对股票进行排序分档，观察不同档的股票，其估值水平在随后3个月的变化情况，据此来观察各行业估值指标的稳定性。下列图表中，我们以市值较大的地产和机械行业为例，列出了PE以及PB的分级情况。其中第一档，为估值最高档，第五档为估值最低档。

图 1 房地产行业 PE 分级情况



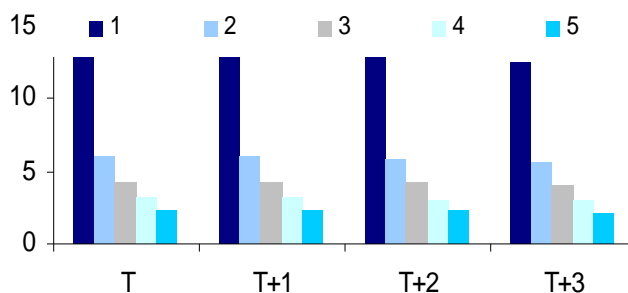
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 3 机械行业 PE 分级情况



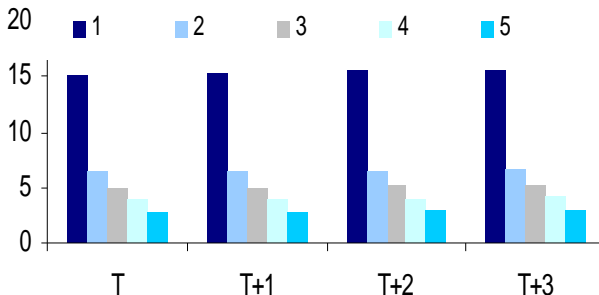
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 2 房地产行业 PB 分级情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 4 机械行业 PB 分级情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

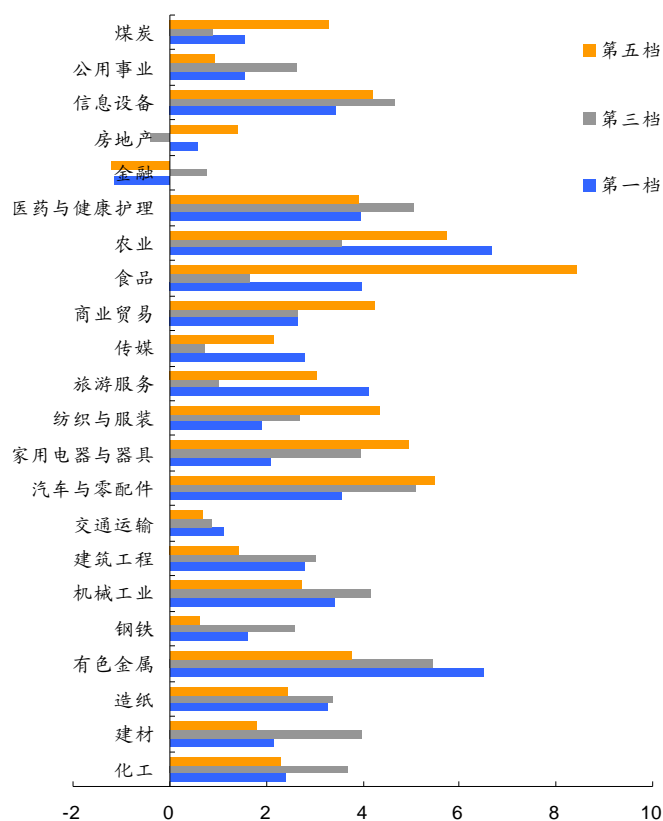
其他行业都具有极为类似的现象。从直观图上，我们可以得出以下结论：

各行业的 PE 以及 PB 都和毛利率指标类似，具有很好的稳定性。估值最高即第一档公司，其估值水平在行业中始终维持在较高的位置；而第五档公司，其估值水平也始终会低于行业的平均水平，基本不存在反转的可能。由此来看，股票在行业内的估值水平作为它的一种风格，不会在短时期内发生大的变化。

2. 估值指标近期的行业内选股识别度

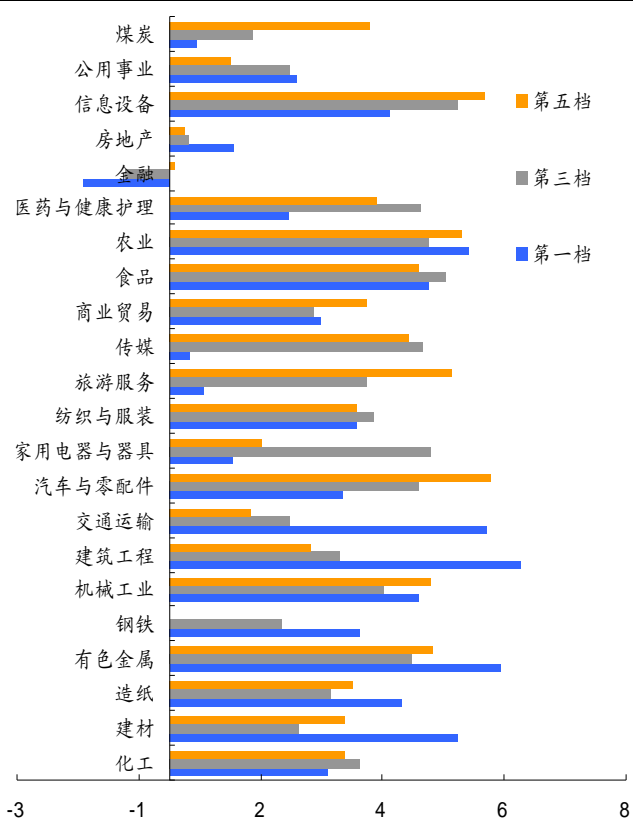
前面的研究验证了估值指标在行业内的稳定性，而对于选股而言，我们更关心的是这个指标的优劣势是否能够在股价上有所反应，譬如低估值的股票是否确实存在上涨空间，高估值的股票是否具有较大的下跌风险。故而在接下来的研究中，我们进一步考察估值指标与股票收益的关联度。我们先简单的观察最近一年估值指标在选股中的作用，看其能否区别出不同价值的股票，之后再进一步考察估值指标在历史上以及不同行业内，其选股识别度的变化。所使用的方法与之前检验均值回归的方法基本相同，只是将后期的观察数据换为下一个月股票的收益。综合不同时间维度以及行业内的个股信息，计算在最近一年中，各个行业内，不同档股票的平均收益水平。在下图中，列出了行业内估值最高、最低以及估值居中的三档股票的平均收益情况，其中不包含一些市值较小或是样本股过少的行业。

图 5 行业内不同 PE 水平的股票收益情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 6 行业内不同 PB 水平的股票收益情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

从最近一年的跟踪情况来看，估值指标在不同行业内，选股识别度存在较大的差异，PE 以及 PB 指标的表现，也不尽相同。主要有以下规律：

(1) 在化工、造纸、机械、农业这几个行业中，两种估值指标的表现都差强人意，其所区分出的不同档股票，在最近一年中，从平均收益来看，并没有体现出较大的差异。

(2) 单从 PE 指标来看, 在商贸、食品、纺织、家电、汽车与零配件这几个大消费类行业, PE 指标相对于股票收益具有比较好的单调性, 即高 PE 股票收益明显弱于低 PE 股票收益。而 PB 指标与股票收益存在明显正向关系的行业主要有煤炭、信息设备、旅游、汽车与零配件等。

(3) 在强周期行业譬如交运、建筑工程、有色和建材中, 我们发现, 在最近一年, 高估值的股票相对于低估股票, 往往具有比较好的超额收益。

(4) 在两大权重板块金融和地产行业中, 估值指标的选股识别度并不明显, 只是在金融板块中低 PB 组合表现良好的抗跌性, 这可能与市场环境有一定的关系。房地产调控和流动性收缩的双重打压已经让金融股和地产股萎靡了近一年, 在政策的系统性风险下, 估值水平跟投资收益的关联度被削弱。

总体来看, 在多数行业中, 通过估值指标所构造的行业内股票组合, 其收益都存在较大差异, 这就说明了这类指标对于选股确实存在着较好的识别度。接下来我们进一步考察, 估值指标在历史上的选股识别度的变化以及累计表现。

3. 估值指标历史上的选股识别度表现

3.1 数据描述

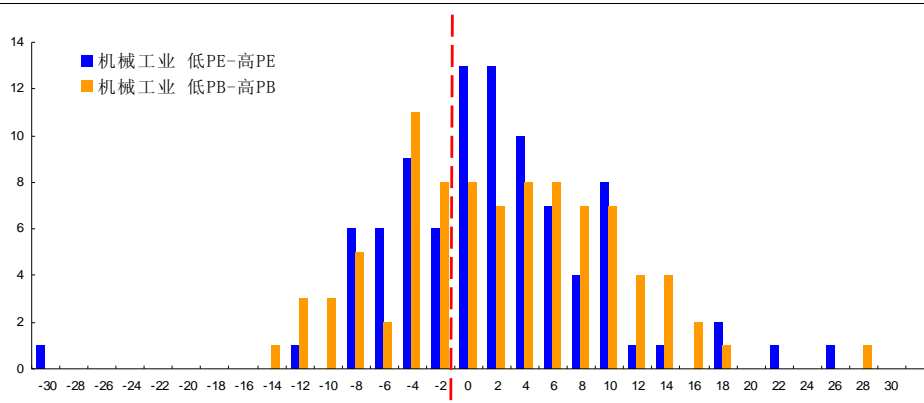
在海通二级行业分类中, 从 2003 年 5 月开始, 可以根据每个月末的最新估值指标构建行业内高 PE、低 PE、高 PB、低 PB 组合, 分别为 PE 最高 20% 的股票组合, PE 最低 20% 的股票组合, PB 最高 20% 组合, PB 最低 20% 组合。PE 以及 PB 指标的更新, 都采用实际所能够取得的最新的财报数据进行计算。将组合内的样本股按照流通市值加权, 月度调整组合样本, 观察组合的收益数据, 以及组合净值和行业指数净值之间的相对强弱走势。

3.2 高低估值组合的收益差分布

首先我们不考虑时间因素, 从整体历史上观察估值指标的选股作用。将所构造的低 PE 组合收益减去高 PE 组合收益, 低 PB 组合收益减去高 PB 组合收益, 把不同时间点上的这些收益差作为数据集进行统计, 来观察相对收益差的历史分布情况。

图中红色虚线代表收益差为 0 的分界点, 观察近一年的综合表现, 估值指标在某些行业中并不具备较好的选股识别度。但从较长的历史表现观察, 如图 7 中机械行业的例子, (低估值-高估值) 的收益分布, 存在着右偏现象, 即低估股票存在着正向超额收益。其他几个行业情况相似, 不一一枚举。

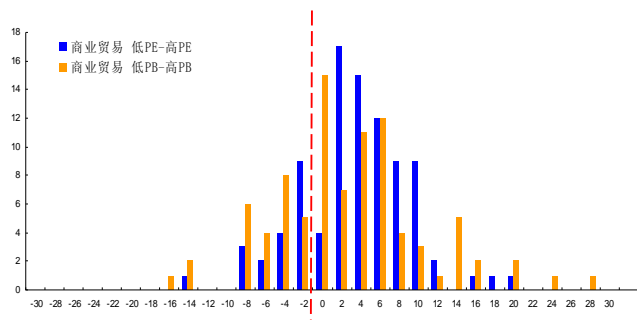
图 7 机械: 相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

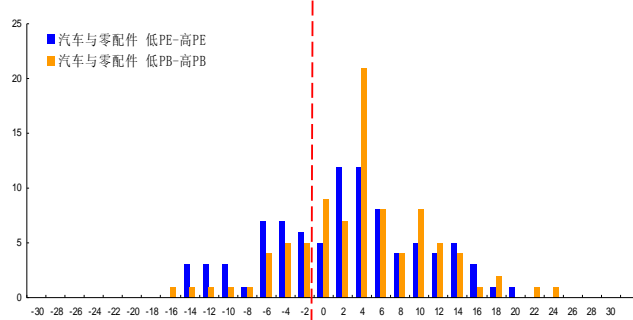
在那些低估股票近一年表现较好的行业（商贸、食品、纺织、家电、汽车与零配件、煤炭、信息设备、旅游）中，以商贸和汽车行业为例，在图 8 与图 9 中，也明显看到了股票收益差分布的右偏现象。在这些行业中，股价在近一年中与估值的联动关系符合历史上的一贯规律。

图 8 商业贸易：相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

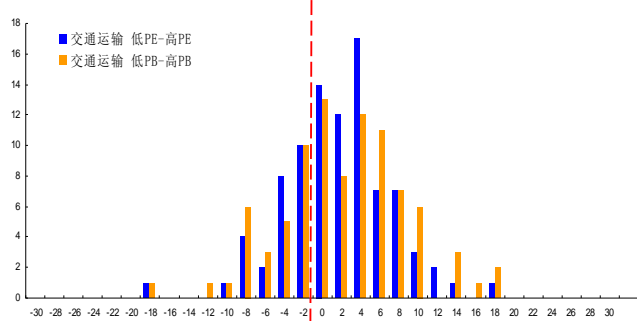
图 9 汽车与零配件：相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

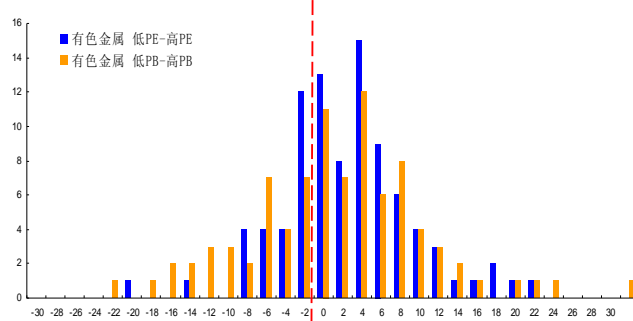
值得关注的是，在个别行业如交运和有色中，高估股票近期表现较好，这个在第二部分我们也发现了。然而他们的历史分布图和前面几个行业并无差异，即低估股票仍然能够大概率战胜高估股票。

图 10 交通运输：相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 11 有色金属：相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

总体来看，无论估值指标在近期对于股价有着何种影响，综合较长的历史表现，低估股票相对于高估股票，存在着一定的正向超额收益。这也是对价值投资长期时效性的一种肯定。

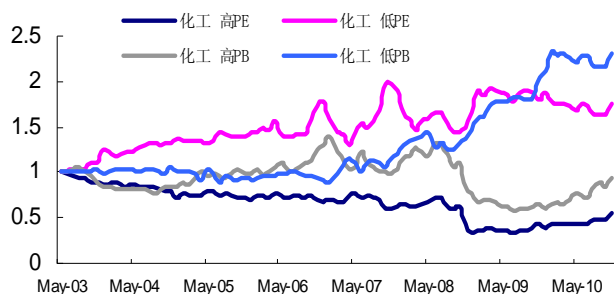
3.3 高低估值组合的累计收益表现

在前面的研究中，分别从较短和较长的时间窗口，考察了不同估值组合的收益。接下来，我们将从时间序列上具体观察在不同时期，组合净值相对于行业指数的强弱走势。通过对累计净值相对强弱走势的观察，可以看到在不同时期，估值指标选股能力的变迁，并能够及时捕捉到最新的风格转换。在下图中，我们列出了一些代表行业的相对强弱走势图。

（1）我们发现一些行业中，以化工和造纸为例，无论估值指标在历史上的选股作用如何，从近期来看，PE 和 PB 都不是很好的选股指标。高低估值组合都没有获取比

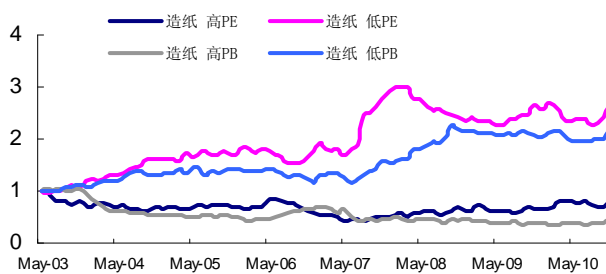
较明显的超额收益，走势较为平缓。

图 12 化工：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

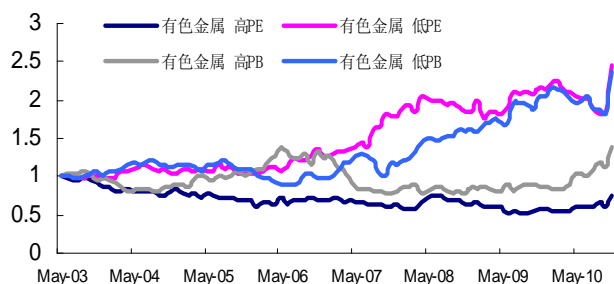
图 13 造纸：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

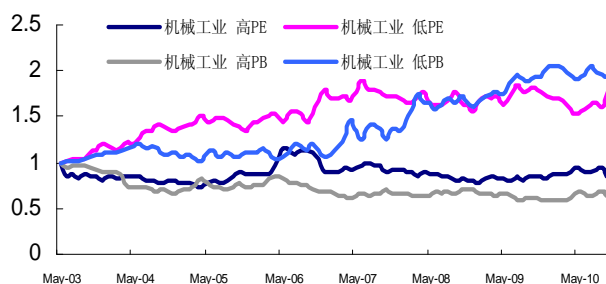
（2）在机械、汽车与零配件、旅游、商贸、煤炭、食品中，低 PE 和低 PB 的股票组合在近期都明显的战胜了行业指数，认为估值指标在这些行业中，就目前的市场环境而言，具有良好的选股识别度。有色行业的高估值股票在最近几个月内具有较好的超额收益，而低估值股票比较疲软，要注意的是最近一个月低估值股票快速拉升，迎头赶上。

图 14 有色：股票组合与行业指数的相对强弱



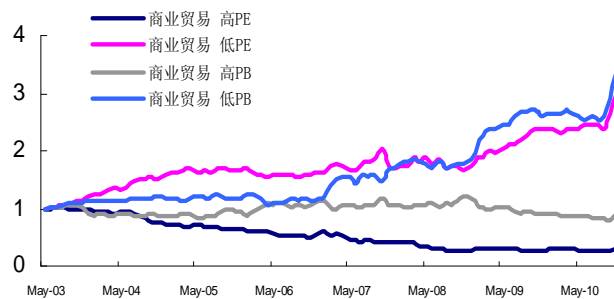
资料来源：WIIND，海通证券研究所

图 15 机械：股票组合与行业指数的相对强弱



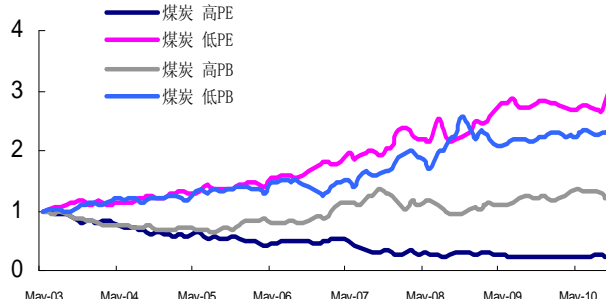
资料来源：WIIND，海通证券研究所

图 16 商业贸易：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

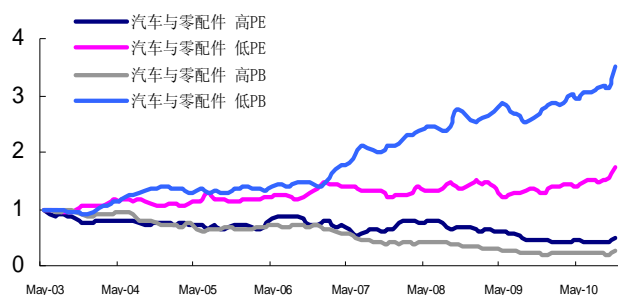
图 17 煤炭：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

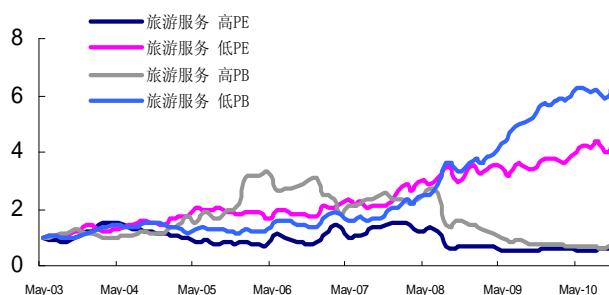
（3）在汽车与零配件和旅游服务这两个行业中，尽管高低 PE 组合的强弱曲线拉开了一定差距，但 PB 指标明显超越了 PE 的选股能力。

图 18 汽车与零配件：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

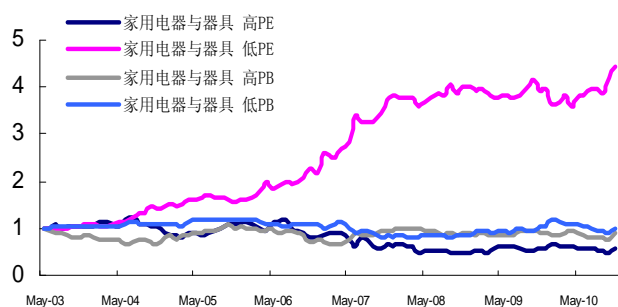
图 19 旅游服务：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

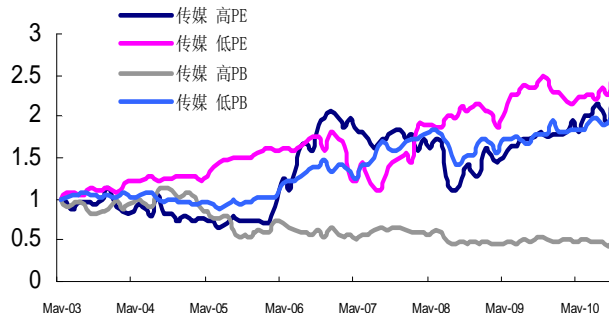
(4) 某些行业中，股票收益仅对一种估值指标具有敏感性。如在传媒行业中，从历史来看，PE 指标始终没有比较好的识别度，而低 PB 组合相对于高 PB 组合和行业而言，获得了超额收益。在家用电器与器具行业中，PB 指标则不是好的选股因子，低 PE 组合的累计净值始终具有较强的走势。

图 20 家用电器与器具：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

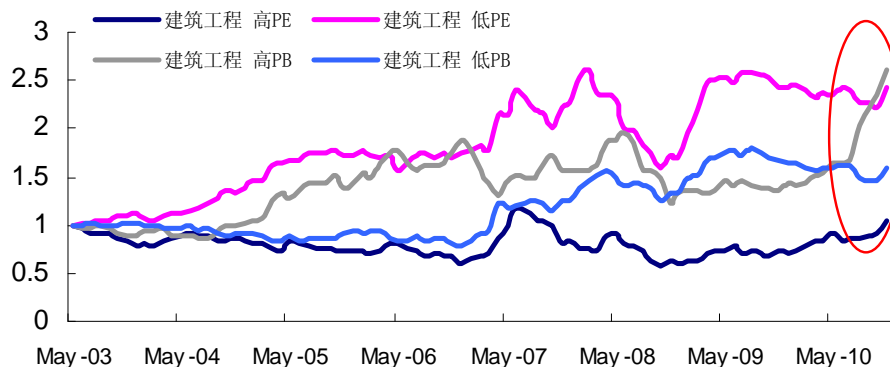
图 21 传媒：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIIND，海通证券研究所

(5) 建筑工程在历史上不同估值的组合走势都没有拉开明显差距的行业，但最近几个月，高 PB 的组合出现了强势上涨的态势，如图 22 中红色圈内所示。建议近期关注这种风格的股票。

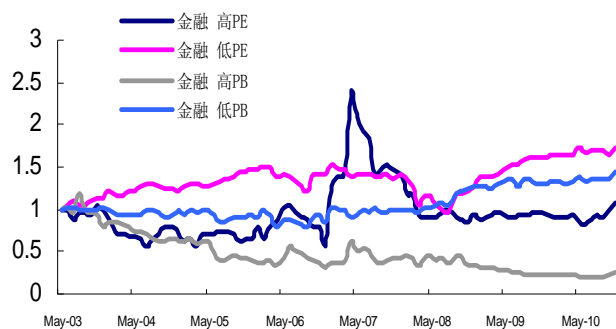
图 22 机械：相对收益差的历史分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

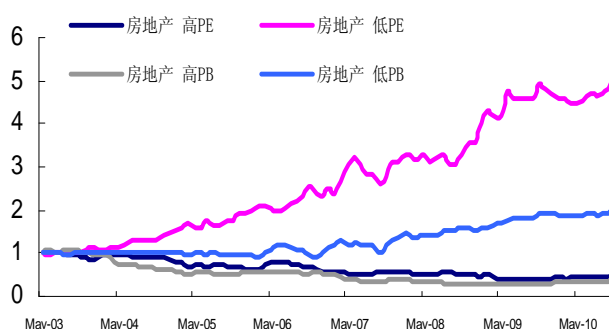
(6) 金融行业在整个历史上估值指标都没有展现出一定的选股识别度，想要在金融行业中战胜行业指数，只能通过研究估值外的其他指标实现。而地产行业中，估值指标在历史上的表现相当出色。但从 09 年 5 月以来，估值的选股识别度明显减弱，高低组合的净值走势和行业指数基本持平。

图 23 金融：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 24 地产：股票组合与行业指数的相对强弱



资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 主要结论

本文研究了行业内部股票估值指标的稳定性，以及估值指标在不同行业内的选股识别度。发现估值水平作为股票的一种风格，具有较好的稳定性，不会在短时间内发生大的变化。

从长期来看，低估股票具有战胜高估股票的能力，存在着一定的超额收益。但当时间窗口较短时，随着市场风格的不断变化，估值指标并不是始终有效的选股指标。就目前的市场环境，发现：（1）在机械、汽车与零配件、旅游、商贸、煤炭、食品这些行业中，无论从 PE 或者 PB 的角度来看，低估股票都具有相对较好的投资价值。（2）在汽车和旅游行业中，PB 具有更卓越的选股识别度。（3）有些行业则只对某种估值指标具有敏感性。如家用电器中，只有 PE 对择股有效；而在传媒中，PB 始终优于 PE 指标。（4）估值指标在建筑行业的历史上，并没有表现出优秀的择股能力，但最近值得快速崛起的高 PB 股票。（5）金融行业中，估值指标对于选股基本无效；地产行业中，估值指标虽然在历史上表现优异，但自 09 年开始，失去了这种选股能力。

通过上述对行业内估值指标的一系列研究，我们希望能够跟踪以及捕捉不同行业内，市场风格的动态变化。因为在不同行业内、以及不同环境下，股价对于估值的反应不尽相同。例如地产中虽然低估股票走强了相当长的时间，但自 09 年以来，估值指标并没有体现出选股能力。而建筑中，虽然估值长久无效，但近期高 PB 股票明显收到了市场青睐，大幅拉升。故我们希望能够找到那些估值指标开始有效或者依然有效的行业，并给出在这些行业中估值与收益究竟呈现正向还是负向关系的提示，以此为投资者提供有价值的参考。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益鋈 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219420

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com