

报告日期：2022年9月21日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

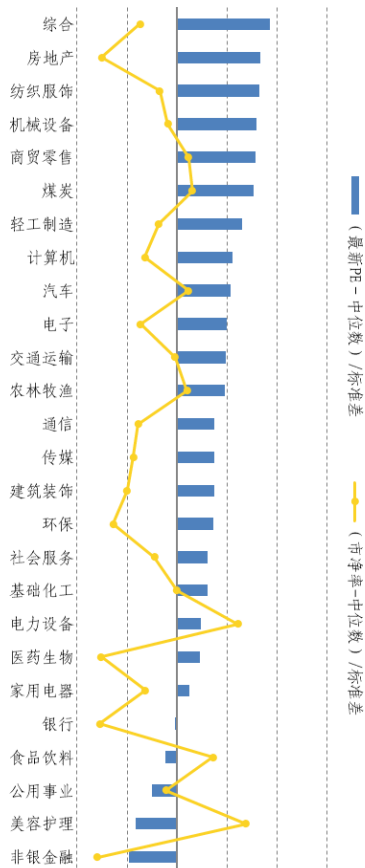
☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：王小琳 S1070520080004

☎ 021-31829751

✉ wangxl@cgws.com

相关报告


A股的估值、风格与风险跟踪

——投资策略周报（2022.9.12--2022.9.18）

核心观点

■ **全部 A 股估值有所下降，主要指数均有不同程度回落，创业板指降幅最大：**9月16日全部 A 股的市盈率从 17.56 倍下降到 16.79 倍，市净率从 1.71 倍下降到 1.63 倍，万得全 A(除金融,石油石化)的市盈率从 28.45 倍下降到 27.09 倍，市净率从 2.49 倍下降到 2.37 倍。此外，沪深 300、中证 500、中小 100、创业板指的市盈率分别为 11.45 倍、21.21 倍、29.91 倍和 44.89 倍，市净率分别为 1.36 倍、1.64 倍、3.53 倍和 5.25 倍。

■ **港股、美股及 A 股重要指数估值位置：**港股重要指数中，恒生指数、恒生大型股指数及恒生中国企业指数市盈率略低于 2006 年以来中位数，最新历史分位值分别为 3.70%，9.40% 和 14.10%；恒生中型股指数、恒生小型股指数市盈率持续低于 2006 年以来中位数，最新历史分位值分别为 3.70% 和 21.40%；恒生香港 35 指数估值市盈率历史分位值为 64.30%，略高于 2006 年以来中位数；恒生科技指数市盈率较大幅度低于 2006 年以来中位数，历史分位值为 13.30%。

美股重要指数中，标普 500 指数市盈率高于 1993 年以来中位数，最新历史分位值为 70.50%；道琼斯工业平均指数市盈率趋近于 1993 年以来中位数，历史分位值为 55.70%；纳斯达克综合指数市盈率低于 1993 年以来中位数，历史分位值为 25.10%。

A 股主要指数中，全 A（除金融石油石化）市盈率最新历史分位值为 37.30%；上证指数、沪深 300 指数市盈率历史分位值为 21.20% 和 21.80%；创业板指市盈率历史分位值为 29.60%；中小 100 指数市盈率历史分位值为 36.60%，趋近历史中位数水平；科创 50 指数市盈率历史分位值为 10.00%，处于历史分位较底水平。

■ **大小盘和成长价值风格切换：大盘价值股相对成长股估值上升，中小盘与前周变化不大。**与前周相比，12 日到 16 日中小 100 和沪深 300 的市盈率比值从 2.63 倍下降到 2.61 倍，市净率比值从 2.61 倍下降到 2.59 倍。大盘成长和大盘价值的市盈率比值从 3.35 倍下降到 3.22 倍，中盘成长和中小盘价值的市盈率比值维持在 1.89 倍的水平，小盘成长和中小盘价值的市盈率比值维持在 1.49 倍的水平。

■ **行业风格切换：行业估值均有下降，其中周期、成长、稳定行业降幅最大。**截至上周五，金融板块市盈率 6.70 倍，比 2011 年以来的中位数（下同）低 1.68 倍标准差；市净率 0.63 倍，比 2011 年以来的中位数（下同）低 2.16 倍标准差。周期板块市盈率 15.44 倍，比中位数低 0.65 倍标准差；市净率 1.85 倍，比中位数低 0.23 倍标准差。消费板块市盈率 36.57 倍，比中位数高 0.87 倍标准差；市净率 3.57 倍，比中位数低 0.21 倍标准差。成长板块市盈率 43.89 倍，比中位数低 0.71 倍标准差；市净率 3.56 倍，比中位数低 0.54 倍标准差。稳定板块市盈率 15.96 倍，比中位数高 0.4 倍标准差；市净率 1.14 倍，比中位数低 0.78 倍标准差。

■ **细分行业估值：**从市盈率来看，相较于上月，从 8 月初至上周五，大部分行业高于历史中位数，以钢铁、有色金属、国防军工、建筑材料、房地产等行业为首的 26 个行业估值高于历史中位数，仅非银金融、美容

护理、公用事业、食品饮料等 5 个行业估值低于历史中位数。从市净率来看，大部分行业低于历史中位数，仅美容护理、电力设备、汽车、国防军工等 8 个行业估值高于历史中位数，非银金融、银行、房地产、医药生物、环保、石油石化等 22 个行业估值低于历史中位数。

- **风险溢价:** 7 月以来，货币市场质押式回购，1 天、7 天和 14 天利率的均值分别为 1.31、1.61 和 1.63，和前一个月相比分别上升 9.66bp、上升 5.33bp 和上升 0.65bp。7 月以来 10 年期国债利率均值为 2.64，和前一个月相比下降 2.64bp，1 年期和 2 年期国债利率分别上升 1.53bp、5.72bp，5 年期国债利率下降 1.22bp。

数据截至上周五，全部 A 股整体市盈率的倒数为 5.95，减去十年期国债到期收益率，计算风险溢价为 3.29%；万得全 A(除金融,石油石化)整体市盈率的倒数为 3.69，计算风险溢价为 1.03%。万得全 A 除金融两油的市场风险溢价自 21 年起持续攀升，今年 4 月超过正一倍标准差，达到 1.34% 的阶段高点，之后有所回落，当前风险溢价略低于历史均值正一倍标准差。

- **风险提示:** 国内疫情反复，经济修复不及预期，市场波动性加剧，全球通胀加剧，地缘政治风险等。

目录

1. 指数估值变化.....	5
2. 市场风格切换.....	8
2.1 大小盘和成长价值.....	8
2.2 行业风格切换.....	9
2.3 细分行业估值.....	10
3. 市场风险溢价.....	12
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 全部 A 股市盈率	5
图 2: A 股 (除金融石油石化) 市盈率	5
图 3: 沪深 300 指数市盈率	5
图 4: 中证 500 指数市盈率	5
图 5: 中小 100 指数市盈率	5
图 6: 创业板指数市盈率	5
图 7: 港股主要指数估值位置	6
图 8: 美股主要指数估值位置	6
图 9: A 股主要指数估值位置	6
图 10: 大小盘风格切换	8
图 11: 大盘成长与大盘价值比较	8
图 12: 中盘成长与中盘价值比较	8
图 13: 小盘成长与小盘价值比较	8
图 14: 金融板块市盈率和市净率	9
图 15: 周期板块市盈率和市净率	9
图 16: 消费板块市盈率和市净率	9
图 17: 成长板块市盈率和市净率	9
图 18: 稳定板块市盈率和市净率	10
图 19: 2011 年以来申万一级行业市盈率和市净率	10
图 20: 2011 年以来申万二级行业市盈率	11
图 21: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)	11
图 22: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)	11
图 23: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)	11
图 24: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)	12
图 25: 货币市场回购利率走势	13
图 26: 债券市场国债利率曲线	13
图 27: 股指估值倒数和无风险利率比较	13
图 28: 股权风险溢价走势	13
表 1: 各主要市场指数市盈率历史分位值	7

1. 指数估值变化

9月16日全部A股的市盈率从17.56倍下降到16.79倍，市净率从1.71倍下降到1.63倍，万得全A(除金融,石油石化)的市盈率从28.45倍下降到27.09倍，市净率从2.49倍下降到2.37倍。此外，沪深300、中证500、中小100、创业板指的市盈率分别为11.45倍、21.21倍、29.91倍和44.89倍，市净率分别为1.36倍、1.64倍、3.53倍和5.25倍。

图 1: 全部 A 股市盈率

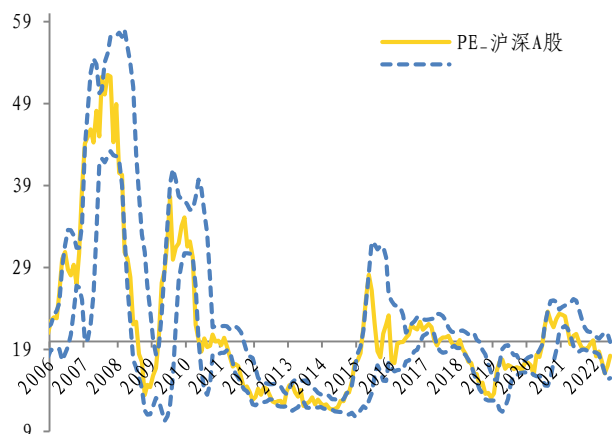


图 2: A 股 (除金融石油石化) 市盈率

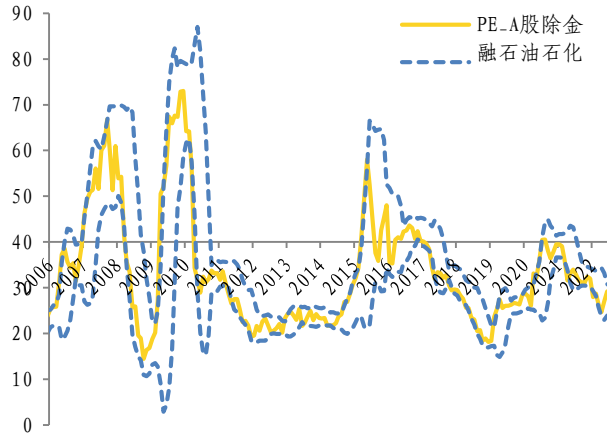


图 3: 沪深 300 指数市盈率

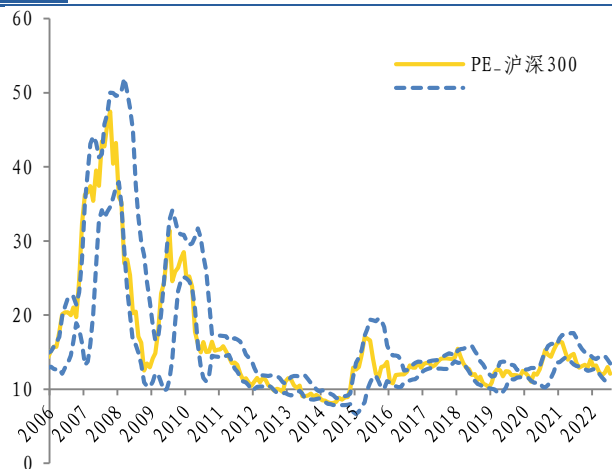


图 4: 中证 500 指数市盈率

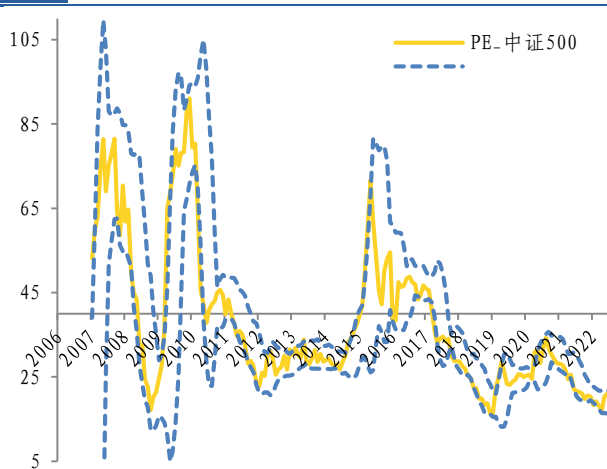


图 5: 中小 100 指数市盈率

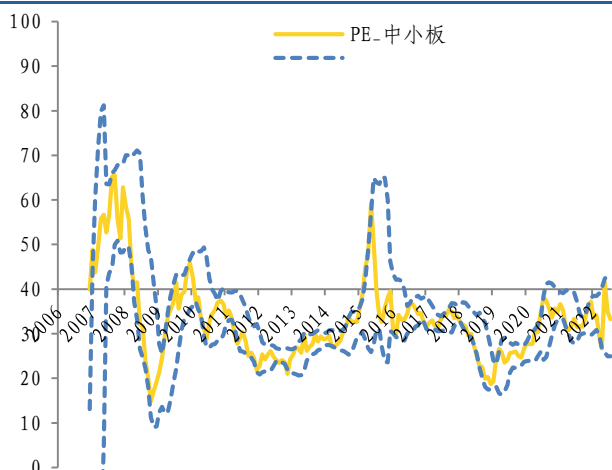
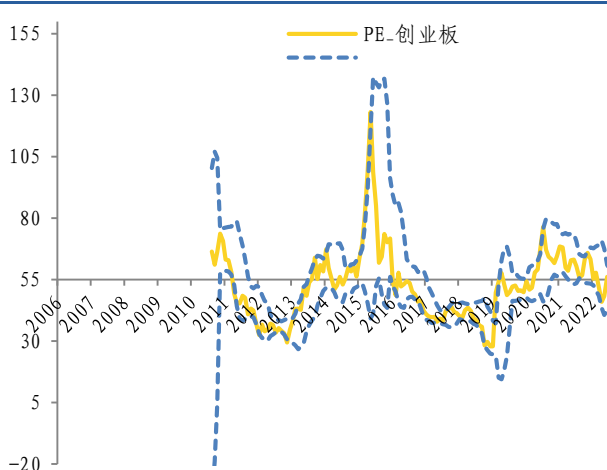


图 6: 创业板指数市盈率



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Wind, iFinD, 长城证券产业金融研究院

港股重要指数中，恒生指数、恒生大型股指数及恒生中国企业指数市盈率略低于 2006 年以来中位数，最新历史分位值分别为 3.70%，9.40%和 14.10%；恒生中型股指数、恒生小型股指数市盈率持续低于 2006 年以来中位数，最新历史分位值分别为 3.70%和 21.40%；恒生香港 35 指数估值市盈率历史分位值为 64.30%，略高于 2006 年以来中位数；恒生科技指数市盈率较大幅度低于 2006 年以来中位数，历史分位值为 13.30%。

美股重要指数中，标普 500 指数市盈率高于 1993 年以来中位数,最新历史分位值为 70.50%；道琼斯工业平均指数市盈率趋近于 1993 年以来中位数，历史分位值为 55.70%；纳斯达克综合指数市盈率低于 1993 年以来中位数,历史分位值为 25.10%。

A 股主要指数中，全 A（除金融石油石化）市盈率最新历史分位值为 37.30%；上证指数、沪深 300 指数市盈率历史分位值为 21.20%和 21.80%；创业板指市盈率历史分位值为 29.60%；中小 100 指数市盈率历史分位值为 36.60%，趋近历史中位数水平；科创 50 指数市盈率历史分位值为 10.00%，处于历史分位较底水平。

图 7: 港股主要指数估值位置

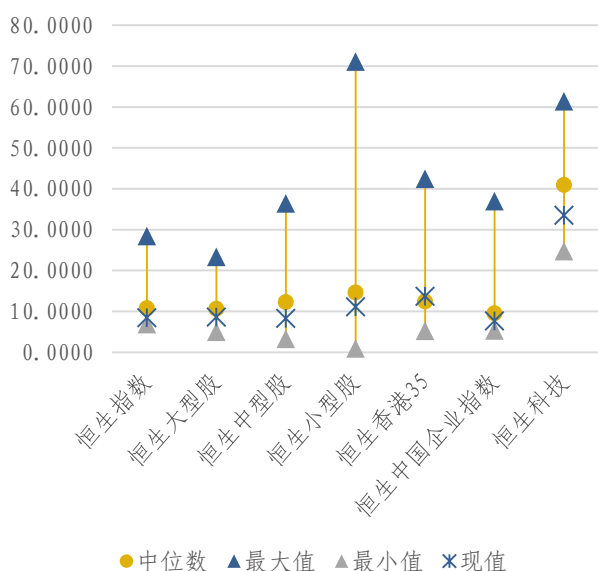


图 8: 美股主要指数估值位置

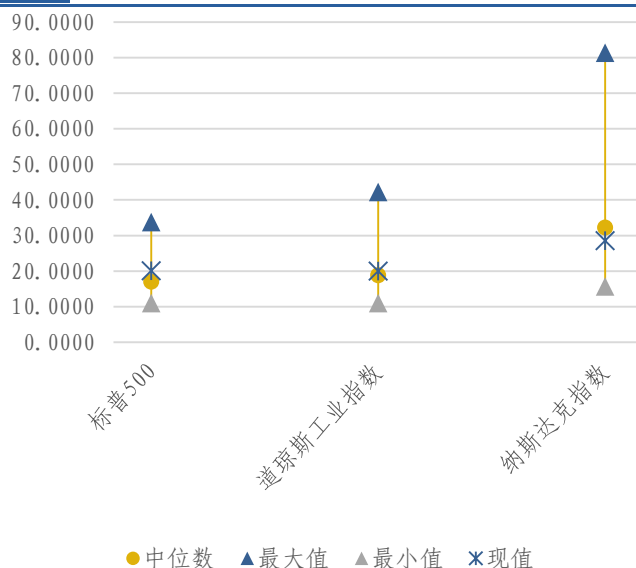
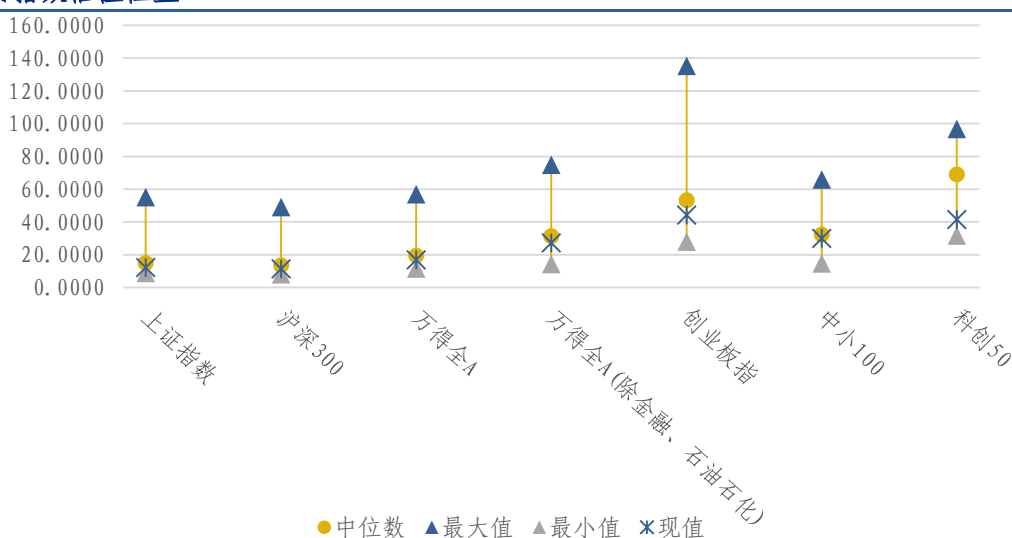


图 9: A 股主要指数估值位置



资料来源: Wind, iFinD, 长城证券产业金融研究院

表 1: 各主要市场指数市盈率历史分位值

A 股	上证指数	沪深 300	万得全 A	万得全 A(除金融、石油石化)	创业板指	科创 50
	21.20%	21.80%	29.70%	37.30%	29.60%	10.00%
港股	恒生指数	恒生大型股	恒生中型股	恒生小型股	恒生香港 35	恒生中国企业指数
	3.70%	9.40%	3.70%	21.40%	64.30%	14.10%
美股	标普 500		道琼斯工业指数		纳斯达克指数	
	70.50%		55.70%		25.10%	

资料来源: Wind, iFinD, 长城证券产业金融研究院

2. 市场风格切换

2.1 大小盘和成长价值

与前周相比，12日到16日中小100和沪深300的市盈率比值从2.63倍下降到2.61倍，市净率比值从2.61倍下降到2.59倍。大盘成长和大盘价值的市盈率比值从3.35倍下降到3.22倍，中盘成长和中盘价值的市盈率比值维持在1.89倍的水平，小盘成长和小盘价值的市盈率比值维持在1.49倍的水平。

图 10: 大小盘风格切换

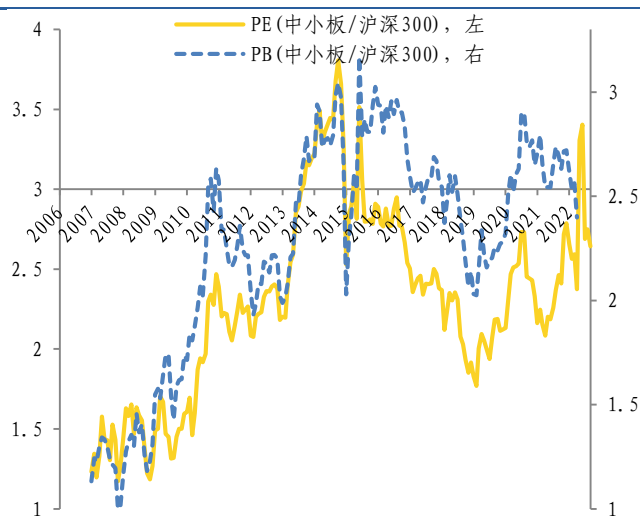


图 11: 大盘成长与大盘价值比较

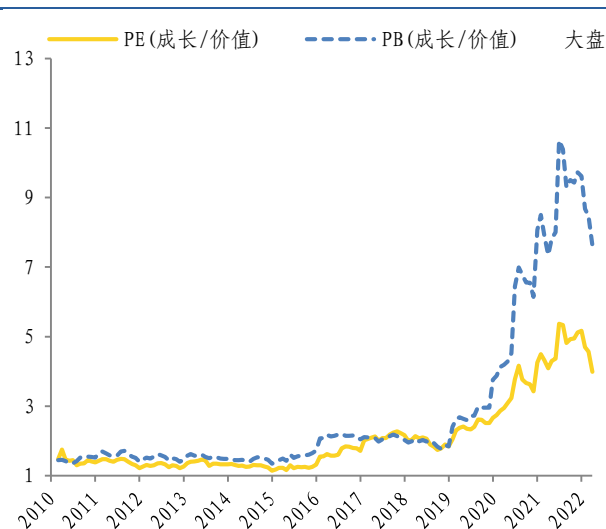


图 12: 中盘成长与中盘价值比较

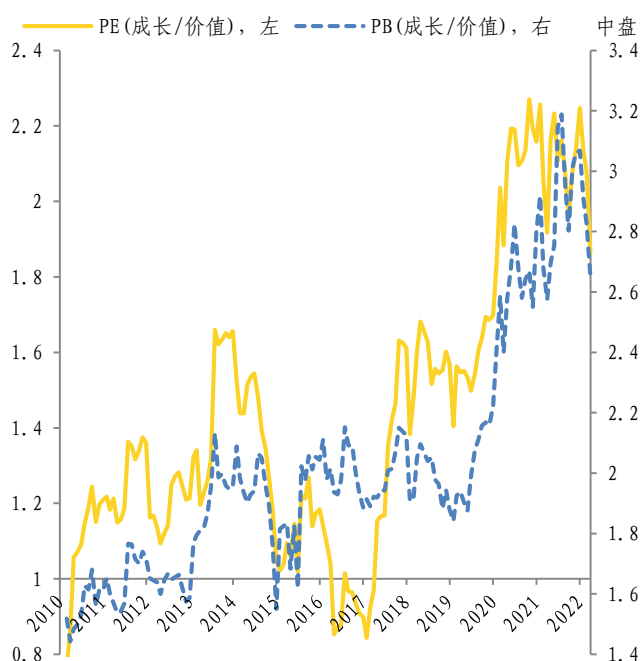
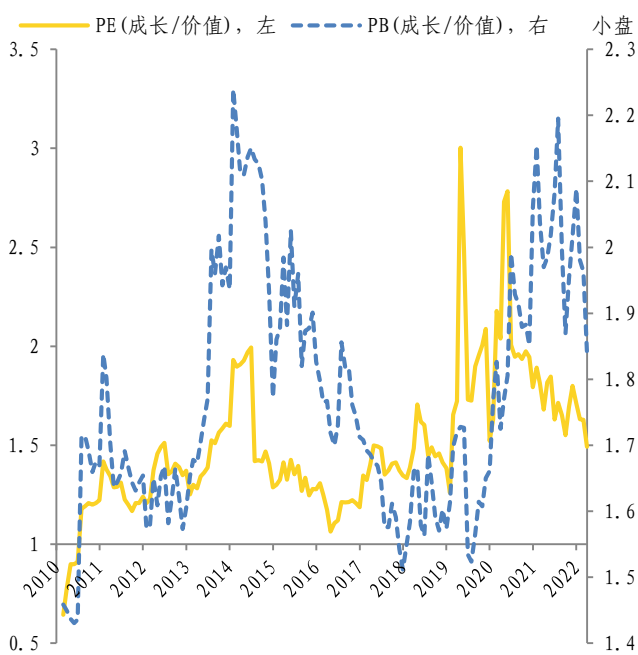


图 13: 小盘成长与小盘价值比较



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

2.2 行业风格切换

截至上周五，金融板块市盈率 6.70 倍，比 2011 年以来的中位数（下同）低 1.68 倍标准差；市净率 0.63 倍，比 2011 年以来的中位数（下同）低 2.16 倍标准差。周期板块市盈率 15.44 倍，比中位数低 0.65 倍标准差；市净率 1.85 倍，比中位数低 0.23 倍标准差。消费板块市盈率 36.57 倍，比中位数高 0.87 倍标准差；市净率 3.57 倍，比中位数低 0.21 倍标准差。成长板块市盈率 43.89 倍，比中位数低 0.71 倍标准差；市净率 3.56 倍，比中位数低 0.54 倍标准差。稳定板块市盈率 15.96 倍，比中位数高 0.4 倍标准差；市净率 1.14 倍，比中位数低 0.78 倍标准差。

图 14: 金融板块市盈率和市净率

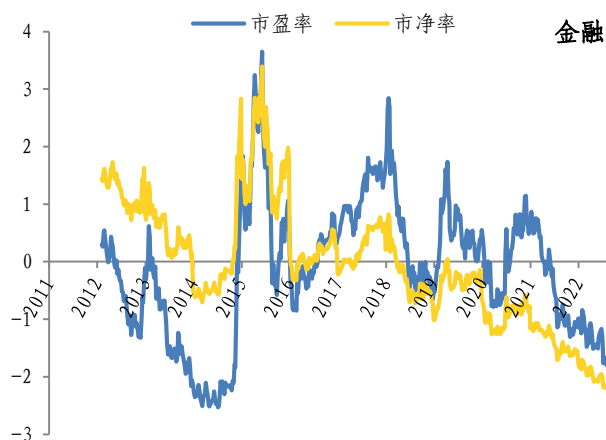


图 15: 周期板块市盈率和市净率

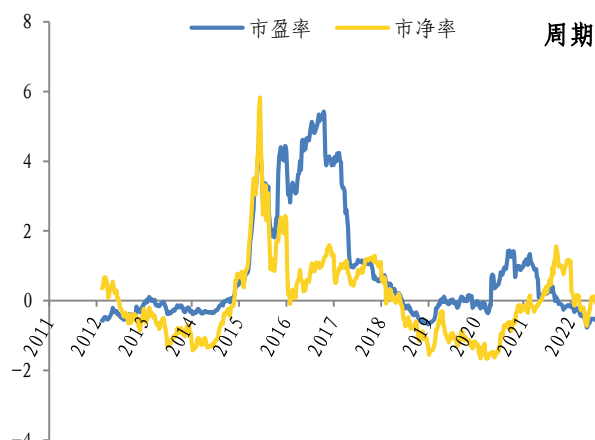


图 16: 消费板块市盈率和市净率

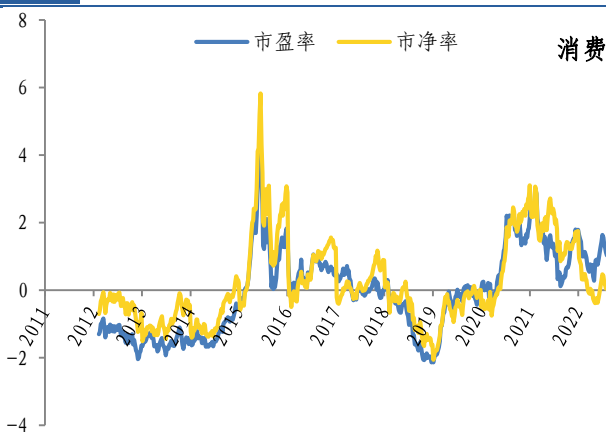
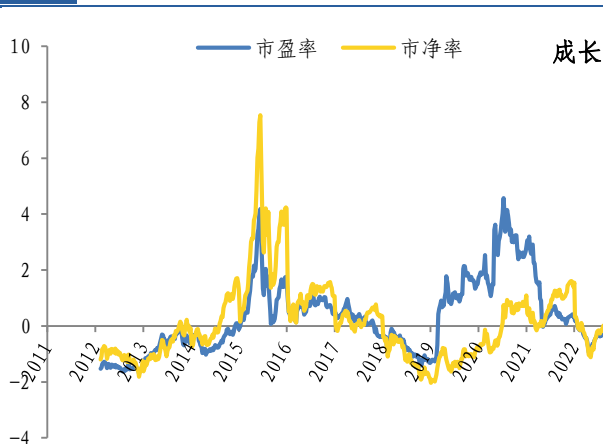
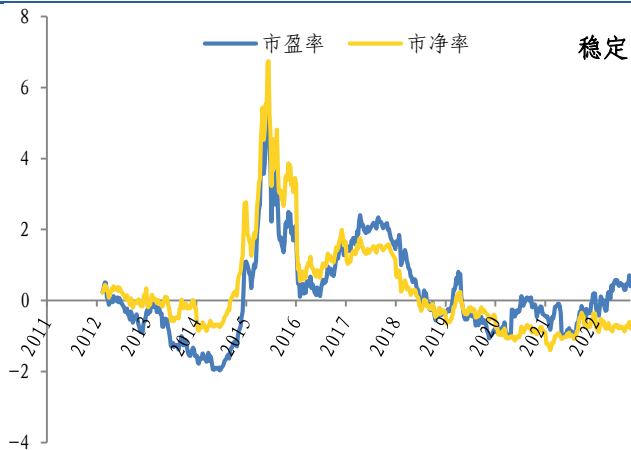


图 17: 成长板块市盈率和市净率



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

图 18: 稳定板块市盈率和市净率

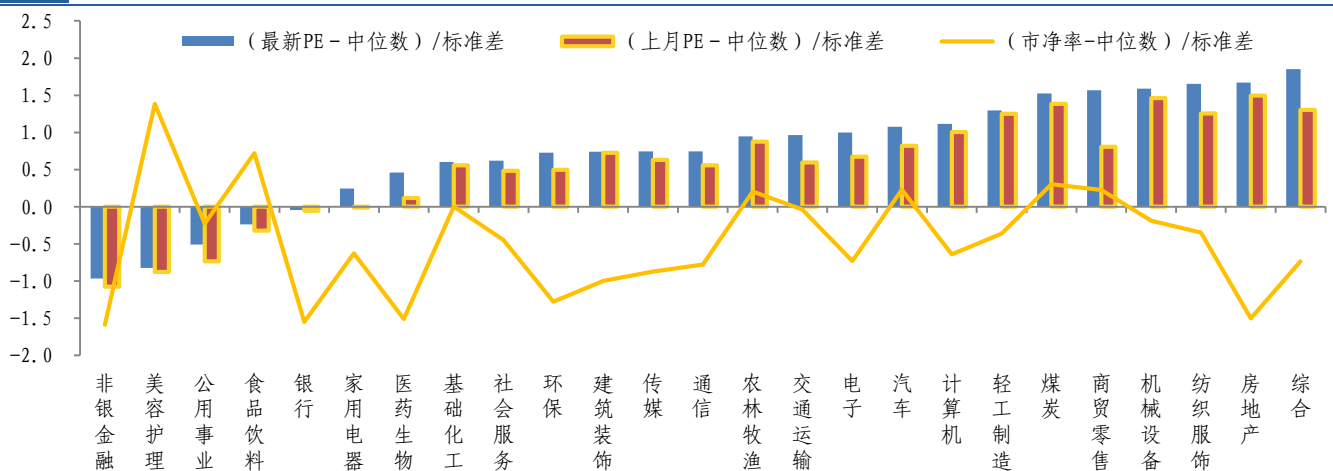


资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

2.3 细分行业估值

从市盈率来看, 相较于上月, 从 8 月初至上周五, 大部分行业高于历史中位数, 以钢铁、有色金属、国防军工、建筑材料、房地产等行业为首的 26 个行业估值高于历史中位数, 仅非银金融、美容护理、公用事业、食品饮料等 5 个行业估值低于历史中位数。从市净率来看, 大部分行业低于历史中位数, 仅美容护理、电力设备、汽车、国防军工等 8 个行业估值高于历史中位数, 非银金融、银行、房地产、医药生物、环保、石油石化等 22 个行业估值低于历史中位数。

图 19: 2011 年以来申万一级行业市盈率和市净率



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

图 20: 2011 年以来申万二级行业市盈率

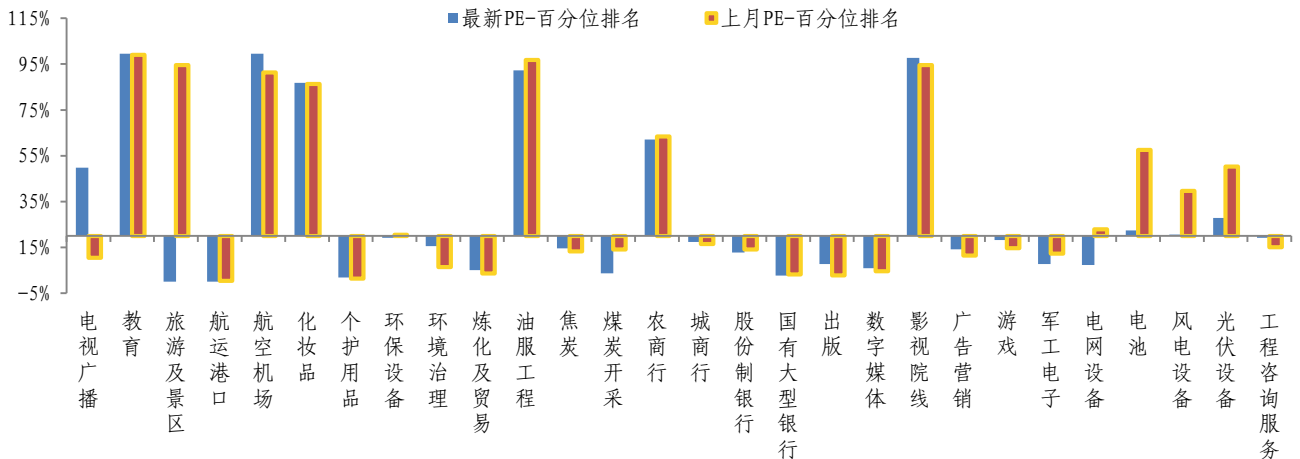


图 21: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)

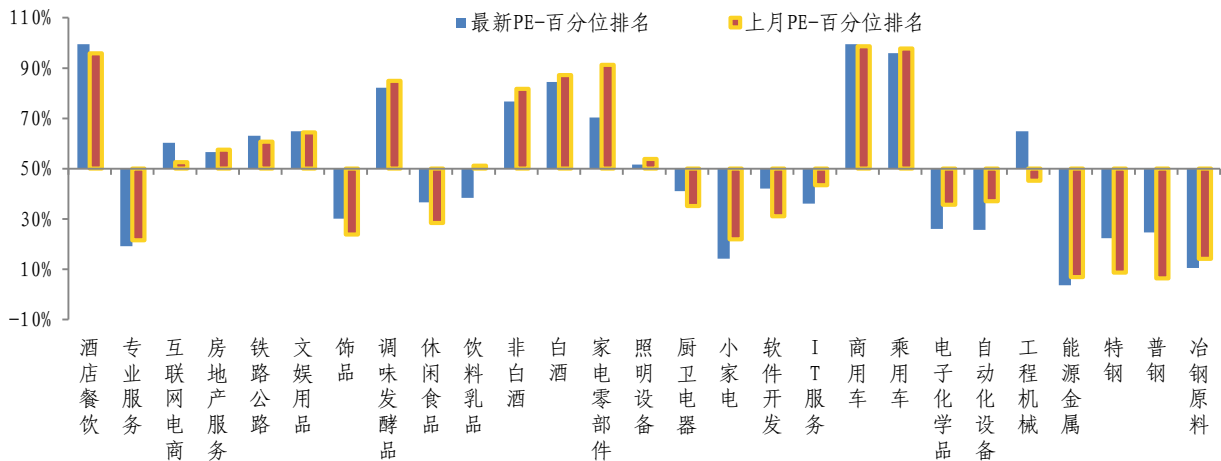


图 22: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)

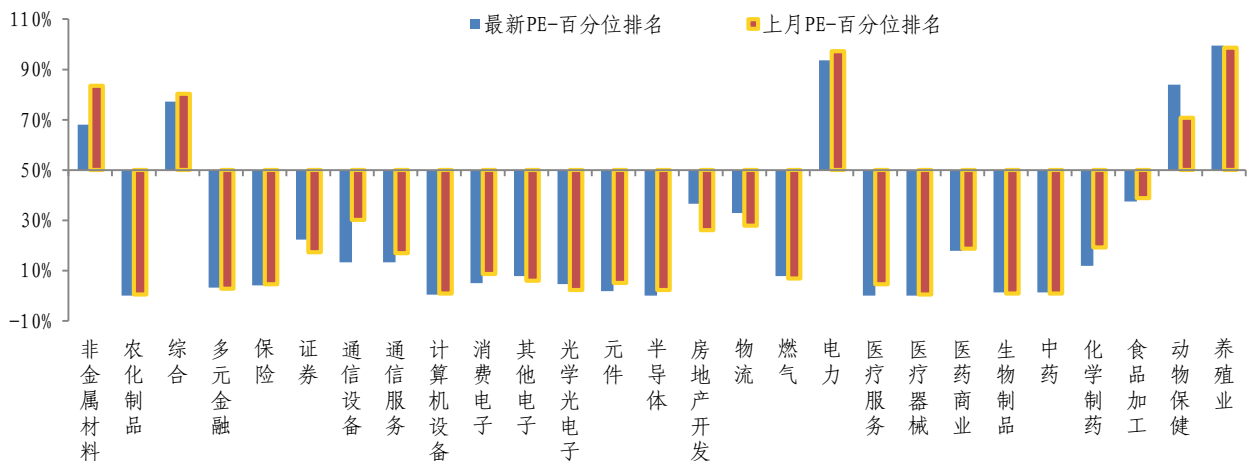


图 23: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)

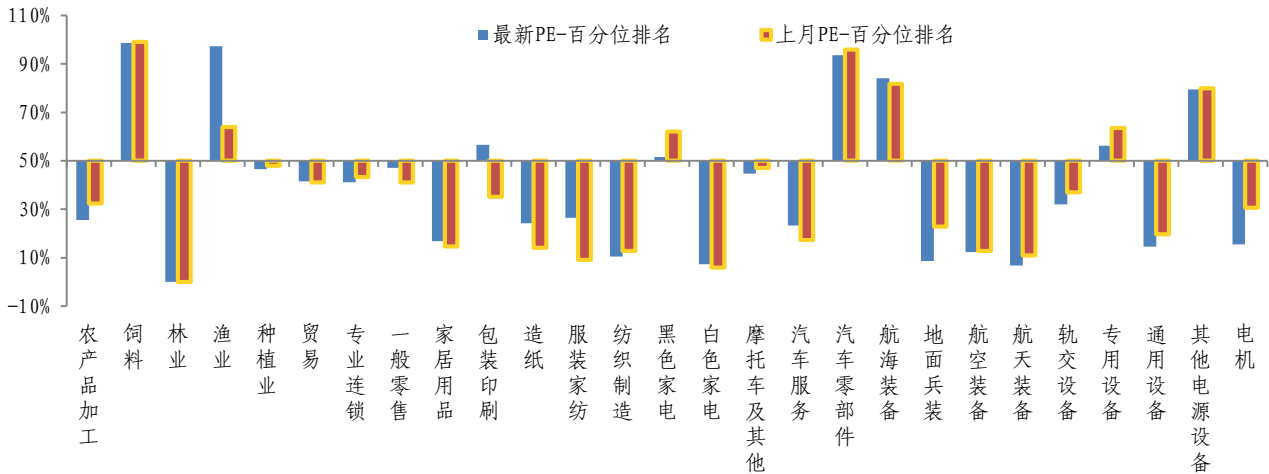
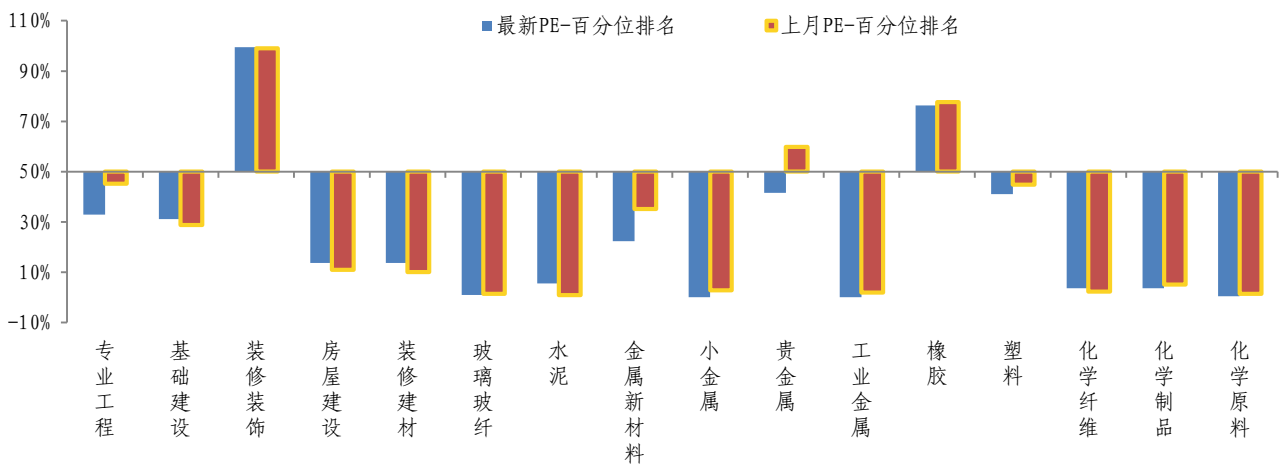


图 24: 2011 年以来申万二级行业市盈率 (续)



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

3. 市场风险溢价

7 月以来, 货币市场质押式回购, 1 天、7 天和 14 天利率的均值分别为 1.31、1.61 和 1.63, 和前一个月相比分别上升 9.66bp、上升 5.33bp 和上升 0.65bp。7 月以来 10 年期国债利率均值为 2.64, 和前一个月相比下降 2.64bp, 1 年期和 2 年期国债利率分别上升 1.53bp、5.72bp, 5 年期国债利率下降 1.22bp。

数据截至上周五, 全部 A 股整体市盈率的倒数为 5.95, 减去十年期国债到期收益率, 计算风险溢价为 3.29%; 万得全 A(除金融、石油石化)整体市盈率的倒数为 3.69, 计算风险溢价为 1.03%。万得全 A 除金融两油的市场风险溢价自 21 年起持续攀升, 今年 4 月超过正一倍标准差, 达到 1.34% 的阶段高点, 之后有所回落, 当前风险溢价略低于历史均值正一倍标准差。

图 25: 货币市场回购利率走势

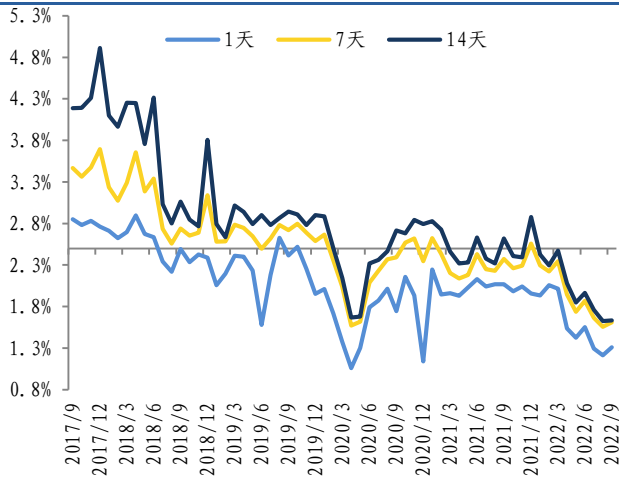


图 27: 股指估值倒数和无风险利率比较



资料来源 iFinD, 长城证券产业金融研究院

图 26: 债券市场国债利率曲线

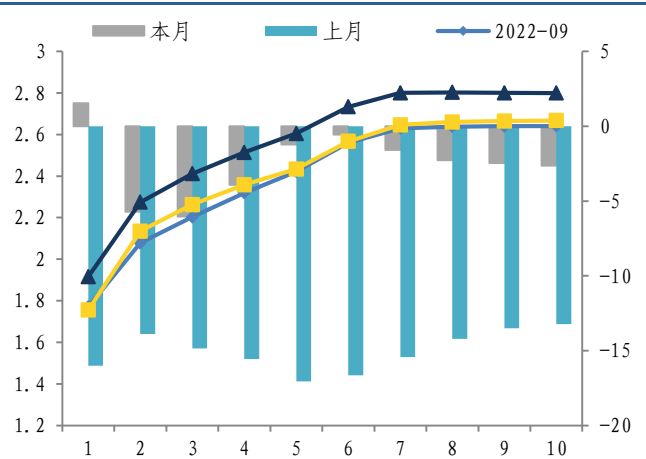
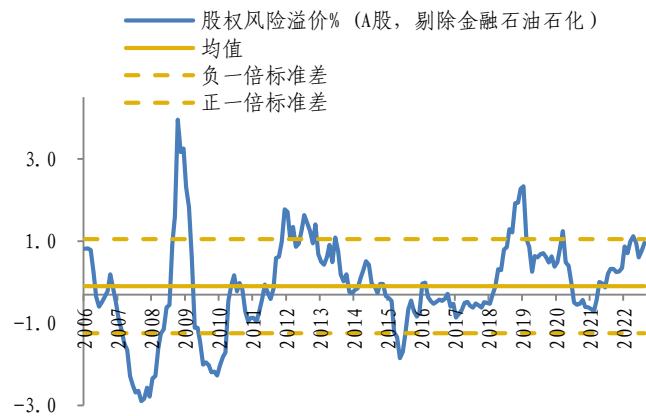


图 28: 股权风险溢价走势



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

4. 风险提示

国内疫情反复, 经济修复不及预期, 市场波动性加剧, 全球通胀加剧, 地缘政治风险等。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>