

## 滚动市盈率（TTM）选股策略分析

### 相关研究

- 市盈率作为一种流行的评估股票的方法，被投资者和财务人员广泛的采用，无论是新股发行还是对大盘风险和个股风险的评价，都离不开对市盈率的讨论，鉴于市盈率估值方法应用的广泛性，有必要对市盈率选股策略进行深入的分析。
- 由于滚动市盈率能够更好的反映出上市公司的成长性，同时更具时效性，能够解决静态市盈率的滞后问题，因此本文选取滚动市盈率为研究对象。
- 对滚动市盈率（TTM）和静态市盈率（LYR）的对比分析中，本文发现当股票市场处于相对平稳阶段和上升阶段时，滚动市盈率选股策略优于静态市盈率选股策略。另一方面实证研究表明，市盈率越低，投资股票的收益率越高；市盈率越高，投资股票的收益率越低。
- 本文以沪深 300 样本股的 2008 年 7 月 1 日至 2008 年 7 月 31 日的平均股价为基准的市盈率与各样本股历史上最低一个月股价为基础的平均市盈率对比，以此说明目前估值是否处于该股的历史低位。经过测算，共得出估值处于历史低位的股票 61 支，占整个沪深 300 样本股票的 20.33%。

实习生  
曹方  
caofang@lhqz.com

指 导 人  
联合证券研究所金融工程部

## 目 录

研究样本组合的选取及构建流程 .....	3
不同市场阶段收益率变化情况 .....	5
市场处于相对平稳阶段 .....	5
市场处于上升阶段 .....	6
市场处于快速下降阶段 .....	8
选取有价值的股票 .....	9

## 研究样本组合的选取及构建流程

市盈率作为一种流行的评估股票的方法，被投资者和财务人员广泛的采用，无论是新股发行还是对大盘风险和个股风险的评价，都离不开对市盈率的讨论，鉴于市盈率估值方法应用的广泛性，有必要对市盈率投资策略进行深入的探讨。市盈率投资策略的研究归根结底是运用市盈率指标来进行“价值评估”，也就是如何判断一支股票或整个市场是贵了还是便宜了。而通常对单个股票或整个股票市场的价值进行评估有三种常用的方法：市盈率法（P/E）、市净率法（P/B）和股息率法。

购买一支股票的真正目的是获得它带来的利润的一部分，市盈率则代表了我們为企业利润所支付的成本，高市盈率意味着高成本，低市盈率意味着低成本。因此，按照低买高卖的永恒法则，购买低市盈率的股票应该是有机会取得较高的相对收益，而所谓低市盈率选股法就是选股时以市盈率为最重要的指标，按股票的市盈率排序，购买低市盈率股票，并一直持有的一种投资策略。本文主要运用低市盈率选股法来考察滚动市盈率和静态市盈率在选股收益方面的差异。

本文选取的样本范围是沪深 300 指数成份股，沪深 300 指数是沪深证券交易所于 2005 年 4 月 8 日联合发布的反映 A 股市场整体走势的指数，由于该指数样本覆盖了沪深市场六成左右的市值，因此具有良好的市场代表性。其中样本股票的选取以中证指数有限公司最近调整的 300 支股票为准，同时对样本股票的筛选遵从以下原则：

1. 由于过高的市盈率或者市盈率为负值是没有意义的，因此我们选取的市盈率范围为 0 至 100；
2. 赢利的上市公司全部纳入计算范围，亏损公司不纳入；
3. 股票价格以收盘价为基准，计算二级市场收益率用复权价格；
4. 只考虑“配送、转赠”对股本除权的影响。

在具体的数据处理上，本文运用如下的滚动市盈率指标：

$$PE_{TTM} = P_t / EPS_{q-1}$$

其中， $P_t$  表示股票在  $t$  时的股价， $EPS_{q-1}$  表示  $t$  时间所在的上季度最后一天起往前推一年的每股收益。

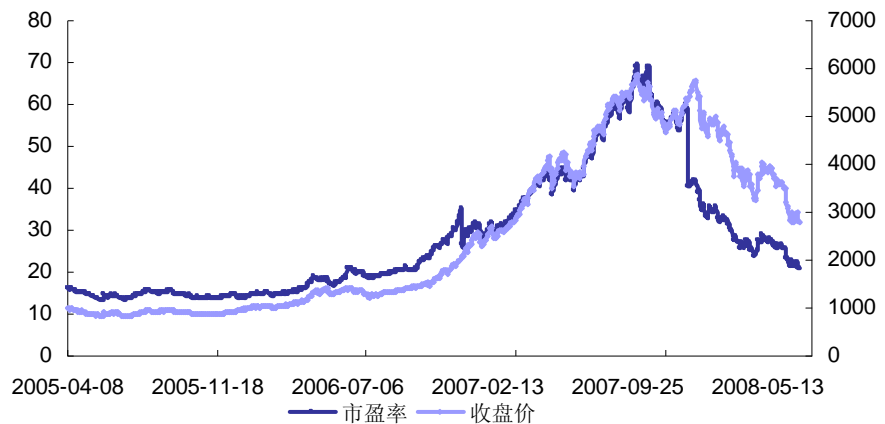
静态市盈率使用股价与上一年度每股收益计算得到。

从上面的滚动市盈率公式我们可以看出静态市盈率和滚动市盈率的区别：静态市盈率的分子是上年年报中的每股收益，每股收益是定值。而滚动市盈率分子是把最近四个季度的每股收益拿来计算，所以这个数值每过一个季度都会变化，因此，从直观上看滚动市盈率能够更好的反映出上市公司的成长性，同时更具时效性，能够解决静态市盈率的滞后问题。

运用上述的滚动市盈率指标，本文对沪深 300 指数的平均市盈率进行计算，

平均市盈率走势如图 1 所示。从平均市盈率走势图上看，沪深 300 从 05 年 4 月 8 日的 16.24 倍市盈率，涨至 07 年 10 月 16 日的 69.62 倍市盈率，增幅高达 328.69%；从最高点到 08 年 6 月 30 日的 20.03 倍，下降了 71.23%。从收盘价走势上看，沪深 300 指数从 2005 年 4 月 8 日的 1003.45 点上涨至 2007 年 10 月 16 日的 5877.2002 的最高点，两年多的时间里上涨了 4873.55 点，累计涨幅高达 586.60%；从 5877.2002 的最高点下降到 08 年 7 月 15 日的 2852.97 点，共下降了 3024.23 点，跌幅高达 51.46%。通过比较沪深 300 平均市盈率走势图和收盘价走势图，可以看出它们之间的走势是趋同的，原因在于相对于每股收益的较平稳变化，市盈率的变化更多的取决于股价的不断变化。

图 1、沪深 300 平均市盈率和收盘价走势图



数据来源：联合证券研究所。

本文选取的样本时间区间最大跨度是 2003 年 10 月 16 日至 2008 年 6 月 30 日，约 4 年零 8 个月。通过对比上面的平均市盈率和收盘价走势图，本文将该时间跨度共分为 5 个样本区间，分别是：

表 1、样本的时间区间

簇号	时间区间	市场所处阶段
I	03/10/16-04/10/16	相对平稳阶段 <sup>1</sup>
II	04/10/16-05/10/16	
III	05/10/16-06/10/16	缓慢上升阶段
IV	06/10/16-07/10/16	快速上升阶段
V	07/10/16-08/06/30	快速下降阶段

另外，本文采用的滚动市盈率选股策略具体为：每个季度都按照滚动市盈率从低到高将股票排序并分成若干组合，连续考察各种市盈率股票组合的收益率，通过不断调仓，比较最终得到的组合收益率是否高于静态市盈率选股策略下的收益率。下面本文按照市场所处的不同阶段分别考察滚动市盈率投资策略的效用。

<sup>1</sup> 由于沪深 300 指数最早从 05 年 4 月 8 日开始发布，对于该时点以前市场所处阶段的判断主要依据 A 股市场整体走势。

## 不同市场阶段收益率变化情况

### 市场处于相对平稳阶段

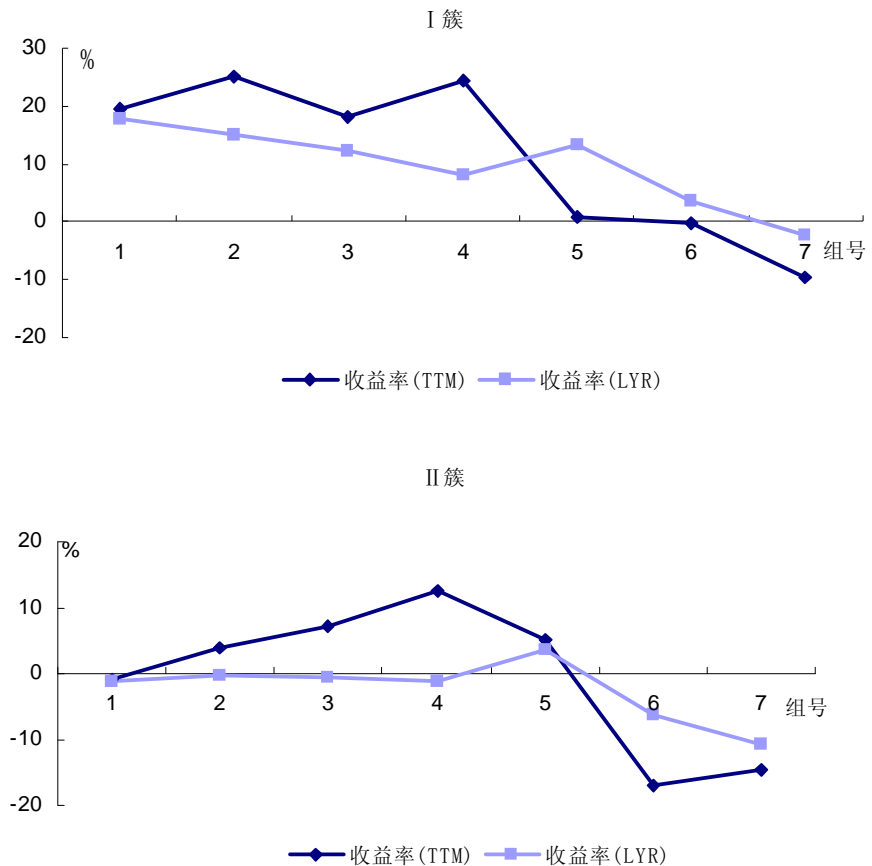
当市场处于相对平稳阶段时，本文选用 2003 年 10 月 16 日至 2004 年 10 月 16 日，以及 2004 年 10 月 16 日至 2005 年 10 月 16 日的两组数据进行分析，分别在 2004 年 1 月 16 日，2004 年 4 月 16 日，2004 年 7 月 16 日，以及 2005 年 1 月 16 日，2005 年 4 月 16 日，2005 年 7 月 16 日对样本进行调整，每次调整时按照滚动市盈率的高低将样本分成七组，分别计算出每三个月的收益率水平，然后由每三个月的收益率推导出一年的收益率水平，以与由静态市盈率选股策略得出的次年收益率进行比较。具体的收益率水平如下表所示：

表 2、 相对平稳阶段滚动市盈率和静态市盈率对应收益率比较						%
组号	03/10/16-04/1/16	04/1/16-04/4/16	04/4/16-04/7/16	04/7/16-04/10/16	总收益率（TTM）	次年收益率（LYR）
1	27.42	8.56	-9.33	-4.59	19.66	17.84
2	26.60	10.88	-10.75	-0.23	25.00	15.18
3	25.24	12.99	-12.21	-4.89	18.15	12.37
4	19.65	11.61	-8.33	1.54	24.30	8.08
5	5.88	13.94	-15.82	-0.59	0.95	13.24
6	11.30	9.11	-13.73	-4.86	-0.31	3.50
7	5.46	10.27	-17.62	-5.73	-9.70	-2.33
组号	04/10/16-05/1/16	05/1/16-05/4/16	05/4/16-05/7/16	05/7/16-05/10/16	总收益率（TTM）	次年收益率（LYR）
1	-4.40	5.83	-13.26	12.90	-0.92	-1.19
2	-4.09	6.72	-12.14	15.51	3.88	-0.45
3	-2.44	7.82	-14.60	19.18	7.05	-0.60
4	-4.07	6.71	-9.21	21.02	12.47	-1.18
5	-4.18	3.57	-9.83	17.54	5.18	3.58
6	-5.00	-7.07	-16.65	12.85	-16.96	-6.36
7	-8.11	-7.85	-10.78	13.04	-14.59	-10.78

数据来源：联合证券研究所。

由上表可知，滚动市盈率选股策略得出的低市盈率股票组合的收益率明显高于静态市盈率选股策略所得的收益率，为了更明确的看出两者之间的差距，本文将收益率（TTM）和收益率（LYR）的对比表示成直观图的形式（图 2），从中我们可以看出，滚动市盈率对应的收益率曲线较静态市盈率对应的曲线更加陡峭，表现在当市盈率较低时，滚动市盈率对应的收益率高于静态市盈率对应的收益率；当市盈率较高时，滚动市盈率对应的收益率低于静态市盈率对应的收益率，更陡峭的收益率曲线代表着更有效的投资策略，因此经过每季度调整滚动市盈率，不断调仓，得出的滚动市盈率选股策略在股市处于较平稳阶段时将优于静态市盈率选股策略。

图 2、相对平稳阶段滚动市盈率和静态市盈率对应收益率比较



数据来源：联合证券研究所。

## 市场处于上升阶段

在缓慢上升和快速上升阶段，本文运用 2005 年 10 月 16 日至 2006 年 10 月 16 日，以及 2006 年 10 月 16 日至 2007 年 10 月 16 日的数据进行分析，在运用滚动市盈率选股策略时，同样在 2006 年 1 月 16 日，2006 年 4 月 16 日，2006 年 7 月 16 日，和 2007 年 1 月 16 日，2007 年 4 月 16 日，2007 年 7 月 16 日对样本按照滚动市盈率的高低进行调整，以得到市盈率从低到高的 7 组数据，用同样的方面得出 1 年的总收益率，以与静态市盈率选股策略得出的次年收益率进行比较。具体的数据对比如下：

表 3、上升阶段滚动市盈率和静态市盈率对应收益率比较

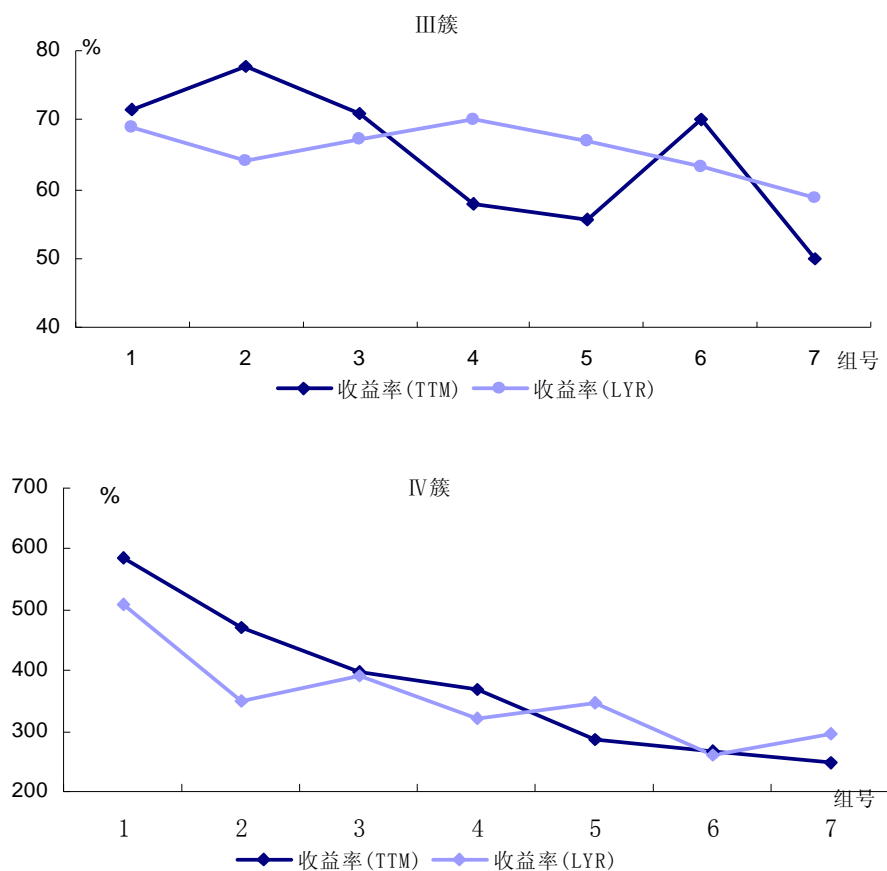
组号	05/10/16	06/1/16	06/4/16	06/7/16	06/10/16	总收益率（TTM）	次年收益率（LYR）
1	7.12	23.50	25.48	3.34	71.54	68.98	
2	10.88	24.41	23.69	4.24	77.87	64.25	
3	5.28	31.55	18.68	4.02	70.98	67.28	
4	4.21	25.13	18.05	2.51	57.81	69.98	
5	2.17	21.72	24.19	0.70	55.54	66.88	
6	6.55	20.94	28.25	2.99	70.21	63.13	
7	2.74	16.58	21.79	2.71	49.82	58.61	

组号	06/10/16-07/1/16	07/1/16-07/4/16	07/4/16-07/7/16	07/7/16-07/10/16	总收益率（TTM）	次年收益率（LYR）
1	63.03	94.78	16.21	85.65	585.06	510.42
2	56.84	63.88	25.51	77.23	471.75	349.46
3	59.60	64.21	14.69	65.07	396.18	392.28
4	60.70	57.04	21.55	52.84	368.82	322.38
5	50.97	50.34	16.48	45.60	284.96	346.45
6	62.13	45.80	10.16	41.19	267.66	260.29
7	49.19	46.62	19.68	32.26	246.22	296.63

数据来源：联合证券研究所。

当市场处于上升阶段时，滚动市盈率选股策略对应的低市盈率股票组合的收益率同样高于静态市盈率选股对应的收益率，两种策略下的收益率对照图如下图所示，从中我们可以得出与市场处于相对平稳阶段一样的结论，即滚动市盈率对应的收益率曲线较静态市盈率对应的收益率曲线更加陡峭，由于更陡峭的收益率曲线代表着更有效的投资策略，因此在市场处于上升阶段时，选择滚动市盈率选股策略，每季度对股票组合进行重新选择，不断调仓，得到的组合收益率将同样优于静态市盈率选股策略。

图 3、上升阶段滚动市盈率和静态市盈率对应收益率比较



数据来源：联合证券研究所。

## 市场处于快速下降阶段

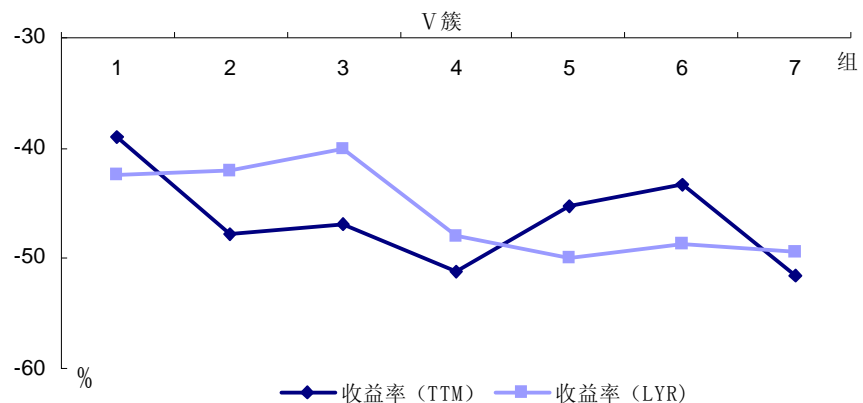
当市场处于快速下降阶段时，我们选择的样本时间跨度为 2007 年 10 月 16 日至 2008 年 6 月 16 日，在运用滚动市盈率选股策略时，本文将在 2008 年 1 月 16 日，2008 年 4 月 16 日对股票组合的市盈率进行调整排序，以得到市盈率从低到高的 7 组数据，测量每组数据的三个月收益率，最终得出 1 年的总收益率，同样与静态市盈率下的选股策略得出的次年收益率进行对比，具体数据比较如下：

表 4、快速下降阶段滚动市盈率和静态市盈率对应的收益率比较					%
组号	07/10/16-08/1/16	08/1/16-08/4/16	08/4/16-08/6/30	总收益率（TTM）	次年收益率（LYR）
1	23.96	-34.72	-24.70	-39.06	-42.42
2	0.53	-32.59	-22.86	-47.73	-42.02
3	0.51	-35.55	-18.14	-46.97	-40.01
4	1.00	-34.77	-25.96	-51.22	-47.95
5	2.72	-36.60	-15.88	-45.22	-49.87
6	-3.84	-28.53	-17.55	-43.34	-48.61
7	-1.98	-33.94	-25.32	-51.65	-49.38

数据来源：联合证券研究所。

从表中我们可以看出，当股市处于快速下降阶段时，所有组合的收益率都为负值，负的收益率表示在投资中的损失，因此在该市场阶段中，收益率的绝对值越小，说明损失越小。将滚动市盈率和静态市盈率策略下的收益率表示成直观图的形式，可以更清楚的看出，在最低的市盈率组合中，滚动市盈率选股策略下的收益率仍然高于静态市盈率选股策略下的收益率，但是随着组合市盈率的提高，静态市盈率策略下的收益率将高于滚动市盈率策略下的收益率，总体来说，当市场处于快速下降阶段时滚动市盈率选股策略不优于静态市盈率选股策略。

图 4、快速下降阶段滚动市盈率和静态市盈率对应的收益率比较



数据来源：联合证券研究所。

从以上的所有图表中，我们可以非常清楚的看到 2003 至 2004 年，2004 至 2005 年，2005 至 2006 年，2006 至 2007 年以及 2007 至 2008 年，股票的收益率与其市盈率显著相关，市盈率越低，也就是说股票盈利能力越强，投资股票的收益率越高。不管在静态市盈率选股策略还是在滚动市盈率选股策略下，投资于市盈率最低的一组股票，可得到的收益率明显高于投资于最高市盈率的股票，且



收益差距非常巨大。而处于最低市盈率和最高市盈率之间的中等市盈率组合的股票的整体趋势是随着市盈率的提高，股票的盈利能力逐渐减弱，但是对于个别样本来说也存在高市盈率股票对应高收益率的情况，主要原因可能是当两组股票的市盈率接近到一定程度，影响股票收益率差异的因素可能不再是市盈率之间微小的差异。总之，低市盈率选股法是适用的，下面我们选择一批市盈率处于历史低位的股票，以为投资者投资提供一定的依据。

## 选取有价值的股票

由上面的结论可知，投资者选取低市盈率股票组合是一种有效的投资策略。因此，本文接下来将根据低市盈率选股策略以沪深 300 样本股为对象，选取一批市盈率处于历史低位的股票，为投资者进行投资提供一些帮助。另一方面，中国 A 股市场经过一段时间的剧烈波动以后，截至到 08 年 7 月 31 日的沪深 300 指数已经降到 2805.20 点，股市继续快速下降的空间已经不大，可以肯定股市已经离开了快速下降阶段，因此滚动市盈率选股策略是适合我国目前的 A 股市场的。

本文以沪深 300 样本股的 2008 年 7 月 1 日至 2008 年 7 月 31 日的平均股价为基准的市盈率与各样本股历史上最低一个月股价为基础的平均市盈率对比，以此说明估值是否仍处于该股的历史低位。经过测算，本文得出 2008 年 7 月平均市盈率处于历史低位的股票共计 61 支，占整个沪深 300 样本股票的 20.33%，具体股票如下图所示：

**表 5、2008 年 7 月平均市盈率处于历史低位的股票**

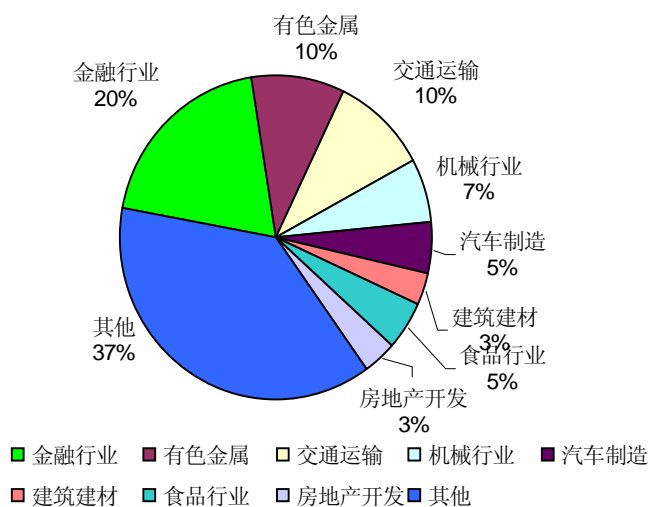
证券代码	证券简称	市盈率	证券代码	证券简称	市盈率	证券代码	证券简称	市盈率
000001	深发展 A	13.13	600033	福建高速	9.35	600642	申能股份	15.06
000021	长城开发	15.67	600036	招商银行	15.28	600655	豫园商城	22.93
000060	中金岭南	12.51	600048	保利地产	13.81	600660	福耀玻璃	15.79
000338	潍柴动力	6.46	600066	宇通客车	10.87	600685	广船国际	12.20
000559	万向钱潮	15.59	600068	葛洲坝	15.22	600739	辽宁成大	13.12
000568	泸州老窖	36.30	600104	上海汽车	9.99	600787	中储股份	26.17
000581	威孚高科	20.13	600111	包钢稀土	31.85	600809	山西汾酒	23.61
000652	泰达股份	26.63	600117	西宁特钢	10.58	600832	东方明珠	34.37
000686	东北证券	8.74	600125	铁龙物流	18.63	600875	东方电气	11.45
000758	中色股份	12.28	600150	中国船舶	10.03	600879	火箭股份	26.47
000793	华闻传媒	21.91	600169	太原重工	26.76	600978	宜华木业	18.03
000900	现代投资	11.02	600183	生益科技	13.40	601001	大同煤业	27.63
002097	山河智能	30.89	600269	赣粤高速	11.29	601005	重庆钢铁	18.25
002142	宁波银行	21.21	600309	烟台万华	16.32	601006	大秦铁路	26.75
002146	荣盛发展	15.43	600377	宁沪高速	19.01	601111	中国国航	27.85
002155	辰州矿业	52.06	600456	宝钛股份	21.87	601168	西部矿业	19.48
600009	上海机场	18.75	600595	中孚实业	15.65	601318	中国平安	21.62
600015	华夏银行	14.24	600616	第一食品	22.08	601328	交通银行	15.72

600016	民生银行	14.64	600628	新世界	28.65	601398	工商银行	15.75
600018	上港集团	20.42	600631	百联股份	28.63	601988	中国银行	14.47
600030	中信证券	11.48						

数据来源：联合证券研究所。

从低位市盈率股票的行业分布来看，金融行业共计 12 支，占比 20%；有色金属行业共计 6 支，占比 10%；交通运输行业共计 6 支，占比 10%；机械业共计 4 支，占比 7%；等等。具体行业分布如图 5 所以：

图 5、估值处于低位股票的行业分布



数据来源：联合证券研究所。

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。