

金工研究/深度研究

2019年01月03日

林晓明 执业证书编号：S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

陈烨 执业证书编号：S0570518080004
研究员 010-56793942
chenye@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：再探回归法测算基金持股仓位》
2018.12
- 2 《金工：华泰单因子测试之一致预期因子》
2018.12
- 3 《金工：估值因子在行业配置中的应用》
2018.11

历久弥新：价值投资在国内可行否

关于价值选股的新思考及价值指数投资分析

价值投资策略在 A 股市场历史表现良好，现在是布局价值指数投资好时机
价值投资之风近两年在 A 股再度兴起，以 PB-ROE 选股模型为代表的价值投资策略因其效果优秀，引发较多投资人关注。价值投资的核心关注指标是估值与盈利，本报告中我们通过对这两类因子的历史表现进行实证分析，发现估值与盈利单因子选股效果良好；同时，我们亦结合估值与盈利因子进行联合分层测试，发现“低 PB 高 ROE”组合具有稳定超额收益。目前我们预计 A 股市场估值已近底部，盈利中长期有望修复，投资风格将以盈利驱动为主，回归价值投资本质，现在正是布局价值指数投资的良好时机。

价值投资本质：盈利驱动是股价上涨的内生动力

股价等于市盈率乘以每股收益，也即股价受到估值和盈利两方面的影响。估值和盈利的上涨，都可以带来股价的上涨。股票的估值受系统性风险影响较大，随市场整体的估值变化而改变，长期来看，估值会在一定的区间内波动，所以股价的长期上涨主要源于每股收益的增长，即盈利驱动才是股价上涨的内生动力。

PB、PE 与 ROE 是价值投资的常用选股指标，历史回测效果良好

构建价值型选股策略时，估值因子 PB、PE 和盈利因子 ROE 是常用的指标。通过高、中、低市净率指数和高、中、低市盈率指数的长期走势可以发现，低市盈率和低市净率股票组合长期来看具有超额收益。同时，我们对 ROE 因子进行分层测试，发现高 ROE 股票组合长期来看具有超额收益，即 PB、PE、ROE 都具有单因子选股的能力。另外，我们将估值因子 PB 与盈利因子 ROE 结合起来进行联合分层测试，发现“低 PB 高 ROE”组合表现明显好于其它各层组合，说明综合估值与盈利的价值型选股策略在 A 股是可行的。

价值指数的编制方法践行价值投资理念，是值得考虑的投资工具

价值指数是 Smart Beta 类指数的一种，海外市场价值指数 ETF 发展成熟、规模较大，A 股市场目前仍处起步状态，有望在未来出现快速发展。报告中选取 A 股市场比较常见的 8 个价值指数进行历史表现、市值分布、行业分布、估值与盈利指标等方面的分析，发现这些指数各有特色、长期收益表现均比较好（收益高或比较稳健）、估值与盈利指标优于沪深 300、中证 500 等基准指数，说明各价值指数的编制方法均达到了初衷——优选出低估值、高盈利水平的价值股，是值得考虑的投资工具，投资者可根据自身需求进行选择。

当前市场估值处于低位，投资合适的价值指数有望获得长期回报

从中证 500 指数的历史规律来看，PE 见底先于净利润增速见底，即“估值底”领先于“业绩底”，目前 A 股估值水平已到低位，净利润增速仍在下滑，有望在未来出现改善。在经济周期及国家政策影响下，我们预计 A 股可能会逐渐进入估值和盈利修复期，投资风格以盈利驱动为主，回归价值投资本质，估值修复的过程也能进一步增厚长期投资回报。眼下是布局合适的价值指数的好时机，执行 PB-ROE 选股思路、兼具高收益和稳定性、行业及市值分布均匀、估值盈利指标出色的国信价值指数可能是一个性价比高的选择，跟踪该指数的基金产品为富国中证价值 ETF 及其联接基金。

风险提示：价值投资策略的效果会受到市场环境的影响，报告中的策略回溯效果只能代表历史，不能预测未来；报告中提及的具体价值指数只是比较常见的几个价值指数，并不能说明 A 股市场全部价值指数的情况；报告中涉及到的价值指数及基金产品分析内容不代表任何投资意见，请投资者谨慎、理性地看待。

正文目录

兼收并蓄：价值投资理论的演变	4
投资与投机	4
内在价值	5
安全边际与成长性——估值与盈利	6
估值——PE、PB	8
盈利——ROE	10
综合指标：估值+盈利	11
价值投资与价值指数	14
A 股市场价值指数分析	14
历史表现	14
市值分布	17
行业分布	17
估值与盈利指标对比	18
当前市场估值处于低位，长期投资回报可期	20
定位价值指数特色，寻找合适投资品种	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：投机与投资的主要区别	4
图表 2：安全边际示意图	5
图表 3：贵州茅台和某酒类股票的每股股价对比图	6
图表 4：贵州茅台和某酒类股票的 PE 对比图	7
图表 5：贵州茅台和某酒类股票的 EPS（单季度）对比图	7
图表 6：贵州茅台和某酒类股票的 PB 对比图	7
图表 7：贵州茅台和某酒类股票的 BPS 对比图	7
图表 8：估值、盈利能力与股价的关系示意图	7
图表 9：贵州茅台和某酒类股票的 ROE（单季度）对比图	8
图表 10：高、中、低市盈率指数的收盘点位对比图	9
图表 11：高、中、低市净率指数的收盘点位对比图	10
图表 12：高、中、低 ROE 股票投资组合的回测净值对比图	11
图表 13：中证全指成分股中 PB、ROE 的分布情况（2018.12.28）	11
图表 14：PB-ROE “井字格”分层回测净值图（2005.2.1~2018.12.28）	12
图表 15：PB-ROE “井字格”分层回测净值除以中证全指净值示意图（2005.2.1~2018.12.28）	12
图表 16：PB-ROE “井字格”分层回测指标对比（2005.2.1~2018.12.28）	13
图表 17：PB-ROE “井字格”分层回测按年份收益统计	13
图表 18：A 股市场主要价值指数列表	14

图表 19: 价值指数历史收益率曲线 (2007.6.29~2018.12.28)	15
图表 20: 价值指数相对沪深 300 指数走势图 (2007.6.29~2018.12.28)	15
图表 21: 价值指数按年份统计表现	16
图表 22: 价值指数成分股市值分布	17
图表 23: 价值指数成分股行业分布	18
图表 24: 价值指数估值与盈利指标对比	19
图表 25: 国信价值、300 价值、沪深 300、中证 500、上证综指 2009 年年报以来净利润 (TTM) 对比图	19
图表 26: 300 价值、沪深 300、中证 500 指数近十年 PE (TTM) 走势图	20
图表 27: 中证 500 指数近十年 PE (TTM) 和净利润同比增长率走势图	20

兼收并蓄：价值投资理论的演变

1996 年 1 月 24 日，上海证券报刊登了一篇题为《证券投资巨擘——华伦·布费》的文章，沃伦·巴菲特的价值投资思想浮出字里行间，乘借媒体之翼，正式传入中国的大江南北。“盖有非常之功，必待非常之人”，人们惊叹于他的投资神话，敬他以“股神”称号，争作其信徒者络绎不绝。二十多年来，“股神”巴菲特的价值投资思想在国内生根、发芽、开花、结果。然而在其众多信徒之中，只有少数取得真经，视之为灵丹妙药，走上成功致富的康庄大道，剩余大部分人兜兜转转却只得蝇头小利，甚至血本无归。这样的不幸与他们对价值投资理论浅尝辄止、囫圇吞枣不无关系。

近两年，价值投资之风在 A 股再度兴起，本报告希望借此良机，再度就价值选股策略进行一些新的探讨。首先从理论角度出发，在价值投资理论的历史演变中理清脉络，取其精华。继而从应用角度出发，结合我国 A 股市场特色，探讨价值投资理论在 A 股市场的适用性，最后以市场上现有贯彻价值投资理论的价值指数为例，进一步说明 A 股价值投资正当时。

投资与投机

价值投资理论，顾名思义，强调两个关键词——“价值”与“投资”。本小节关注这两者中更靠近中心词的定语——“投资”。在介绍价值投资理论之前，我们先来了解一下证券市场交易的两种基本行为——投资与投机。

回顾华尔街百年历史，在二十世纪三十年代之前的很长一段时间里，市场内信息严重不对称，靠内幕信息高抛低吸、卖空杀空、短期频繁换手以聚敛财富者不胜枚举，可谓投机盛行。1929 年股灾诱使华尔街进行转型，在日益规范和成熟的市场下，一些合规投机者凭借英明决策，成为一代投机大师，书写投机致富传奇。

1934 年本杰明·格雷厄姆与戴维·多德出版了《证券分析》一书，书中宣扬的價值投資理念為證券市場吹來一陣春風，這本引發投資理念革命的著作被後人尊為“投資者的聖經”，影響深遠。在格雷厄姆的啟蒙下誕生了一系列優秀的投資者，彼得·林奇、沃倫·巴菲特都是此中翹楚。

那麼，投資與投機——這兩種證券市場交易的基本行為——究竟有何區分呢？亨利·彼得指出，投資與投機的區別在於動機：買入股票並長期持有，期望分享股息分紅的行為是投資；買入股票並不斷買賣，期望在二級市場上賺取差價的行為是投機。本杰明·格雷厄姆為投資定義了標準——基於詳盡分析，保證本金安全和具有滿意回報——不符合這一標準的行為都屬於投機。杰克·弗朗西斯認為，投資和投機在時間期限、生產性、合法性、理性上都存在區別：投資是長期的、生產性的、合法的、理性的；而投機是短期的、非生產性的、可能非法的、不理性的。綜上，我們在下表中匯總了投資與投機的主要區別。

图表1： 投机与投资的主要区别

特征	投资	投机
持有期限	长期	短期
交易频率	低	高
本质	购买公司股票并持有	套利
动机	关注价值，期望分享股息红利	关注价格，期望赚取差价
生产性	具有一定生产性	非生产性
风险	较低	较高
对公司前期调研的程度	高	低或不需要调研

资料来源：华泰证券研究所

内在价值

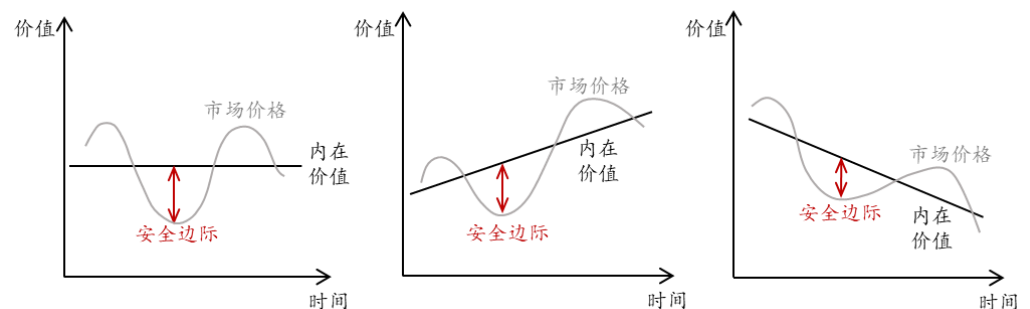
上一小节关注关键词“投资”，我们通过列举投资与投机的不同之处，帮助读者建立了投资的基本认识。本小节关注另一个关键词——“价值”，我们将通过回顾价值投资理论的演变之路，逐步深化对于内在价值的理解。

20 世纪初，格雷厄姆首次提出价值投资理论，至今尚不足百年。后人在格雷厄姆的理论基石之上不断添砖加瓦，为其注入新鲜血液，使得价值投资理论兼容并包，日趋丰满。回顾价值投资理论的发展历程，三位大师功不可没。他们依次是本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪和沃伦·巴菲特。

本杰明·格雷厄姆作为价值投资理论的开山鼻祖，其“股”林地位不可动摇。格雷厄姆搭建了价值投资理论的框架，并提出了一个关键概念——安全边际。按照证券市场的基本特征，股票同时具有市场价格和内在价值。股票的市场价格受到市场供求关系等一系列因素的影响而呈现波动状态，但是股票的内在价值却保持相对稳定。从短期来看，股票的市场价格可能会偏离其内在价值，但是从长期来看，市场价格会逐渐向内在价值回归。那么，如果可以在市场价格低于内在价值的时间点买入股票，并在市场价格等于甚至高于内在价值的时间点卖出，就可以获得股票被低估带来的收益。股票内在价值超过其市场价格的部分即定义为安全边际。一般地，安全边际越大，投资风险越小。

也许是美国大萧条时期的经历，使格雷厄姆对“安全”的要求很高，这一点在他对投资行为的定义——本金安全并且回报满意——中也有所体现。他强调寻找被市场绝对低估的股票，即在估计股票的内在价值时，只关注上市公司的有形资产，而剔除上市公司的无形资产，如品牌价值、知识产权等。他认为，股票的内在价值应该是确定的、既定存在的价值，只有基于有形资产计算得到的内在价值，才是上市公司最核心、最稳定、最具有安全性的价值。实证表明，在市场低迷情况下，这种安全性很高的内在价值估计方法表现良好，较高的“安全”门槛可以有效保证格雷厄姆价值投资理论对抗下行风险的能力。

图表2：安全边际示意图



资料来源：华泰证券研究所

菲利普·费雪作为成长股投资的元老，为“价值”提出了新的考量维度。与格雷厄姆强调“安全”、“绝对低估”不同，费雪更加看重公司的未来盈利能力，即看好成长型公司。他认为如果公司具有独特的竞争力、出色的经营管理能力、优秀的获利能力，那么公司未来强大的利润增长将会拉升股价，通过投资这样的成长型公司同样可以获得稳定、可观的投资收益。因此，成长性也是内在价值的一个维度。

上面图表 2 是一个包含安全边际、内在价值与市场价格三要素的示意图。三种不同情况下市场价格走势表明，投资风险的大小不仅与安全边际有关，更本质地，内在价值走势才是影响投资风险的关键性因素。长期内在价值走势决定了长期投资回报的多寡，对于同样大小的安全边际：当内在价值维持水平趋势时，长期回报适中，投资风险适中；当内在价值呈现上升趋势时，长期回报较大，投资风险较小；当内在价值呈现下行趋势时，长期回报较小甚至可能为负，投资风险较大。安全边际在这里的作用主要是增厚投资回报，但并不形成关键性影响，因此在投资时更需要关注内在价值的长期走势。

费雪是一个成功的价值投资家，他个人的投资理念还具有投资集中度高、持有期限长的特点。例如，费雪规定自己一次性持有的股票数目绝不超过 10 只，并且他自 20 世纪 60 年代中后期买入摩托罗拉的股票后，持有该股长达 21 年之久，获取回报 19 倍有余。

沃伦·巴菲特是价值投资理论的集大成者。作为格雷厄姆的门徒，巴菲特继承了格雷厄姆理论的精髓。也许是没有亲身经历过 1929 年股灾，巴菲特并没有像恩师格雷厄姆一样极度保守，反而冲破了格雷厄姆对于成长股投资的偏见，积极吸收了费雪的成长股投资理念。巴菲特曾这样表述过费雪对于自己的影响：“与 20 年前相比，我现在更愿意为好的行业和好的管理多支付一些钱。之前倾向于只看统计数据，而我现在越来越看重的是那些无形的东西。”巴菲特常将自己描述为“85%的格雷厄姆加上 15%的费雪”。经过巴菲特的改良，价值投资理论得以博采众长，兼收并蓄，并在全球范围内广为流传。威廉·拉恩这样评价从格雷厄姆到巴菲特的价值投资理论：“格雷厄姆写了我们所说的《圣经》，而巴菲特写的是《新约全书》。”至此，价值投资理论进一步演变为以合理（安全边际）价格买入优秀（成长型）企业。股票的内在价值不再仅仅包含有形资产，还涵盖了与未来盈利能力有关的无形资产。

安全边际与成长性——估值与盈利

投资理论是为了市场实战服务，如果不将理论细化至可操作层面，那么能够提供的借鉴价值将大打折扣。因此，在本小节中，我们将基于上一小节中梳理得到的价值投资理论的两点核心——“安全边际”与“成长性”，探讨在证券市场中实施该理论时应该关注的操作性指标。

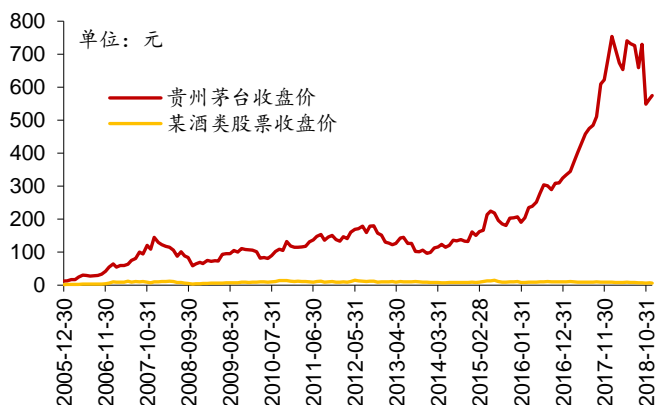
首先，我们考虑股价的两个决定因素——估值和盈利能力。股价的计算遵循如下公式：

$$\begin{aligned} \text{股价} &= \text{市盈率(PE)} \times \text{每股收益(EPS)} \\ &= \text{市净率(PB)} \times \text{每股净资产(BPS)} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，市盈率（PE）和市净率（PB）都是常用的估值指标，PE 基于公司利润，而 PB 基于公司资产。每股收益（EPS）和每股净资产（BPS）都是常用的盈利能力指标，EPS 定义为普通股每股税后利润，即净利润除以总股本，而 BPS 定义为普通股每股净资本，即净资产除以总股本。

估值和盈利能力的上涨，都可以带来股价的上涨。以贵州茅台（600519.SH）和某酒类股票为例，贵州茅台自 2001 年 8 月 31 日上市，十几年来股价飙升，而某酒类股票自上市以来股价变动幅度不大，如图表 3 所示。同样是酒类企业却股价趋势迥异，我们对比分析二者在估值和盈利能力上的差异。

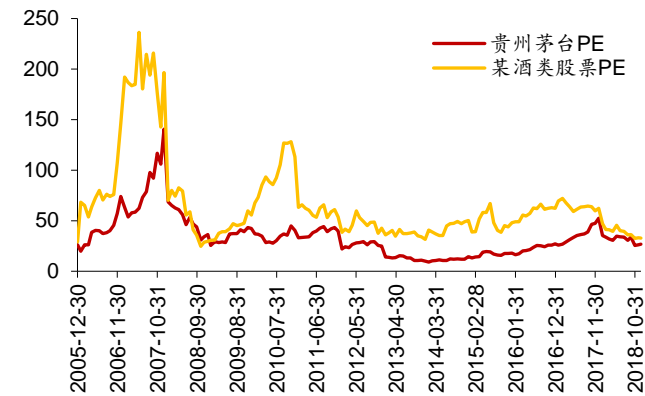
图表3： 贵州茅台和某酒类股票的每股股价对比图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

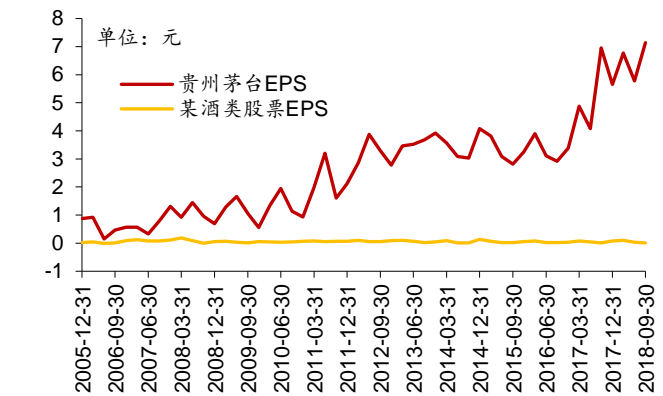
图表 4-5 分别为贵州茅台和某酒类股票的 PE、单季度 EPS 对比图。由图可知，十几年来，二者的 PE 虽然波动较大，但均限于一定区间内。贵州茅台 EPS 稳步增长，而某酒类股票 EPS 变化很小。图表 6-7 分别为贵州茅台和某酒类股票的 PB、单季度 BPS 对比图。与 PE、EPS 趋势类似，二者的 PB 在一定区间内上下波动；贵州茅台 BPS 稳步增长，而某酒类股票 BPS 无明显变化。因此，从长期来看，估值在一定区间内上下波动，而盈利能力才是影响股价涨跌的真正驱动力。在图表 8 中，我们绘制了估值和盈利能力对股价的相对影响示意图。

图表4： 贵州茅台和某酒类股票的 PE 对比图



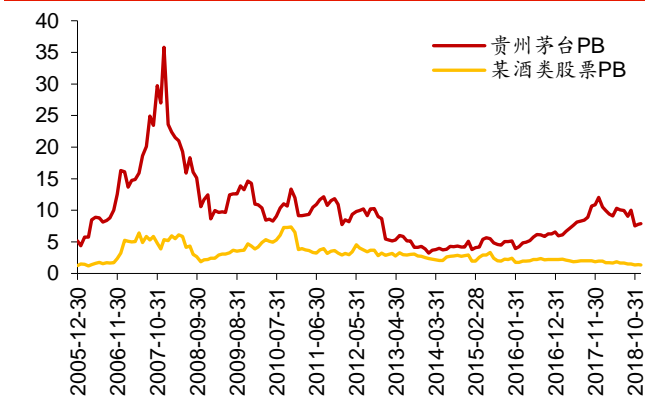
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 贵州茅台和某酒类股票的 EPS（单季度）对比图



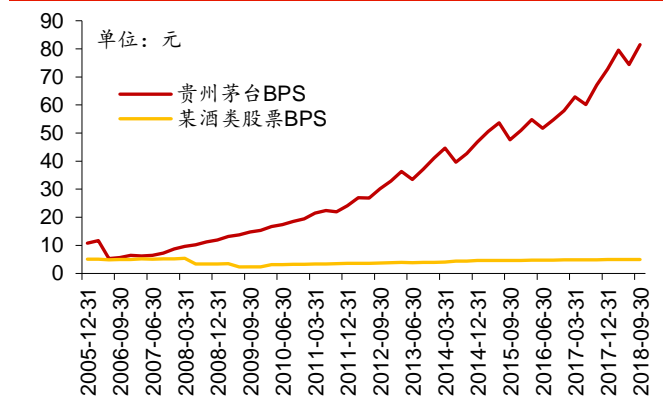
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 贵州茅台和某酒类股票的 PB 对比图



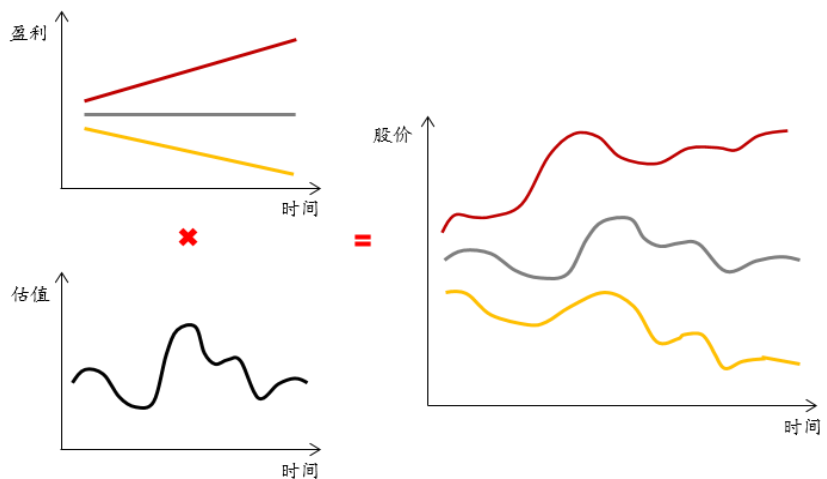
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 贵州茅台和某酒类股票的 BPS 对比图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 估值、盈利能力与股价的关系示意图



资料来源：华泰证券研究所

将盈利能力进一步拆解可以发现，我国 A 股的 EPS 和 BPS 增长的根源在于较高的净资产收益率（ROE）。PE 与 PB、EPS 与 BPS 之间存在着以下数学关系：

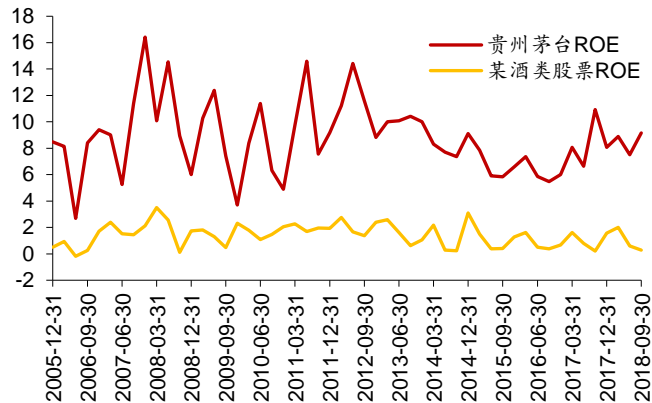
$$PE = PB / ROE \quad (2)$$

$$EPS = BPS \times ROE \quad (3)$$

长期来看，PE 和 PB 都在一定区间内上下波动，作为 PE 与 PB、EPS 与 BPS 的衔接桥梁，实际上 ROE 也在一定范围内波动，ROE 的变化与经济周期规律有关。从式（3）可得，在 BPS 一定的情况下，ROE 越高，则 EPS 越高。一般地，利润的分配包含两部分——分红和利润留存以增厚净资本。在我国 A 股市场内，进行分红的股票较少，且股票分红比例也不大，如果将这部分忽略不计，那利润基本都被留存用于增厚净资本。因此，EPS 越高的股票，其下一期 BPS 越高，如果 ROE 能够继续维持高位，那么 EPS 与 BPS 将会同步走高、共同增长。这其实也说明了，盈利才是股票上涨的内生动力。

继续上面的例子，我们对贵州茅台和某酒类股票的单季度 ROE 情况，如图表 9 所示。由图可知，十几年来，二者的 ROE 都在一定区间内波动，但是贵州茅台的 ROE 始终维持高位，而某酒类股票的 ROE 常年较低，接近于 0。贵州茅台的 EPS、BPS 稳步增长的根源就在于其长期较高的 ROE。

图表9： 贵州茅台和某酒类股票的 ROE（单季度）对比图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上，股价的决定因素包含估值（PE、PB）和盈利能力（EPS、BPS）两方面。长期来看，估值呈现一定区间内的上下波动，盈利能力才是股票涨跌的真正驱动力。进一步深挖，左右盈利能力的根源在于 ROE。

现在，让我们来重新回顾价值投资理论的两点核心——“安全边际”和“成长性”。安全边际，即股票的内在价值超过股票价格的部分，一般地，安全边际越大，投资风险越小。安全边际的本质是反映股票被低估的程度，考虑到股票的内在价值很难有一个统一、准确的取值，不同估算方法的计算结果可能并不一致，因此我们常常直接使用估值指标（PE、PB）来表征安全边际，即为了获取尽可能大的安全边际，估值指标应尽可能小。成长性，即预期公司未来具有良好的盈利能力。这里，成长性指标的选取颇有门道。在前文中，我们通过对盈利能力的拆解发现，左右盈利能力的根源在于 ROE。同时，ROE 在巴菲特的价值投资理论中举足轻重，巴菲特曾说：“如果我只能根据一个指标来选股，那我会选择净资产收益率（ROE）。”由此可见，ROE 是合适的成长性指标。在接下来两小节中，我们将分别就估值和 ROE 在选股策略中的实践应用进行探讨。

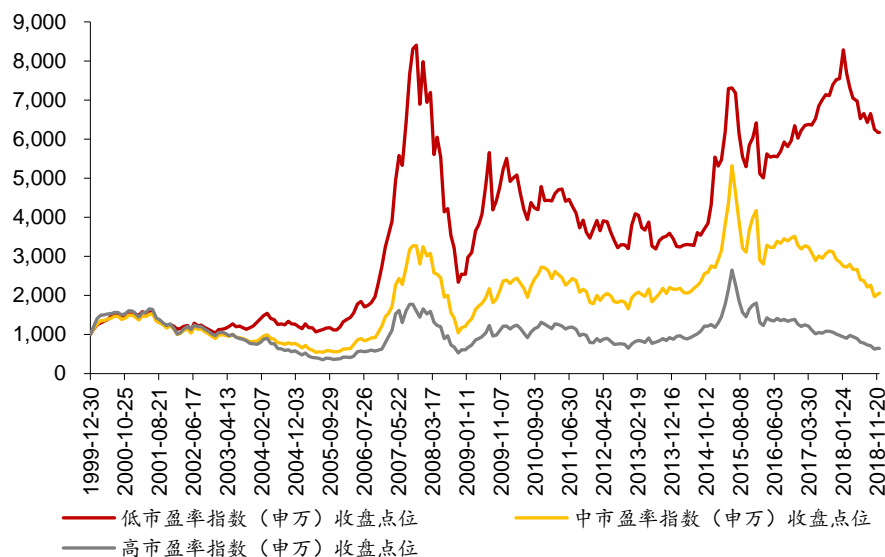
估值——PE、PB

常用的估值指标包括市盈率（PE）和市净率（PB）。PE 反映的是基于公司盈利能力的估值，而 PB 反映的是基于公司资产的估值。

PE 定义为每股股价与每股收益的比例，等价定义为公司总市值与净利润的比例。PE 可以被解读为在假定公司利润不变的情况下，以当前股价买入股票，单靠利润收回投资成本所需要的时间。基于 PE 进行估值的逻辑较易于理解，它评估股价与公司盈利业绩是否匹配。一般地，PE 越大，代表公司以当前市值资本创造的利润越小，即股价与公司盈利业绩的不匹配程度越高，股价被高估的可能性越高。

PE 实证方面，一些投资者发现，与高 PE 股票投资组合相比，低 PE 股票投资组合可以获得更高的收益。例如，埃斯瓦斯·达莫达兰在《打破神话的投资十诫》一书中对 1952 至 2001 年间的美国股票市场以 PE 因子进行了年频分层（10 层）回测，结果显示，在 1952 至 2001 年间，低 PE 股票投资组合的年均收益最高。此外，这一结果在 1952 - 1971 年、1972 - 1990 年和 1991 - 2001 年三个子回测区间维度上均成立，说明低 PE 股票投资组合获取超额收益的能力较为稳定。此外，针对我国证券市场，申万将股票分为高 PE、中 PE、低 PE 三组，并据此编制了三只市盈率指数——高市盈率指数（801821.SI）、中市盈率指数（801822.SI）和低市盈率指数（801823.SI）。三只指数自基日——1999 年 12 月 30 日——至今的收盘点位分别如下图所示。从图中可以看出，在绝大多数时间点上，低市盈率指数的相对基日收益率明显高于中市盈率指数；中市盈率指数的相对基日收益率又明显高于高市盈率指数。

图表10： 高、中、低市盈率指数的收盘点位对比图



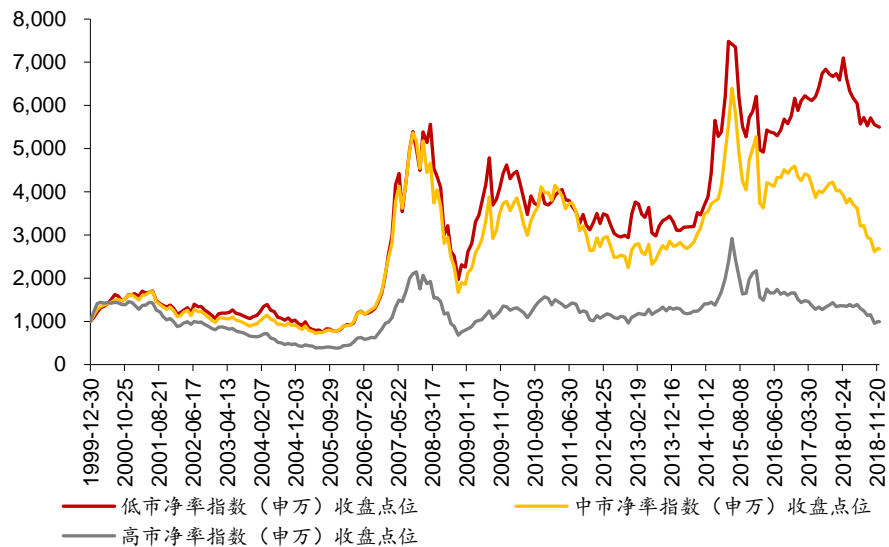
资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然 PE 是常用的估值指标，但是 PE 应用于个股估值时，需要注意一些问题。首先，PE 是基于净利润计算的，而净利润存在较大的粉饰空间。例如，公司可能通过变卖资产、增发、提价、税收优惠等途径短期大幅提高净利润，这时，较低的 PE 并不能说明股票被低估程度较大。其次，PE 不适用于微利或者亏损的公司。公司微利状况下，净利润接近于 0，此时计算得到的 PE 很可能是百倍以上的量级；公司亏损状况下，净利润为负值，此时计算得到的 PE 也为负值，其估值含义较难被解释。

PB 定义为每股股价与每股净资产的比值，等价定义为公司总市值与净资产的比值。其中，净资产，即账面价值，定义为总资产中扣除无形资产、负债和优先股权益后的剩余资产。PB 反映了股价与公司净资产的匹配程度，一般地，PB 越大，股价超出净资产的程度越高，股票被高估的可能性越大。在个股估值上，公司资产相对利润更加稳定，对于微利或者亏损的公司，只要其不存在资债两消或者资不抵债的情况，同样可以计算 PB 作为估值指标。此外，从价值投资理论上看，将 PB 作为估值指标更贴近格雷厄姆对于“安全边际”、“绝对低估”的要求，即内在价值只包含有形资产。

实证方面，PB 表现和 PE 类似，即与高 PB 股票投资组合相比，低 PB 股票投资组合可以获得更高的收益。同样以埃斯瓦斯·达莫达兰所著《打破神话的投资十诫》中的美国股市 PB 因子分层回测结果为例，在 1927 - 1960 年、1961 - 1990 年和 1991 - 2001 年三个回测区间内，低 PB 股票投资组合的年均收益均高于高 PB 股票投资组合。在我国证券市场中，与市赢率价值指数类似，申万按照 PB 从高到低的顺序将股票分为高 PB、中 PB、低 PB 三组，并据此编制了三只市净率指数——高市净率指数（801831.SI）、中市净率指数（801832.SI）和低市净率指数（801833.SI）。我们在下图中绘制了三只指数自基日——1999 年 12 月 30 日——至今的收盘点位。由图可知，在绝大多数时间点上，低市净率指数和中市净率指数的相对基日收益率明显高于高市净率指数；从 2011 年下半年至今，低市净率指数的相对基日收益率高于中市净率指数。

图表11： 高、中、低市净率指数的收盘点位对比图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

需要注意的是，当用估值去预测个股收益时，PB 与 PE 有着各自的适用范围。PB 更适用于银行、房地产、水电、钢铁等重资产公司，因为这类公司利润的获取主要依赖于资产投入，例如：银行的收益率较为稳定，利润的增加需要增投本金；房地产公司的利润增加需要提高运营规模；水电、钢铁等资源类公司一般发展较为成熟，产能已较为稳定，那么利润的增加可能需要增投资本新建水电站、新开炼钢厂等。而对于咨询、快消品、医药、互联网等轻资产类公司，PB 的适用性相对较差，因为这类公司的利润与资产的相关程度较低，例如：咨询公司、糖果可乐公司可能只需投入少量资产，依靠人或品牌效应就可以取得较高的利润；医药公司、互联网公司依赖研发，可能投入了大量资产，却没有获得可观的利润。这类轻资产公司的估值使用 PE 更合适。

综上，PE 和 PB 都是常用的估值指标，前者基于公司利润计算，反映公司盈利能力，后者基于公司资产计算，反映公司有形资产。实证方面，二者表现类似，即由低 PE 或低 PB 股票构成的投资组合，比由高 PE 或高 PB 股票构成的投资组合，更有可能获得较高的收益。

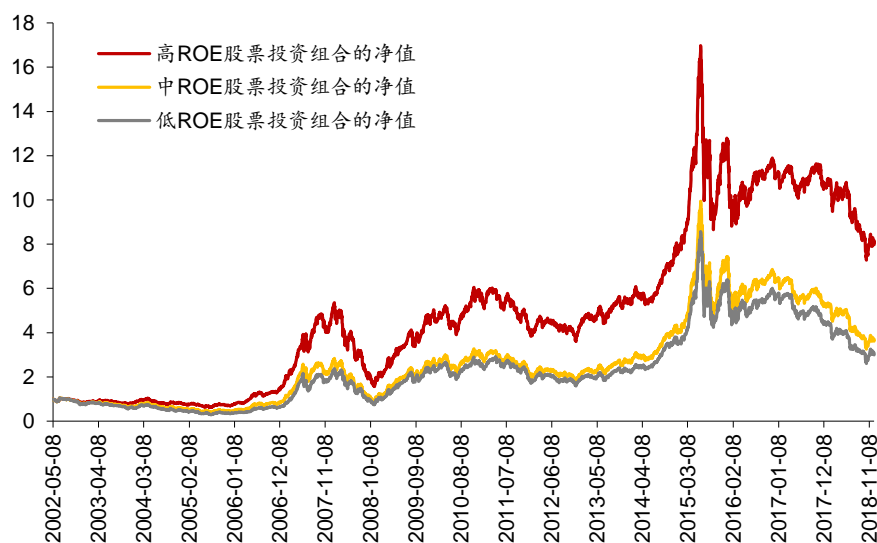
盈利——ROE

ROE 定义为净利润与净资产的比值，又称为股东权益收益率，反映公司利用自有资本获取利润的能力。一般地，ROE 越大，代表公司的未来的发展可能会越好。

实证方面，与低 ROE 股票投资组合相比，高 ROE 股票投资组合被认为更容易获得高期望的收益。我们在全 A 股中进行 ROE 分层回测（2002.5.8 至 2018.12.28），每层组合内股票等权重配置，在每个季度报告截止公布日的次日调仓，结果如下图所示（更详细的回测

逻辑请见《华泰单因子测试之财务质量因子》。从图中可以看出，高 ROE 股票投资组合的表现优于中 ROE 股票投资组合和低 ROE 股票投资组合，说明 ROE 这一指标也具有甄选优质股票的能力。

图表12：高、中、低 ROE 股票投资组合的回测净值对比图



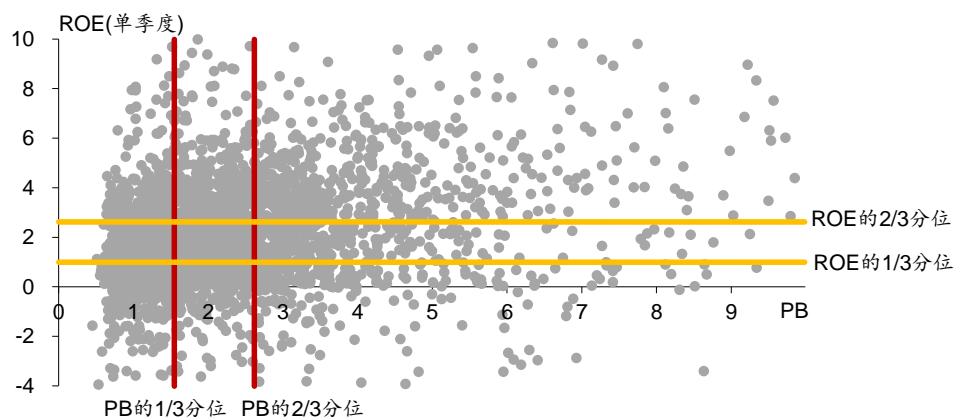
资料来源：Wind，华泰证券研究所

综合指标：估值+盈利

前面我们分别对估值、盈利的单指标选股能力进行了实证说明，下一步我们将讨论如何将两者有效结合起来构建选股策略。实际上，近两年 PB-ROE 选股模型在 A 股市场实践效果良好，已经引发了较多投资人关注。该模型采用 PB 和 ROE 作为股票“安全边际”和“成长性”的衡量指标，以期挑选出“便宜的”且“优质的”公司。

首先，我们对目前 A 股市场上市公司的 PB 和 ROE 分布情况进行展示，见下方图表。我们取 2018.12.28 作为截面日，将所有中证全指成分股的 PB、ROE（单季度）制作成散点图，并分别计算 PB 和 ROE 指标的 1/3 分位线、2/3 分位线。由于中证全指成分股中存在少数股票的 PB、ROE 是离群值（例如，由于公司净资产值很小或为负，导致其 PB 是很大的值或负值），我们为了图表美观性，选择 PB 的展示区间为 [0,10]，ROE 的展示区间为 [-4,10]。

图表13：中证全指成分股中 PB、ROE 的分布情况（2018.12.28）



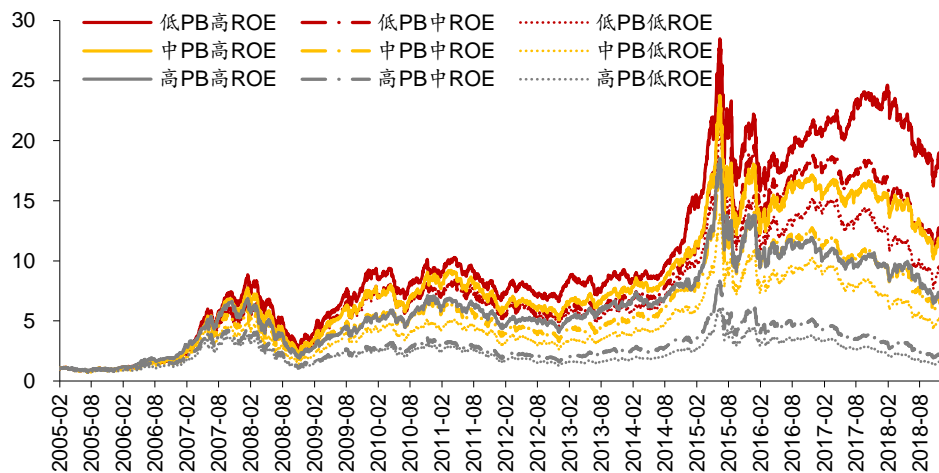
资料来源：Wind，华泰证券研究所

PB-ROE 选股模型期望挑选出的公司是 PB 低（安全边际高）且 ROE 高（成长性好）的，即上图中四条分位线相交构建出的“井字格”的左上角一格。接下来，我们通过分层回测法观察一下，“井字格”区分出的九个股票组合的期望收益是否具有明显差别？即，PB-ROE 选股模型在 A 股市场是否具备使用的依据？分层测试法的基本要素如下：

1. 股票池：中证全指成分股，剔除过去一年日均成交额在成分股中排后 10% 的股票；
2. 分层方式：在股票池中，分别计算 PB、单季度 ROE（依据最近公布的财报计算）的 1/3 分位线、2/3 分位线，根据四条分位线相交出的“井字格”（如上图），构建出“低 PB 高 ROE”、“低 PB 中 ROE”、“低 PB 低 ROE”、“中 PB 高 ROE”、“中 PB 中 ROE”、“中 PB 低 ROE”、“高 PB 高 ROE”、“高 PB 中 ROE”、“高 PB 低 ROE” 九个股票分层组合，每个组合内部股票等权重配置；
3. 调仓：每个自然月末根据上述方式进行分层，在次月首个交易日以收盘价完成调仓；
4. 交易费用：暂不考虑。

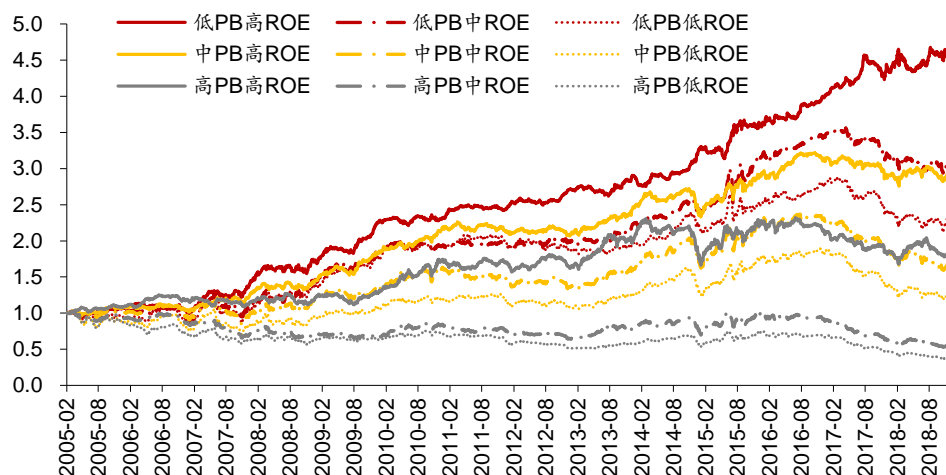
分层测试的净值曲线如下面两图所示：

图表14： PB-ROE “井字格” 分层回测净值图（2005.2.1~2018.12.28）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： PB-ROE “井字格” 分层回测净值除以中证全指净值示意图（2005.2.1~2018.12.28）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

观察以上两图可知，“低 PB 高 ROE” 组合确实较为明显地战胜了其余 8 个组合，并且长期来看相对中证全指具有稳定超额收益。具体的统计指标如下：

图表16: PB-ROE“井字格”分层回测指标对比(2005.2.1~2018.12.28)

年化超额收益率(基准为中证全指)				信息比率(基准为中证全指)			
	高 ROE	中 ROE	低 ROE		高 ROE	中 ROE	低 ROE
低 PB	12.55%	9.66%	7.18%	低 PB	1.59	1.01	0.63
中 PB	9.20%	4.90%	2.58%	中 PB	1.16	0.45	0.21
高 PB	4.74%	-3.74%	-6.43%	高 PB	0.48	-0.31	-0.53

超额收益最大回撤(基准为中证全指)				分层组合中股票数量占股票池比例均值			
	高 ROE	中 ROE	低 ROE		高 ROE	中 ROE	低 ROE
低 PB	12.77%	22.41%	32.10%	低 PB	7.27%	12.47%	13.60%
中 PB	14.75%	32.09%	37.02%	中 PB	10.64%	12.13%	10.56%
高 PB	28.23%	45.72%	63.59%	高 PB	15.42%	8.73%	9.18%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: PB-ROE“井字格”分层回测按年份收益统计

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
低 PB 高 ROE	94.65%	295.97%	-58.09%	179.00%	-2.25%	-22.86%	14.11%	11.35%	67.39%	46.17%	-4.33%	11.25%	-25.73%
低 PB 中 ROE	84.43%	236.39%	-53.30%	162.75%	1.21%	-27.89%	8.32%	18.99%	56.07%	78.07%	-7.28%	-7.60%	-30.94%
低 PB 低 ROE	89.51%	245.29%	-54.18%	170.10%	3.11%	-26.35%	0.21%	11.26%	59.58%	58.18%	-5.33%	-13.59%	-32.01%
中 PB 高 ROE	98.86%	240.70%	-59.21%	162.15%	14.89%	-30.46%	3.38%	24.90%	37.02%	67.78%	-9.09%	-4.94%	-29.46%
中 PB 中 ROE	93.18%	195.97%	-57.28%	131.79%	15.86%	-36.08%	0.01%	25.73%	47.18%	86.94%	-15.04%	-18.62%	-35.39%
中 PB 低 ROE	84.78%	197.48%	-59.76%	134.98%	6.43%	-30.46%	-0.91%	23.95%	44.68%	90.00%	-11.57%	-25.20%	-34.11%
高 PB 高 ROE	124.83%	170.66%	-61.73%	116.49%	28.81%	-30.40%	2.48%	33.69%	18.32%	77.34%	-19.87%	-11.38%	-30.67%
高 PB 中 ROE	92.47%	133.07%	-65.75%	101.17%	18.62%	-36.51%	-7.93%	31.58%	29.51%	84.86%	-22.94%	-29.21%	-39.52%
高 PB 低 ROE	67.56%	153.10%	-64.25%	105.40%	7.53%	-39.87%	-9.20%	18.07%	39.22%	79.99%	-20.63%	-31.38%	-41.32%
基准: 中证全指	112.17%	170.88%	-64.06%	106.46%	-3.77%	-28.01%	4.58%	5.21%	45.82%	32.56%	-14.41%	1.80%	-29.94%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

“低 PB 高 ROE”组合在年化超额收益率、信息比率、超额收益最大回撤等指标上的表现都明显优于其它组合。并且观察图表 17 可以发现, 在大部分年份, “低 PB 高 ROE”组合的表现都处于中上游水平, 还是比较稳定的。自 2016 开始, A 股明显走入新一轮价值投资风格主导的时期, PB-ROE 选股模型连续三年效果突出。在未来一段时间内, 没有明显信号显示 A 股将切换投资风格, 因此, PB-ROE 选股模型仍有望继续其优秀表现。

价值投资与价值指数

在 2017 年的巴菲特股东大会上，巴菲特就曾多次强调，价值投资理论同样适用于中国市场。根据我们前一章节的实证分析，价值投资策略在 A 股市场确实具备应用的基础，历史回测也有良好表现。实际上，我们确实可以自行搭建一个 PB-ROE 选股策略并依此构建自己的投资组合，但我们也有另一种更为方便的选择——直接投资于价值指数。

价值指数可算作 Smart Beta 类指数的一种。在海外市场，Smart Beta 产品的发展十分迅速，降低风险、增强收益、改善资产组合多样性是众多投资者选择 Smart Beta 产品的主要原因。价值策略 Smart Beta ETF 是美国市场 Smart Beta ETF 的主流策略类型之一，根据 2018 年 12 月 25 日 ETF.com 网站显示的 Smart Beta ETF 资产管理规模排名，前三名中有两个都是价值策略 Smart Beta ETF，其中 Vanguard Value ETF 管理规模 436.9 亿美元排第一、iShares Russell 1000 Value ETF 管理规模 380.2 亿美元排第三。

目前国内市场 Smart Beta 产品的发展还处于比较初期的阶段。2018 年以来，国内市场 ETF 规模激增，目前总规模已近 6000 亿元大关，较 2017 年底的 3645 亿元增长超过六成。监管环境改善、养老金等投资群体扩容、公募基金积极布局等因素可能意味着 Smart Beta ETF 在国内的发展也将迎来良好契机。根据海外市场产品发展规律及 A 股目前价值投资再度兴起的现象，A 股市场价值指数成为眼下非常值得考虑的投资工具。

A 股市场价值指数分析

根据中证指数有限公司官网及国证指数官网的检索结果，我们选取目前 A 股市场几个主要价值指数进行分析展示，信息列表如下：

图表 18：A 股市场主要价值指数列表

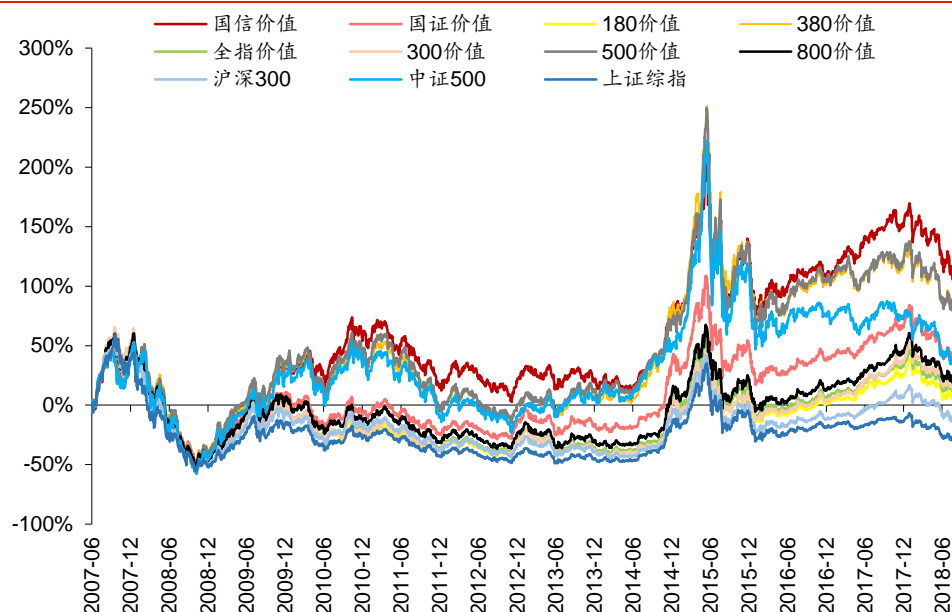
指数代码	指数简称	成分股样本空间	加权方式	成分股数量	编制方法要点
931052.CSI	国信价值	中证全指指数样本股	等权重	100	剔除扣非后 ROE(TTM)连续下降、但保留 PB<1 的公司，再从中剔除近三年扣非后 ROE(TTM)<0.1 的公司，按 ROE/PB 从高到低选前 100 只
399371.SZ	国证价值	国证 1000 指数样本股	市值加权	332	采用四个价值因子等权相加：股息收益率、每股净资产与价格比率、每股收益与价格比率、每股净现金流与价格比率（国证价值将该因子替换为每股经营现金流与价格比率），选得分最高的前 N 只股票作为样本股。
000029.SH	180 价值	上证 180 指数样本股	市值加权	60	
000118.SH	380 价值	上证 380 指数样本股	市值加权	120	
000058.SH	全指价值	上证全指指数样本股	市值加权	150	
000919.SH	300 价值	沪深 300 指数样本股	市值加权	100	
H30352.CSI	500 价值	中证 500 指数样本股	市值加权	150	
H30356.CSI	800 价值	中证 800 指数样本股	市值加权	250	

资料来源：中证指数有限公司官网，国证指数官网，Wind，华泰证券研究所

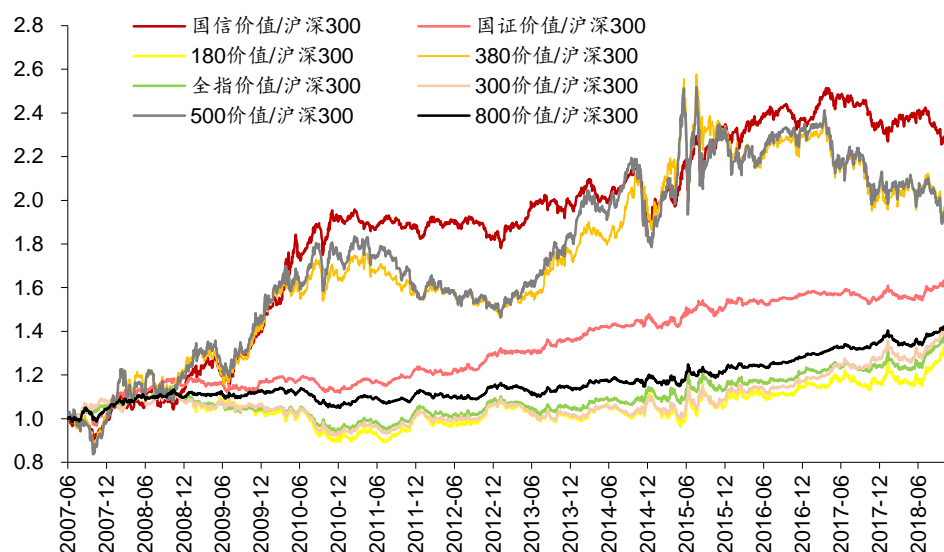
其中，国信价值指数采用结合估值（PB）和盈利（ROE）指标的选股策略，其余各价值指数采用以估值指标为主的选股策略（上表右下角单元格所涉及的四个价值因子均为估值类因子）。在加权方式上，国信价值指数为等权重，其余各指数为市值加权。

历史表现

我们以 2007 年 6 月 29 日作为统一基准日，将上面图表中各个指数的收益率变化曲线绘制在图表 19 中。同时，我们令各价值指数点位除以沪深 300 点位，并以统一基准日取值为 1 进行归一化，以便观察各价值指数相对沪深 300 指数的走势，见图表 20。

图表19： 价值指数历史收益率曲线（2007.6.29~2018.12.28）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： 价值指数相对沪深 300 指数走势图（2007.6.29~2018.12.28）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

接下来，我们分年份统计各指数的表现，见下面图表。

图表21： 价值指数按年份统计表现

年份	931052.CSI	399371.SZ	000029.SH	000118.SH	000058.SH	000919.SH	H30352.CSI	H30356.CSI	399300.SZ	000905.SH	000001.SH
年份	国信价值	国证价值	180 价值	380 价值	全指价值	300 价值	500 价值	800 价值	沪深 300	中证 500	上证综指
区间收益率											
2008	-60.69%	-62.48%	-	-58.79%	-64.80%	-66.19%	-58.94%	-64.07%	-65.95%	-60.80%	-65.39%
2009	141.72%	99.28%	-	127.12%	89.86%	95.94%	139.16%	102.11%	96.71%	131.27%	79.98%
2010	20.68%	-16.09%	-24.69%	2.13%	-21.59%	-24.02%	5.48%	-18.60%	-12.51%	10.07%	-14.31%
2011	-26.59%	-18.13%	-15.76%	-28.11%	-17.49%	-18.00%	-31.73%	-20.56%	-25.01%	-33.83%	-21.68%
2012	4.21%	13.87%	13.60%	2.45%	12.61%	13.06%	2.19%	10.90%	7.55%	0.28%	3.17%
2013	-0.19%	-3.00%	-12.73%	7.91%	-10.68%	-11.82%	12.42%	-8.20%	-7.65%	16.89%	-6.75%
2014	46.53%	64.08%	67.47%	64.76%	65.10%	63.50%	49.96%	58.84%	51.66%	39.01%	52.87%
2015	29.88%	8.42%	0.47%	29.09%	4.98%	4.97%	35.19%	7.55%	5.58%	43.12%	9.41%
2016	-10.28%	-8.10%	-4.04%	-12.95%	-5.41%	-4.74%	-11.27%	-6.62%	-11.28%	-17.78%	-12.31%
2017	20.97%	20.62%	23.39%	9.01%	24.79%	32.33%	9.30%	28.31%	21.78%	-0.20%	6.56%
2018	-25.14%	-21.66%	-17.35%	-25.90%	-18.74%	-19.05%	-28.95%	-21.77%	-25.31%	-33.32%	-24.59%
区间相对沪深 300 指数超额收益率											
2008	5.26%	3.47%	-	7.16%	1.15%	-0.24%	7.01%	1.88%	-	-	-
2009	45.01%	2.57%	-	30.41%	-6.85%	-0.77%	42.45%	5.40%	-	-	-
2010	33.19%	-3.58%	-12.18%	14.64%	-9.08%	-11.50%	17.99%	-6.09%	-	-	-
2011	-1.58%	6.88%	9.25%	-3.09%	7.53%	7.02%	-6.72%	4.45%	-	-	-
2012	-3.34%	6.31%	6.05%	-5.10%	5.05%	5.51%	-5.36%	3.35%	-	-	-
2013	7.46%	4.64%	-5.08%	15.56%	-3.03%	-4.17%	20.07%	-0.55%	-	-	-
2014	-5.13%	12.42%	15.81%	13.10%	13.44%	11.84%	-1.70%	7.18%	-	-	-
2015	24.30%	2.84%	-5.12%	23.51%	-0.61%	-0.62%	29.61%	1.96%	-	-	-
2016	1.00%	3.18%	7.24%	-1.67%	5.88%	6.54%	0.02%	4.66%	-	-	-
2017	-0.80%	-1.16%	1.62%	-12.77%	3.02%	10.55%	-12.48%	6.53%	-	-	-
2018	0.17%	3.65%	7.96%	-0.59%	6.57%	6.26%	-3.64%	3.54%	-	-	-
区间年化波动率											
2008	48.19%	48.33%	-	52.25%	47.44%	48.16%	53.50%	47.98%	47.48%	53.76%	44.42%
2009	33.57%	31.04%	-	33.64%	31.58%	32.66%	34.76%	32.36%	32.01%	35.07%	29.57%
2010	25.45%	24.47%	25.42%	27.14%	24.60%	25.43%	27.81%	24.68%	24.63%	28.12%	22.11%
2011	21.13%	19.92%	19.86%	22.35%	20.18%	20.40%	23.51%	20.53%	20.25%	23.80%	17.98%
2012	21.19%	18.35%	17.89%	20.80%	18.43%	18.37%	23.01%	19.22%	20.03%	24.03%	17.07%
2013	20.46%	22.74%	24.08%	21.68%	23.06%	23.59%	22.97%	23.00%	21.78%	22.58%	18.03%
2014	18.23%	19.25%	21.98%	19.69%	20.15%	20.79%	19.69%	19.47%	18.87%	19.24%	16.89%
2015	38.88%	37.94%	38.52%	48.87%	38.16%	38.13%	47.80%	38.28%	38.64%	43.83%	38.06%
2016	23.75%	19.80%	17.86%	26.85%	19.33%	18.61%	28.09%	20.31%	21.78%	29.69%	22.61%
2017	10.85%	9.89%	10.79%	14.02%	9.80%	11.04%	14.51%	10.28%	9.94%	14.50%	8.51%
2018	20.85%	20.48%	20.26%	23.74%	20.20%	21.14%	23.75%	21.09%	21.34%	24.06%	19.60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看出，在观测期 2007.6.29~2018.12.28 内，以上 8 个价值指数中总收益最高的是国信价值指数，这 8 个价值指数总收益都战胜了沪深 300 指数和上证综指。根据各价值指数相对沪深 300 指数走势图，它们大致可以分成三组：国信价值指数走势与其它指数都不甚相似，自成一组；380 价值和 500 价值指数比较相近，可分成一组；国证价值、180 价值、全指价值、300 价值、800 价值指数比较相近，可分成一组。

出现这一现象的主要原因实际上是由于各指数在大、中、小盘股上分布不同，380 价值和 500 价值指数成分股加权平均市值与中证 500 指数相当，国证价值、180 价值、全指价值、300 价值、800 价值指数成分股加权平均市值与沪深 300 指数或上证综指相当，而国信价值指数成分股加权平均市值介于沪深 300、中证 500 指数之间（详细数据参见下一小节）。市值因子正是过去十年 A 股市场重要的风险因子，这些指数反映的是不同市值区间的股票的表现。

基于 PB 和 ROE 指标选取样本股的国信价值指数编制方案与其它 7 个指数有比较明显的区别，收益表现上也呈现出了比较明显的特色。首先，它的平均市值是介于沪深 300、中证 500 指数之间的，但长期回报比其它代表大盘或中盘的价值指数都要好；其次，它相对沪深 300 指数的超额回报相对稳定，所有年份中跑输沪深 300 指数最多不超过 6%，其它

7 个价值指数中，总回报与它相仿的（380 价值和 500 价值指数）相对沪深 300 指数的超额回报不够稳定，相对沪深 300 指数比较稳定的（国证价值、180 价值、全指价值、300 价值、800 价值指数）总回报明显比较弱。当然，价值指数没有绝对的好坏，每种指数拥有不同的特性，适用于不同理念的投資人。如果追求高回报兼具一定程度稳定性，那么国信价值指数是性价比较高的选择；如果更加看重指数相对沪深 300 的稳健性，那么国证价值等指数可能更为适合。

市值分布

我们根据各价值指数 2018 年 12 月底的成分股权重数据，结合 2018.12.28 收盘行情，进行各指数成分股的市值分布统计。我们简单地将股票市值分为五层：0-100 亿、100-200 亿、200-500 亿、500-1000 亿以及 1000 亿以上，计算各指数成分股在每一层的权重分布，最后计算指数加权平均市值，如下面图表所示。

图表22： 价值指数成分股市值分布

市值区间 (亿元)	931052.CSI 国信价值	399371.SZ 国证价值	000029.SH 180 价值	000118.SH 380 价值	000058.SH 全指价值	000919.SHH 300 价值	30352.CSI 500 价值	H30356.CSI 800 价值	399300.SZ 沪深 300	000905.SH 中证 500	000001.SH 上证综指
<100	28.47%	6.15%	0.00%	34.00%	1.79%	0.00%	20.50%	2.64%	0.00%	28.01%	15.29%
100~200	24.21%	13.06%	1.13%	44.01%	6.05%	0.92%	64.67%	9.16%	2.55%	54.75%	9.80%
200~500	12.82%	14.03%	5.56%	21.99%	9.65%	10.20%	14.84%	12.93%	22.55%	17.25%	13.54%
500~1000	12.39%	11.09%	12.95%	0.00%	12.85%	16.23%	0.00%	15.05%	19.65%	0.00%	10.39%
>1000	22.11%	55.68%	80.37%	0.00%	69.66%	72.65%	0.00%	60.22%	55.25%	0.00%	50.98%
平均市值	1239 亿元	3479 亿元	4549 亿元	151 亿元	4261 亿元	4332 亿元	144 亿元	3423 亿元	2814 亿元	144 亿元	3882 亿元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看出，380 价值、500 价值、中证 500 指数加权平均市值差不多，国证价值、180 价值、全指价值、300 价值、800 价值、沪深 300 指数和上证综指加权平均市值差不多，国信价值指数比较独特，其成分股加权平均市值介于沪深 300、中证 500 指数之间，本节我们用详细数据佐证了上一小节的相关分析内容。

另外，国信价值指数的市值分布总体较为均匀，在各个市值分层都有较大比例的配重。这种分布特点是因为其成分股加权方式为等权重而非市值加权，避免了权重过度集中的问题，比较具有个体特色。其余各价值指数在市值分布上大多偏重大盘股或小盘股其中一个方向，不会呈现均匀分布特点。

行业分布

同样地，我们根据各价值指数 2018 年 12 月底的成分股权重数据，对它们在申万一级行业上的权重分布进行了统计。如下面图表所示。

图表 23： 价值指数成分股行业分布

行业	931052.CSI 国信价值	399371.SZ 国证价值	000029.SH 180 价值	000118.SH 380 价值	000058.SH 全指价值	000919.SH 300 价值	H30352.CSI 500 价值	H30356.CSI 800 价值	399300.SZ 沪深 300	000905.SH 中证 500	000001.SH 上证综指
银行	16.12%	23.14%	48.45%	1.10%	35.90%	37.97%	1.25%	28.32%	18.48%	0.70%	29.56%
房地产	10.28%	7.83%	5.00%	12.96%	4.30%	9.13%	13.72%	9.10%	4.78%	6.11%	3.77%
医药生物	9.05%	2.48%	0.00%	2.89%	0.28%	0.00%	6.09%	0.91%	6.74%	9.02%	2.08%
化工	7.94%	4.20%	3.59%	14.52%	4.10%	2.97%	12.85%	4.20%	2.71%	6.99%	5.62%
建筑装饰	6.82%	5.76%	9.86%	5.12%	8.04%	7.47%	2.41%	5.84%	3.93%	2.15%	4.76%
家用电器	5.23%	5.11%	0.21%	0.00%	0.15%	1.69%	2.18%	4.35%	4.81%	1.25%	0.50%
汽车	5.22%	5.05%	4.92%	1.69%	4.08%	5.39%	1.98%	4.30%	3.27%	3.15%	2.50%
电子	5.03%	0.55%	0.00%	2.67%	0.07%	0.00%	2.71%	1.33%	4.40%	6.32%	1.68%
纺织服装	4.17%	0.30%	0.00%	0.49%	0.34%	0.33%	0.00%	0.25%	0.16%	0.54%	0.77%
交通运输	4.16%	3.75%	1.98%	9.52%	4.86%	3.81%	5.45%	3.99%	3.32%	3.57%	6.19%
传媒	3.81%	0.76%	0.22%	2.32%	0.91%	0.00%	4.10%	0.89%	1.69%	5.73%	1.42%
公用事业	3.14%	6.23%	5.62%	14.12%	7.33%	5.64%	6.61%	5.71%	3.43%	4.16%	5.99%
电气设备	3.10%	1.52%	0.76%	3.92%	1.02%	1.01%	2.08%	1.37%	2.03%	5.55%	2.12%
机械设备	3.05%	1.39%	0.00%	1.67%	0.10%	0.35%	3.32%	2.28%	1.91%	4.45%	2.72%
食品饮料	2.95%	1.80%	0.00%	0.55%	0.08%	0.51%	2.79%	0.66%	7.58%	3.99%	0.95%
农林牧渔	2.11%	2.81%	0.23%	0.31%	0.17%	0.34%	1.81%	0.63%	0.72%	3.12%	0.98%
建筑材料	1.96%	1.76%	1.76%	5.33%	1.85%	1.28%	3.37%	1.65%	0.87%	1.82%	0.59%
轻工制造	1.96%	0.94%	0.00%	4.02%	0.38%	0.00%	5.01%	0.76%	0.22%	2.51%	0.95%
商业贸易	1.93%	1.21%	0.00%	4.10%	0.61%	0.08%	5.99%	0.82%	0.99%	3.60%	1.62%
通信	1.03%	0.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.78%	1.80%	3.03%	1.45%
非银金融	0.94%	13.58%	12.94%	0.55%	17.56%	16.01%	0.94%	14.35%	15.99%	2.66%	6.10%
采掘	0.00%	3.47%	2.20%	5.48%	3.79%	3.25%	3.01%	2.90%	1.91%	1.23%	7.74%
有色金属	0.00%	1.77%	0.54%	0.46%	1.62%	0.72%	2.25%	1.75%	2.92%	4.54%	3.36%
计算机	0.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.73%	0.00%	1.83%	6.59%	0.93%
国防军工	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.24%	2.29%	1.22%
钢铁	0.00%	3.17%	1.74%	6.23%	2.49%	1.87%	8.98%	2.74%	1.20%	3.42%	3.30%
休闲服务	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.37%	0.00%	0.79%	0.73%	0.23%
综合	0.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	0.00%	0.13%	0.31%	0.79%	0.90%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

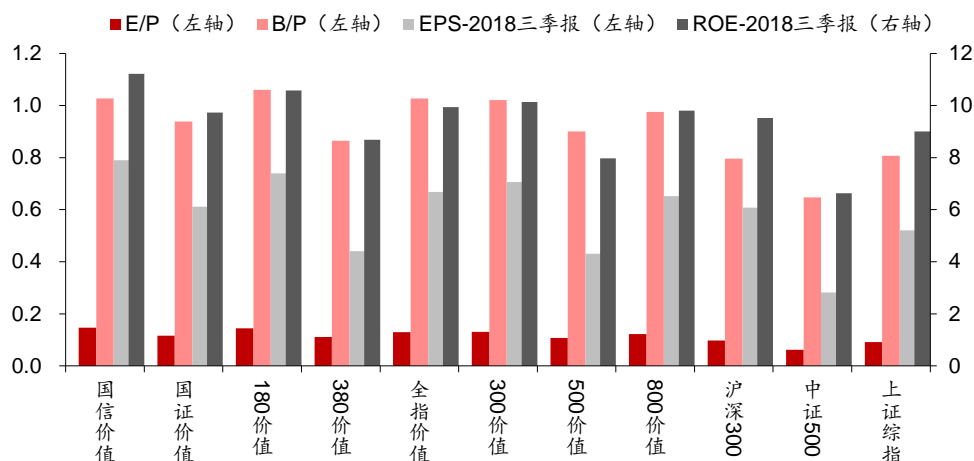
可以看到，各价值指数的行业分布跟市值分布也有一定关联，380 价值、500 价值指数在银行行业上权重很小，在化工、房地产等几个行业上权重稍微集中，在其余行业上分布比较均匀；其余指数均在银行行业上具有比较大的权重，其中国信价值指数在除银行之外的其它行业上分布较为均匀，剩下的几个指数在银行及非银金融两个行业的权重之和都超过了 34%，最大的甚至达到 61.4%（180 价值）。

总体来看，国信价值、380 价值、500 价值指数在行业分布上比较均衡，能有效分散行业配置方面的风险。其中国信价值指数的行业分布特色相比 380 价值、500 价值指数区别更明显一些，在银行等大盘股上有一定权重分布，具备比较明显的个体特色。

估值与盈利指标对比

我们从 Wind 下载了各指数的价值与盈利指标数据进行对比，其中估值指标 E/P 和 B/P 分别为 Wind 因子 pe_ttm 和 pb_lf 的倒数（数据日期为 2018.12.28），盈利指标 EPS 和 ROE 分别为 Wind 因子 eps_basic 和 roe_avg（数据日期为 2018 年三季报）。以上四个指标的数值都是越大越好。详见下面图表。

图表24： 价值指数估值与盈利指标对比



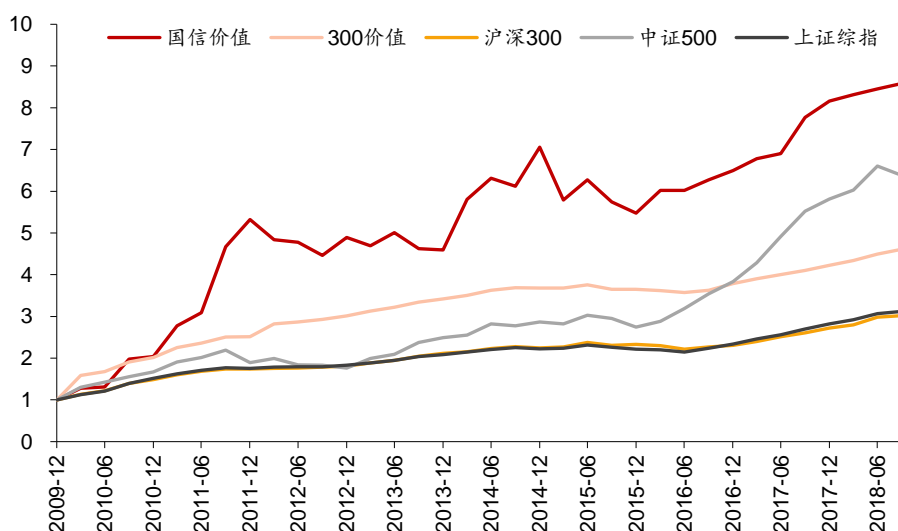
资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看出，各价值指数在这几个指标方面的表现其实都是不错的，380 价值、500 价值指数的估值和盈利水平高于其类比基准——中证 500 指数，国信价值、国证价值、180 价值、全指价值、300 价值、800 价值指数的估值和盈利水平高于其类比基准——沪深 300 指数。说明各价值指数的编制方法均达到了初衷——优选出低估值、高盈利水平的价值股。

其中，国信价值指数的 E/P、EPS、ROE 三个指标均高于其它指数，B/P 指标仅稍弱于 180 价值、全指价值指数排第三。在估值与盈利方面该指数确实有突出表现。

实际上，回想第一小节中我们关于各指数历史表现的分析结果，国信价值指数也是这里面区间总回报最高的一个。我们下载 2009 年年报以来，各季度末指数净利润 (TTM) 数据，以 2009 年年报取值为 1 进行归一化，作图如下。我们只选取了国信价值指数和其余价值指数中历史较长的 300 价值指数作为观察样本，结合三个市场指数——沪深 300、中证 500、上证综指的表现，进行对比。

图表25： 国信价值、300 价值、沪深 300、中证 500、上证综指 2009 年年报以来净利润 (TTM) 对比图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

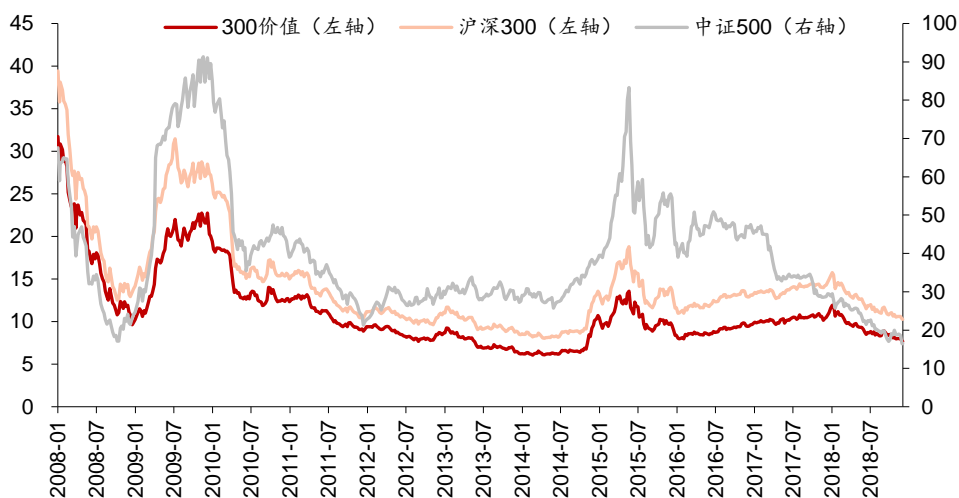
上图再次验证了我们在第一章第二节“内在价值”与第三节“安全边际与成长性——估值与盈利”中反复提到的结论，即盈利驱动才是股价上涨的内生动力，安全边际只能起到增厚投资回报的作用。长期来看，指数估值受系统性风险影响会在一定区间内波动（具体的

示例可以参考下一节图表 26)，估值不会“上天”也不会“入地”，获得长期投资回报的根源主要还在于盈利的增长。从这方面来讲，国信价值指数具有比较明显的优势，除了在当前时点上估值、盈利指标均名列前茅（如图表 24 所示）外，其历史走势也非常优秀且稳健（如图表 25 所示），是具有良好的投资价值的指数。

当前市场估值处于低位，长期投资回报可期

自 2018 年初以来，由于受到宏观环境、财政政策、国际因素等多方面影响，A 股市场表现低迷，重要市场指数估值一路震荡下行，投资情绪整体呈现较为悲观的状态。我们从 Wind 下载了价值指数中历史较长的 300 价值指数及沪深 300、中证 500 指数的过去十年 PE（TTM）数据，制图如下。

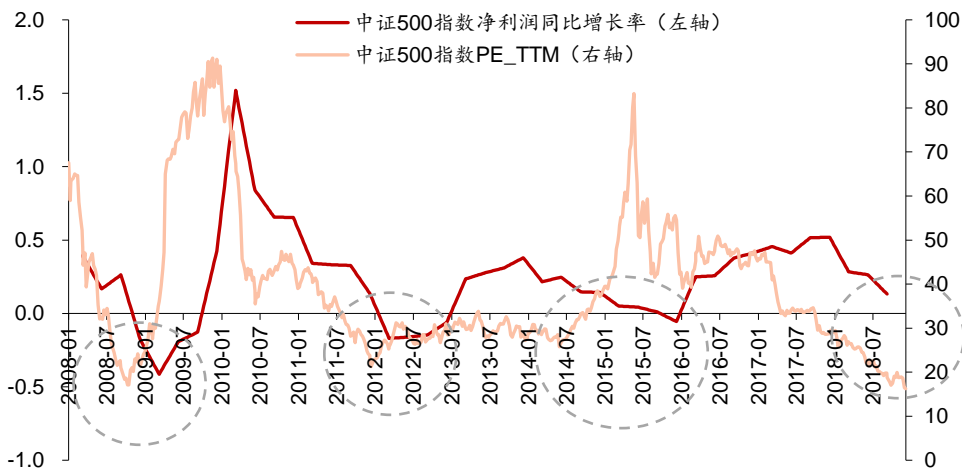
图表26： 300 价值、沪深 300、中证 500 指数近十年 PE（TTM）走势图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看出，上图中三个指数的 PE 走势基本一致，2018 年初开始三者趋势均为震荡向下，目前已近 2008 年以来历史最低水平。其中，300 价值、沪深 300 指数当前 PE（TTM）处于图示区间 2008.1.25~2018.12.28 中的 6.26%、7.02%分位，中证 500 指数当前 PE（TTM）为图示区间的最低水平。

图表27： 中证 500 指数近十年 PE（TTM）和净利润同比增长率走势图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

上图展示了中证 500 指数近十年的 PE (TTM) 和净利润同比增长率走势图，从历史演变规律来看，一般“估值底”领先于“业绩底”（图中灰色虚线圆形所示），目前估值已经基本见底，盈利可能会在明后年出现改善。

从预期上看，市场未来中长期行情有望回升。一方面，从图表 27 中可以看出，目前市场估值已经接近 2008 年以来的历史低位，预计进一步下行的空间有限，估值易出现“触底反弹”；另一方面，“政策底”已经坐实，根据 2018 年 12 月 13 日的政治局会议，2019 年的经济政策强调“稳增长”、“稳就业”，确立经济增速的底线，可以期待未来政策发力对市场产生持续的积极影响。两大“底”叠加，为 A 股市场反弹提供强劲的支撑力。

与此同时，我们预计上市公司可能会迎来盈利修复的良机。随着“稳杠杆”政策与宽松货币政策的推行，投资出现回升迹象；并购重组市场受政策利好而回暖，对外开放进程逐步持续，为公司提供更好政策环境；个税的改革有望进一步提升国内消费水平。多个层面因素的结合，将共同推动上市公司复苏。一则上市公司的现金流压力有望得到缓解，资金投入和运转将逐步顺畅；二则受益于并购重组放开，上市公司有望进一步提升业绩，创造盈利点。受益于此，相对景气的行业以及具有良好收益潜力的公司将会脱颖而出。

综上所述，我们预计未来 A 股市场可能会逐渐进入估值和盈利修复期，投资风格以盈利驱动为主，回归价值投资本质，估值修复的过程也能进一步增厚长期投资回报。发掘真正被低估的、拥有出色盈利能力的股票，立足中长期价值投资，将有望在市场估值和盈利的双重修复中持续获利；同时，受当前经济形势的压力影响，短期内市场情形尚不明朗，个股行情也容易出现波动，而基于价值型指数的投资策略能够显著分散非系统性风险，不失为一种明智的选择。

定位价值指数特色，寻找合适投资品种

经过上面几个小节分析，未来一段时间正是底部布局价值型投资产品的良机，那么应该选择什么样的投资品种呢？前面用于举例的几个价值指数只是冰山一角，市场上还有许多其它价值型投资产品可供选择，投资人应当厘清自己的特点与偏好，科学评价每种产品的特色，以便找到最合适自己的投资品种。我们此处仍延续上面分析中涉及的中证国信价值指数（931052.CSI），以此为例进行分析，可以看到，该指数的特色如下：

1. 编制方法：以中证全指为样本空间（即等同于在全市场范围内进行选股）、成分股加权方式为等权重、选股核心指标为 PB 和 ROE（综合了估值、盈利两方面），目前 A 股价值指数中同时符合以上三条的还是比较稀少的（即同类竞争者少）；
2. 历史表现：在观察期（2007.6.29~2018.12.28）内兼具总收益高和相对沪深 300 表现稳定两方面优点，其加权平均市值介于沪深 300、中证 500 指数之间，在市值分布上呈现一定的均匀性，不偏向大盘或小盘集中，而且其历史走势与沪深 300、中证 500 指数均有一定区别度，这也是比较有特色的；
3. 行业分布：除银行业占据 18.8% 权重外，在其余行业上分布比较均匀，能有效分散行业配置风险；
4. 估值与盈利指标：在 E/P、B/P、EPS、ROE 四个指标上均处于上游水平，能选出真正的低估值、高盈利的优质价值股。

以上 4 点详细刻画出了国信价值指数的特色。至于是否适合某个指定的投资人，还要分析一下需求是否匹配。如果投资人希望找到一个分布特色类似沪深 300、更稳健的指数，那么 300 价值、国证价值等指数可能更匹配；如果投资人希望找到一个更偏中小盘特色的价值指数，那么 380 价值、500 价值等指数可能更匹配。如果投资人的要求更贴近于以上 4 点描述，即希望找到一个执行 PB-ROE 选股思路、兼具高收益和稳定性、行业及市值分布均匀、估值盈利指标出色的指数，那么国信价值指数可能是更好的选择。目前市场有一只跟踪该指数的基金产品——富国中证价值 ETF（512040.OF），对应的联接基金为富国中证价值 ETF 联接（006748.OF）。

风险提示

价值投资策略的效果会受到市场环境的影响，报告中的策略回溯效果只能代表历史，不能预测未来；报告中提及的具体价值指数只是比较常见的几个价值指数，并不能说明 A 股市场全部价值指数的情况；报告中涉及到的价值指数及基金产品分析内容不代表任何投资意见，请投资者谨慎、理性地看待。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com