

2020 年 05 月 11 日

失效的低估值策略

证券分析师： 燕翔

010-88005325

yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

大致从 2018 年底开始至今，A 股市场中低估值策略失效了，低估值组合收益率显著跑输大盘。我们认为这背后的原因主要在于驱动市场的逻辑变了。低估值股票主要集中在与宏观经济关联度较高的行业，比如金融、地产、建筑、周期等，从历史经验看，一般在盈利驱动的牛市行情中，比如 2003 年、2006 年、2017 年等，低估值策略表现显著要好，而在估值驱动的牛市行情中，比如 2000 年、2015 年、2019 年等，低估值策略收益率表现均较差，另外在熊市中低估值策略也有一定的抗跌属性。

展望未来，我们认为低估值策略短期内逆袭的可能性较小，当前的市场行情延续着 2019 年下半年以来的逻辑，即全球即全球范围内的负利率和流动性极度宽松。这种情况下，以往传统的估值模型，不管是 DDM、DCF 或者 D(Discounted)任何东西，都面临着同样的问题，就是当利率（分母）为 0 或者为负的时候，这样的贴现和从理论上来说是趋向于无穷大的。这也就意味着，当我们面临零利率或者负利率的宏观环境时，盈利（分子）稳定性以及成长性的价值会更加突出，市场对于基本面无瑕疵品种的估值容忍度会进一步提高。

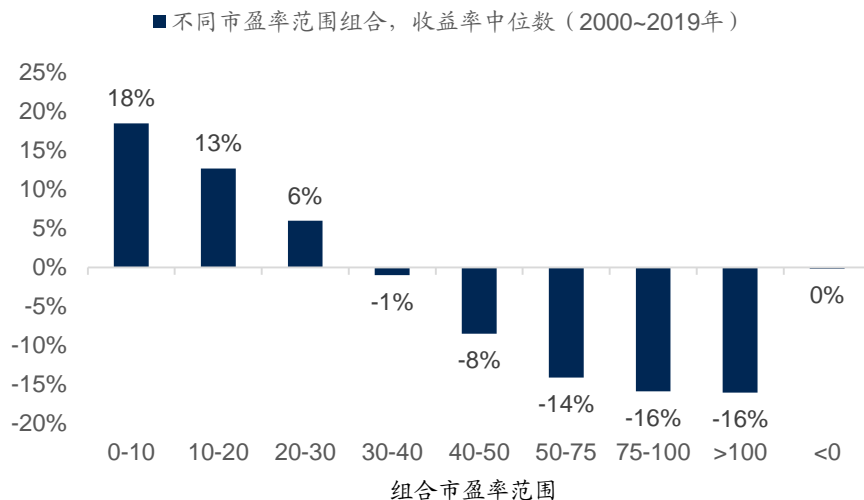
“低估值策略”在股票市场中普遍比较受欢迎，一方面，便宜就是王道，低估值意味着这笔投资有较好的安全边际，另一方面，传统意义上我们所说的价值投资（各种计算企业的现金流贴现和），也只有在估值相对较低的范围内讨论才有意义，当估值超过一定的临界线，再去讨论价值投资意义就不是那么大了。

“低估值策略”是否有效呢？格雷厄姆说的“烟蒂投资”和“捡便宜货”，到底能不能带来超额收益？

应当说，从长期来看，“低估值策略”在 A 股市场是有效的。我们做了如下一个经验数据统计，每年年底我们讲所有股票根据其市盈率（ttm）的不同分为 9 组，分别为：市盈率 0 到 10 倍的为一组，10 到 20 倍的为一组，20 到 30 倍的为一组，30 到 40 倍的为一组，40 到 50 倍的为一组，50 到 75 倍的为一组，1000 倍以上的为一组，市盈率为负（亏损）的单独为一组。然后计算 t+1 年该组合中股票的年收益率，每年滚动换一次样本，时间范围是 2000 年至 2019 年。

从图 1 中可以看出，这样操作在长期（2000 年到 2019 年）中，低估值策略有明显的超额收益，市盈率在 10 倍以下（不含亏损市盈率为负股票）组合的收益率中位数高达 18%，远远领先其他各个市盈率范围组合的收益率中位数，而且可以发现，组合收益率的中位数与组合市盈率高低呈现出非常强烈的负向关系，即组合的市盈率越低收益率越高，这充分说明了低估值策略在长期的有效性。

图 1： A 股市场中低估值策略在长期中非常有效



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：本图含义解释：每年年底按照上市公司的市盈率（ttm）进行分组，市盈率 0-10 倍一组，10 到 20 倍一组，20-30 倍一组，30-40 倍一组，以此类推，然后计算 t+1 年该组合中股票的年收益率，每年滚动换一次样本，时间范围是 2000 年至 2019 年，图中列示数字为 2000 年至 2019 年组合年收益率的中位数。

然而，长期的有效性不代表短期没有变化，从动态角度来看，低估值策略从 2019 年初开始到现在，持续跑输大盘。图 2 报告了我们用中万低市盈率指数构建的低市盈率指数超额收益的走势，这里的基准是 Wind 全 A 指数。从图 2 里可以发现，低市盈率策略的有效性（指跑赢市场整体的超额收益）有着很强的趋势性变化特征，大体上从 2003 年开始到 2007 年，低估值策略明显跑赢市场整体，从 2008 年到 2015 年左右，低估值策略明显跑输大盘，从 2015 年到 2018 年底，低市盈率策略再度显著跑赢市场整体，最后从 2018 年底左右至今，低市盈率组合又显著跑输大盘。

图 2： 2000 年至 2020 年低市盈率指数超额收益走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（注：根据《申银万国股价系列指数编制说明书 4.01》，市盈率系列指数由低市盈率指数、中市盈率指数和高市盈率指数构成，成份股数量均为 300 家。其中，低市盈率股票成份股为 300 家市盈率最低的股票；高市盈率股票成份股为 300 家市盈率最高的股票；中市盈率指数成份股为市盈率大于中位数的 150 只股票和市盈率小于等于中位数的 150 只股票。）

用另一个指标，“低市净率指数”去度量低估值策略的超额收益走势，也可以得到类似的结论。低市净率指数的超额收益虽然和低市盈率指数超额收益走势略有不同，但大体上方向是相似的，而且同样，大致从 2018 年底 2019 年初开始至今，低市净率指数明显跑输大盘。

图 3：2000 年至 2020 年低市净率指数超额收益走势



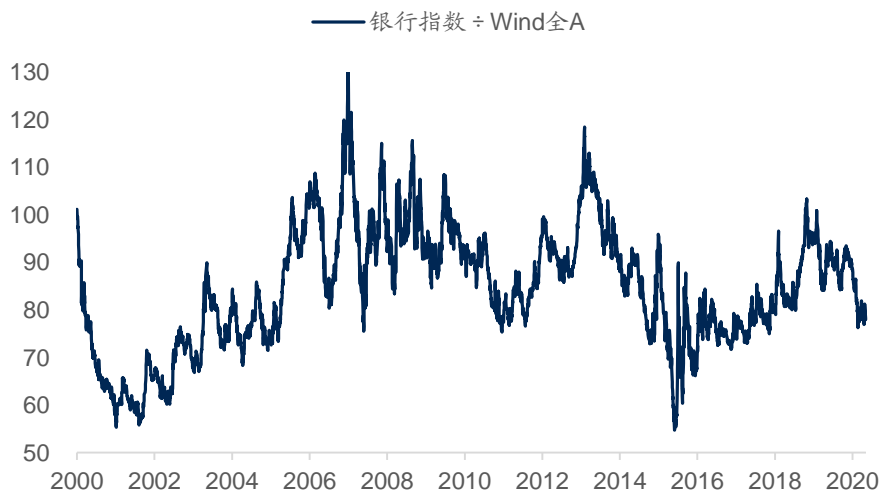
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（注：低市净率指数编制方式与低市盈率指数编制方式类似）

如何解释低市盈率和低市净率指数超额收益的走势？

一种解释是银行股指数的走势主导了前述低估值策略的超额收益走势，因为在 A 股市场中，银行板块的估值最低且权重很大。这个解释有一定道理，不过可能不是故事的全部，对比图 4 银行板块超额收益的历史走势，可以发现图 4 和图 2 与图走势上有相近的地方，但并不完全相同。

图 4：2000 年至 2020 年银行板块指数超额收益走势



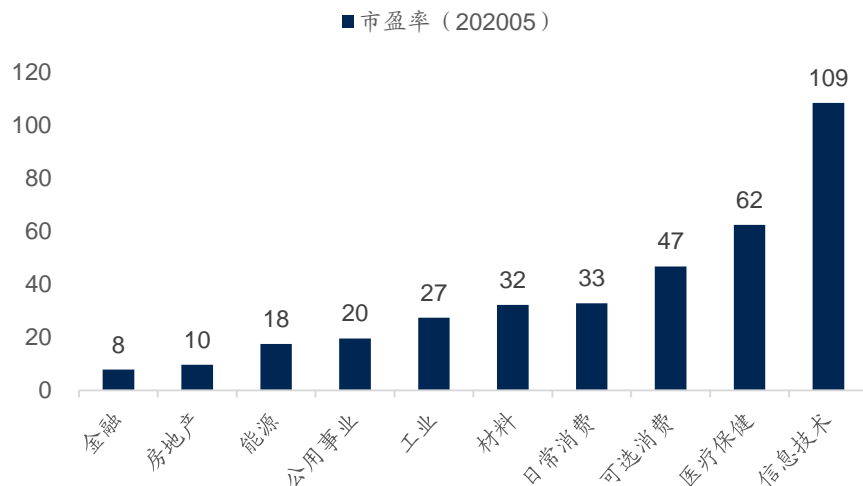
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从行业板块的估值分布情况来看，可以发现，A 股市场中的低估值板块主要集中在与宏观经济相关度较高的行业，而估值相对较高的行业普遍与宏观经济相关度较低。

如果以 Wind 行业分类来看，估值最低的三个板块分别为金融（市盈率 8 倍）、房地产（市盈率 10 倍）、能源（市盈率 18 倍），估值最高的三个板块分别为信息技术（市盈率 109 倍）、医疗保健（市盈率 62 倍）、可选消费（市盈率 47 倍）。

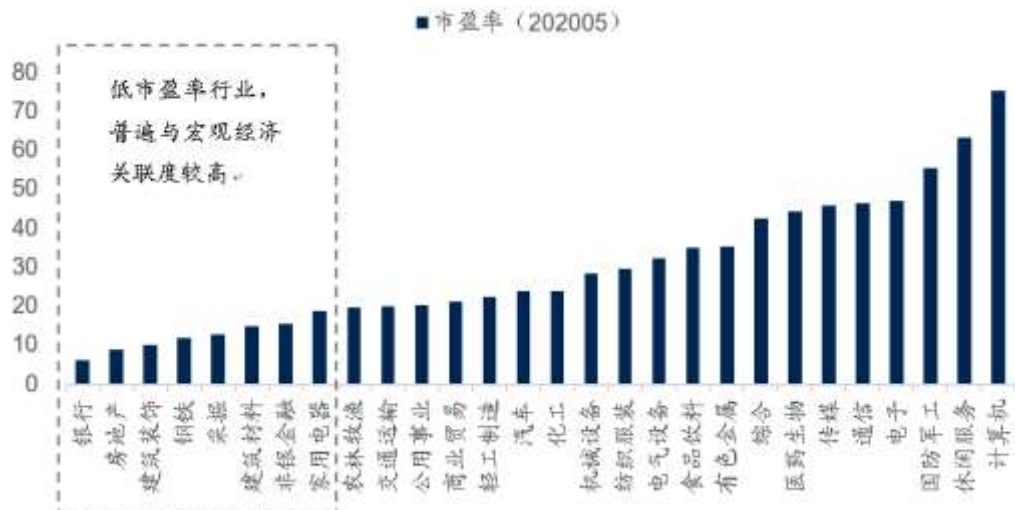
如果以我们更加熟悉的申万行业分类来看，市盈率估值最低的五个板块分别为银行、房地产、建筑、钢铁、采掘，市盈率最高的五个行业板块分别为计算机、休闲服务、国防军工、电子、通信。

图 5: Wind 一级行业板块市盈率情况 (2020 年 5 月)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 申万一级行业板块市盈率情况 (2020 年 5 月)



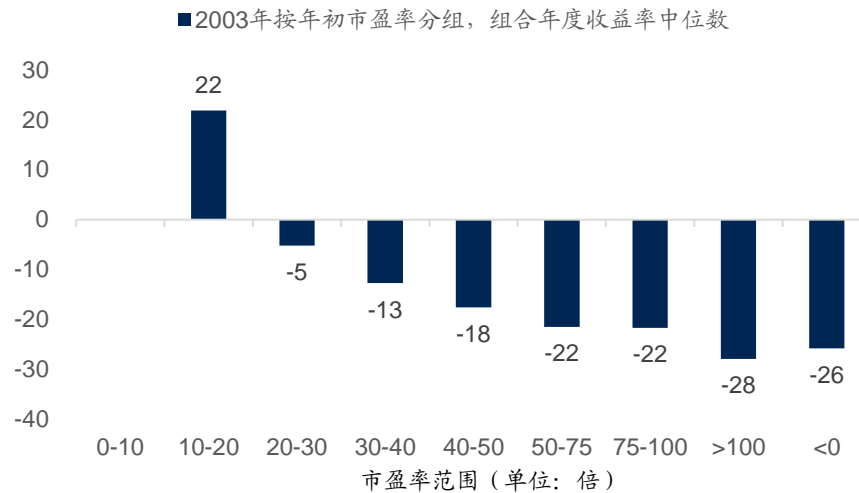
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从这样的估值分布特征来看，我们认为对低估值策略超额收益走势的一种解释，可以是在盈利驱动为主的牛市行情中，低估值策略会相对更加有效。

回顾 2000 年以来 A 股市场的走势特征，以盈利驱动的上涨行情中，比如 2003 年、2006 年、2017 年，低估值策略都是比较有效的。

2003 年低估值策略非常有效，低市盈率组合有显著的超额收益，且组合的收益率随着市盈率的降低而增加，市盈率最低的一组（PE 在 10 倍到 20 倍的股票），组合收益率中位数 22%，远远高于其他组合。

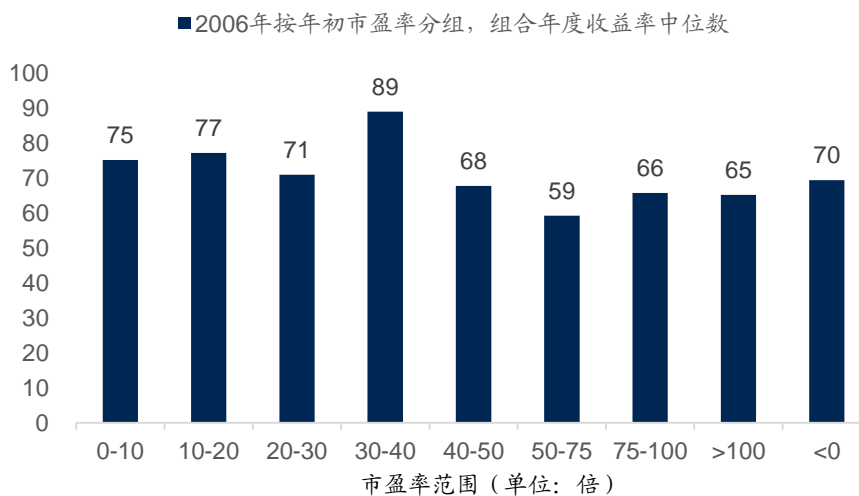
图 7：2003 年按年初个股市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2006 年低估值策略的有效性没有 2003 年那么强，但是总体依然比较有效，低估值组合（市盈率在 0 到 40 倍间的股票），总体收益率中位数要高于高市盈率组合。

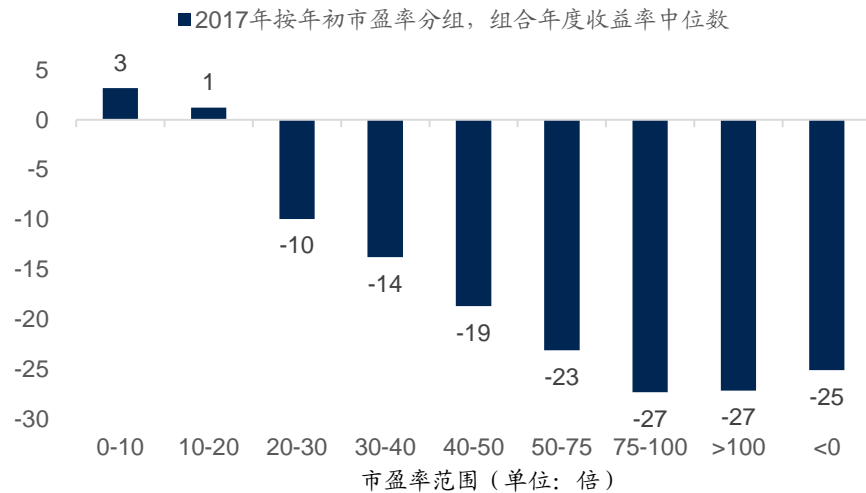
图 8：2006 年按年初个股市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2017 年的特征与 2003 年非常相似，低估值策略非常有效，低市盈率组合有显著的超额收益，且组合的收益率随着市盈率的降低而增加，市盈率最低的两组（PE 在 0 到 10 倍和 PE 在 10 倍到 20 倍的股票），组合收益率中位数位正，远远高于其他组合。

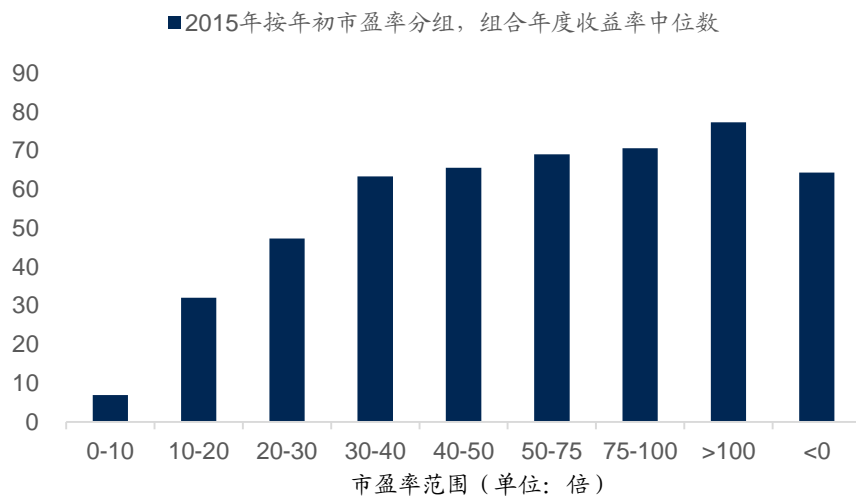
图 9：2017 年按年初市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

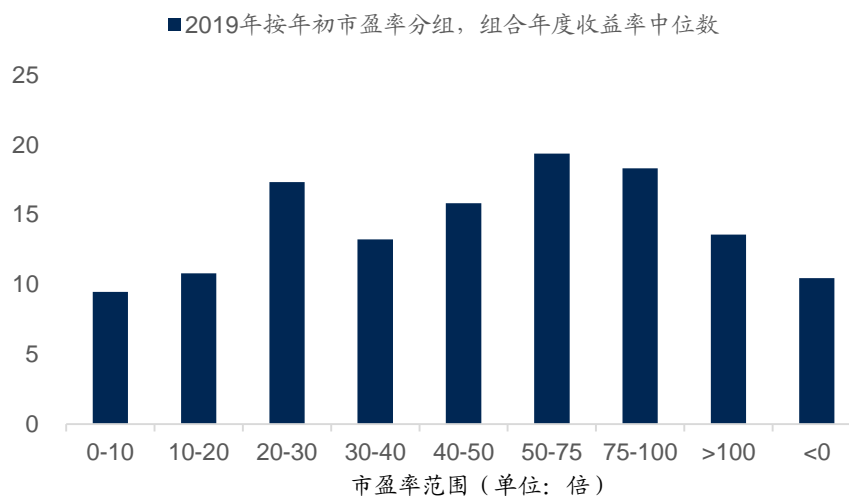
相反，在主要以估值驱动的牛市行情中，比如 2000 年、2015 年、2019 年，低估值策略的表现往往较差。这中间有个例外，就是 2014 年，2014 年行情基本是完全估值驱动的，但是在但是超预期降息以及“一带一路”热点影响下，低估值板块表现相对更好。

图 10：2015 年按年初市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

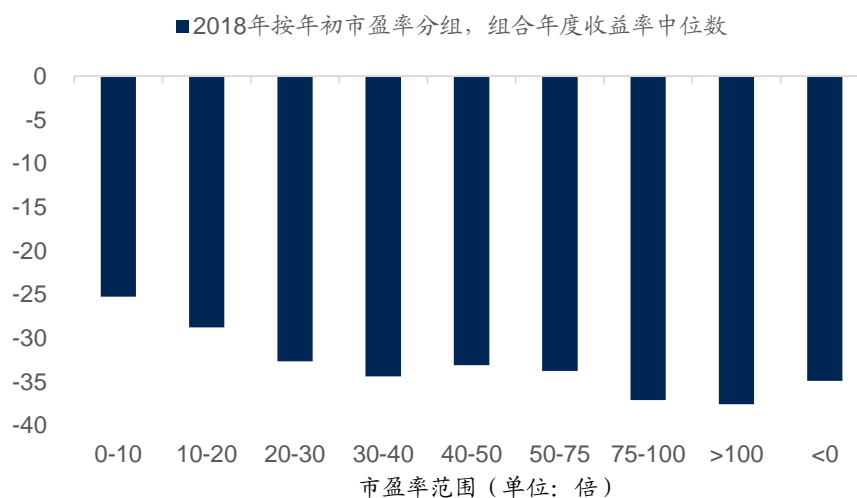
图 11：2019 年按年初个股市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

此外，就是在熊市的情况下，低估值策略可能会有更好的抗跌属性，比如 2018 年。

图 12：2018 年按年初个股市盈率分组，组合年度收益率中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

展望未来会如何？低估值策略短期内有没有可能会逆袭？

感觉可能性并不是太大，2020 年以来的行情基本是延续着 2019 年下半年的逻辑线条，即全球范围内的负利率和流动性极度宽松。这种情况下，以往传统的估值模型，不管是 DDM、DCF 或者 D (Discounted) 任何东西，都面临着同样的问题，就是当利率（分母）为 0 或者为负的时候，这样的贴现和从理论上来说是趋向于无穷大的。

这也就意味着，当我们面临零利率或者负利率的宏观环境时，盈利（分子）稳定性以及成长性的价值会更加突出，市场对于基本面无瑕疵品种的估值容忍度会进一步提高。

风险提示：宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

相关研究报告:

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032