

研究员：魏刚 执业证书编号：S0570510120042

☎ 025-83290914 ✉ weigang@mail.htsc.com.cn

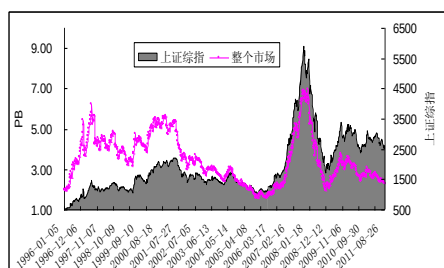
 http://t.zhangle.com/4074

# A 股市场估值周报

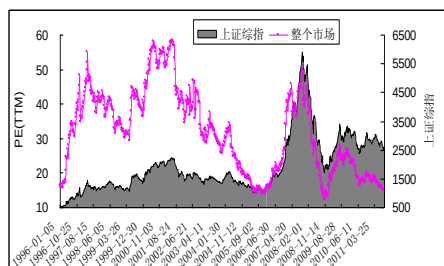
——A 股市场整体估值水平较低（20110829-0902）

## 相关研究

### 市场走势和 PB



### 市场走势和 PE



### 分位数：

统计学术语，统计总体各单位按其在一标识上数值的大小顺序排列，并分为若干相等部分时，在各个分界点上的数值即为分位数。把100个数从小到大排列，第10个数对应的数值就是这组数的10%分位数，第25个数对应的数值就是这组数的下四分位数（25%分位数），第50个数对应的数值就是这组数的中位数（50%分位数）。

例如，目前整个A股市场的市净率为历史市净率的16.58%分位数，可解释为历史市净率中低于目前市净率的数值个数占总数值个数的16.58%。

注：如果您是首次阅读本报告，请仔细阅读本报告的附录一和附录三

## 投资要点：

◆ 以2011年9月2日收盘价计算，整个A股市场的市净率为2.30，为历史市净率的16.58%分位数，略高于历史市净率的10%分位数2.09。整个A股市场的市盈率为14.87，为历史市盈率的3.44%分位数，略低于历史市盈率的10%分位数16.41。

◆ 综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前市场估值水平较低。

◆ 从各行业市净率水平看，金融服务和交通运输两个行业处于低估水平；公用事业、黑色金属、采掘、房地产、建筑建材、化工和交运设备等7个行业估值水平较低；电子元器件和机械设备等13个行业估值水平基本合理；食品饮料行业处于高估水平。

◆ 从各行业市盈率水平看，金融服务、交通运输、房地产、建筑建材、综合和家用电器等6个行业处于低估水平；采掘、化工、交运设备、纺织服装、商业贸易、机械设备和公用事业等7个行业估值水平较低；医药生物和黑色金属等10个行业估值水平基本合理。

◆ 综合市净率和市盈率，与历史水平比较，目前金融服务行业处于低估水平。金融服务行业的市净率为1.60，处于其历史最低值附近；其市盈率为8.43，处于其历史最低值附近。

◆ 综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前采掘行业估值水平较低。采掘行业的市净率为2.24，为其历史市净率的13.64%分位数；其市盈率为14.04，为其历史市盈率的10.85%分位数。

◆ 综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前房地产行业估值水平较低。房地产行业的市净率为2.35，为其历史市净率的15.56%分位数；其市盈率为17.10，为其历史市盈率的1.53%分位数。

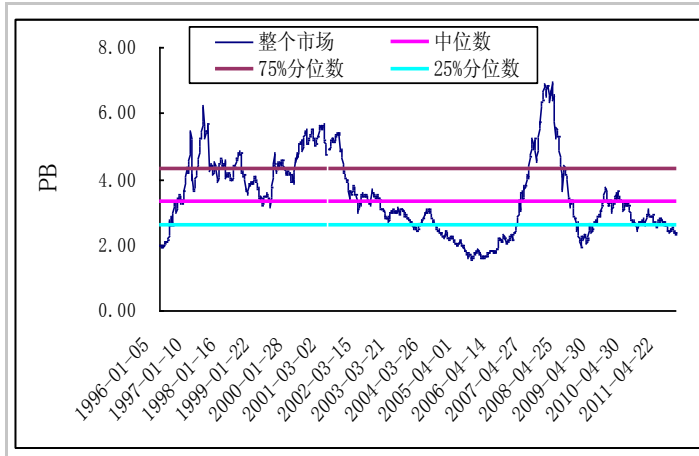
◆ 综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前交通运输行业估值水平较低。交通运输行业的市净率为1.79，为其历史市净率的0.63%分位数；其市盈率为13.88，为其历史市盈率的2.55%分位数。

## 一、市场整体估值水平较低

上周沪深 A 股市场震荡下跌，上周五上证综指报收 2528.28 点，周跌幅达 3.21%，沪深 300 指数报收于 2803.35 点，周跌幅达 3.36%。以 2011 年 9 月 2 日收盘价计算，整个 A 股市场的市净率（净资产来源于 2011 年中报，剔除净资产为负的上市公司）为 2.30，为历史市净率的 16.58%分位数，略高于历史市净率的 10%分位数 2.09。整个 A 股市场的市盈率（TTM，剔除净利润为负的上市公司）为 14.87，为历史市盈率的 3.44%分位数，略低于历史市盈率的 10%分位数 16.41。

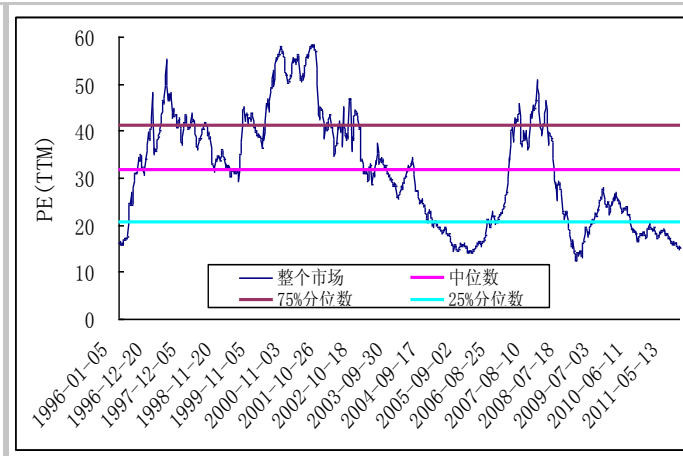
与历史水平相比较，目前市场的市净率水平处于较低水平，历史上市净率持续低于目前水平的最长时间为 25 个月，为 2004 年 10 月至 2006 年 10 月。目前市场的市盈率处于低估水平，历史上市盈率持续低于目前水平的最长时间为 3 个月，为 2008 年 10 月至 2008 年 12 月。

图表 1: A 股市场历史 PB



资料来源：华泰证券

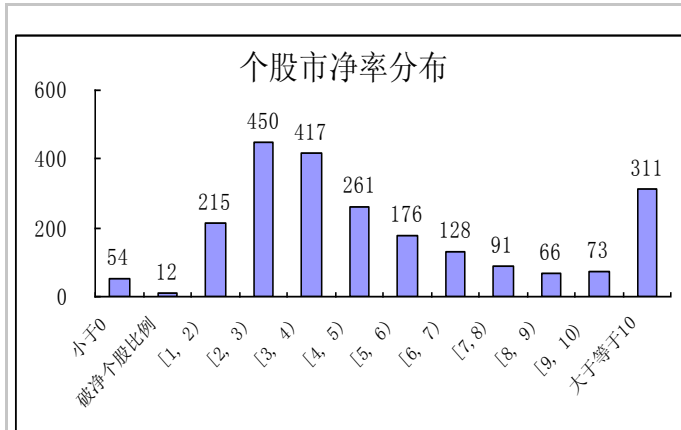
图表 2: A 股市场历史 PE



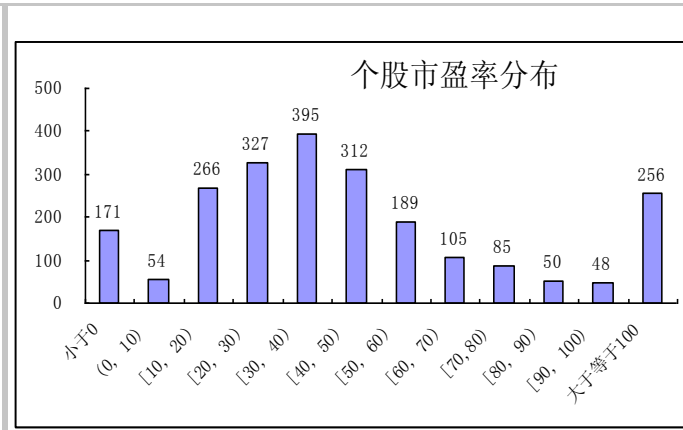
资料来源：华泰证券

从市场估值结构看，市场估值分化比较明显，部分公司估值水平较高。从市净率看，845 家 (37.49%) 公司的市净率（净资产来自 2010 年年报）在 5 倍以上 (包括 5 倍，下同)，311 家 (13.80%) 公司的市净率在 10 倍以上，54 家 (2.40%) 公司 2010 年末的净资产为负，安阳钢铁 (600569) 等 12 只股票的市净率低于 1。从市盈率看，733 家 (32.45%) 公司的市盈率 (TTM) 在 50 倍以上，256 家 (11.33%) 公司的市盈率在 100 倍以上，171 家 (7.61%) 公司的市盈率为负。我们的看法是部分公司的盈利水平和成长性无法支撑目前的高估值水平，投资者不要盲目参与这些公司的炒作。

图表 3: 个股市净率分布



图表 4: 个股市盈率分布



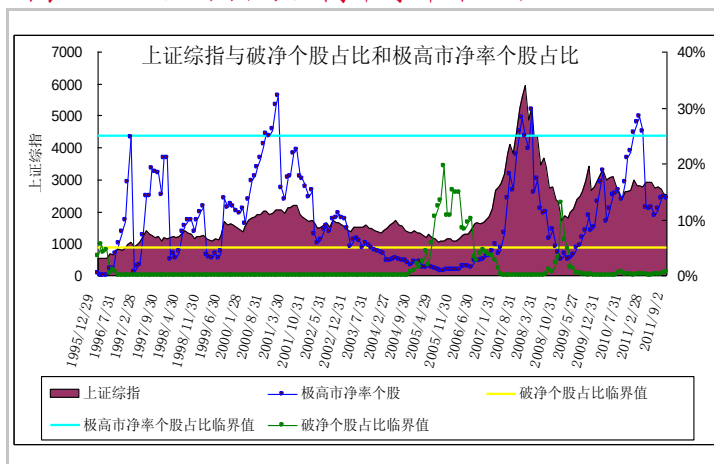
资料来源：华泰证券

资料来源：华泰证券

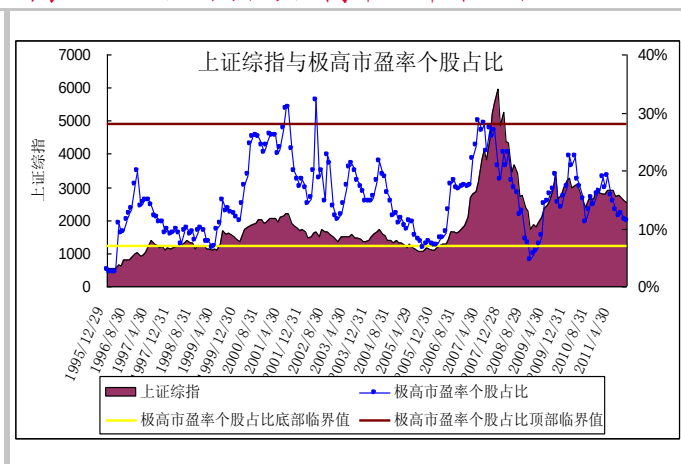
从极高市净率（市净率大于 10）个股占比看，A 股市场估值处于历史平均水平之上，但还没有进入顶部区域。目前极高市净率个股占比为 13.80%，为其历史值的 70.80%分位数，远低于其临界值 25%。

从极高市盈率（市盈率大于 100）个股占比看，A 股市场估值处于历史平均水平之下。目前极高市盈率个股占比为 11.33%，为其历史值的 29.60%分位数。

图表 5：上证综指与极高市净率个股占比



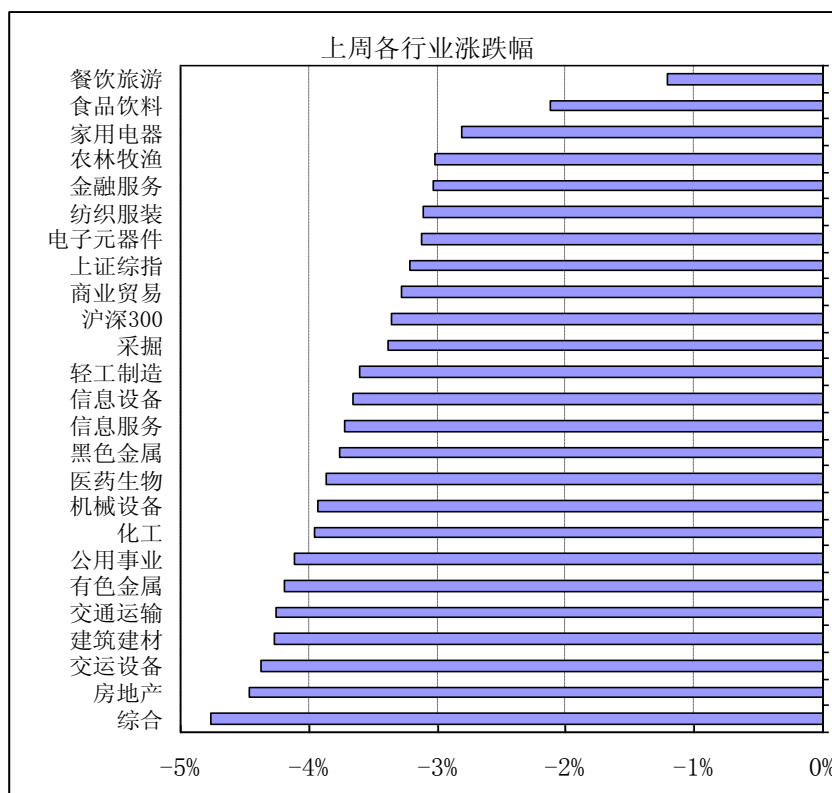
图表 6：上证综指与极高市盈率个股占比



资料来源：华泰证券

综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前市场估值水平较低。

图表 7：上周各行业表现

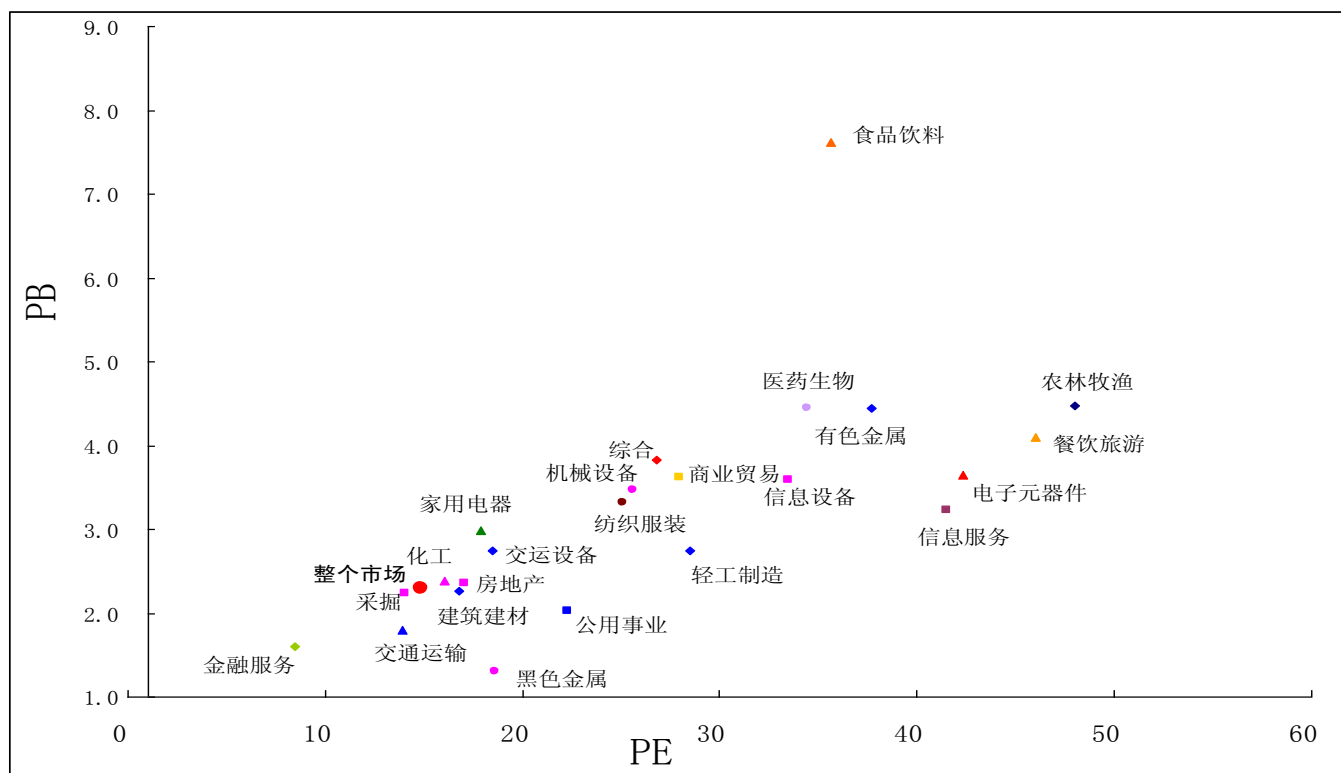


资料来源：华泰证券

## 二、金融服务、采掘和房地产等行业估值水平较低

综合市净率和市盈率，与历史水平比较，目前金融服务行业处于低估水平。金融服务行业的市净率为 1.60，处于其历史最低值附近；其市盈率为 8.43，处于其历史最低值附近。

图表 8：各行业 PB、PE 象限图



资料来源：华泰证券

综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前采掘行业估值水平较低。采掘行业的市净率为 2.24，为其历史市净率的 13.64%分位数；其市盈率为 14.04，为其历史市盈率的 10.85%分位数。

综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前房地产行业估值水平较低。房地产行业的市净率为 2.35，为其历史市净率的 15.56%分位数；其市盈率为 17.10，为其历史市盈率的 1.53%分位数。

综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前交通运输行业估值水平较低。交通运输行业的市净率为 1.79，为其历史市净率的 0.63%分位数；其市盈率为 13.88，为其历史市盈率的 2.55%分位数。

综合市净率和市盈率，与历史水平相比较，目前建筑建材行业估值水平较低。建筑建材行业的市净率为 2.26，为其历史市净率的 18.36%分位数；其市盈率为 16.81，为其历史市盈率的 2.31%分位数。

从各行业市净率水平看，金融服务和交通运输两个行业的市净率低于其历史市净率的 10%分位数，处于低估水平；公用事业、黑色金属、采掘、房地产、建筑建材、化工和交运设备等 7 个行业的市净率介于其历史市净率的 10%分位数和 25%分位数之间，估值水平较低；电子元器件和机械设备等 10 个行业的市净率介于其历史市净率的 25%分位数和中位数之间，医药生物和有色金属等 3 个行业的市净率介于其历史市净率的中位数和 75%分位数之间，这 13 个行业估值水平基本合理；食品饮料行业的市净率高于其历史市净率的 90%分位数，处于高估水平。

**图表 9：根据历史市净率对各行业的估值评价**

| 申万一级行业 | 2011-09-02 的 PB | 中位数  | 平均值  | 25%分位数 | 75%分位数 | 10%分位数 | 90%分位数 | 历史值低于目前 PB 的百分比 | 估值评价 |
|--------|-----------------|------|------|--------|--------|--------|--------|-----------------|------|
| 整个市场   | 2.30            | 3.32 | 3.48 | 2.60   | 4.29   | 2.09   | 5.22   | 16.58%          | 较低   |
| 金融服务   | 1.60            | 4.05 | 4.24 | 2.59   | 5.75   | 2.15   | 6.66   | 0.12%           | 低估   |
| 交通运输   | 1.79            | 3.17 | 3.42 | 2.50   | 4.21   | 2.09   | 4.84   | 0.63%           | 低估   |
| 公用事业   | 2.03            | 3.13 | 3.39 | 2.48   | 4.31   | 1.90   | 5.21   | 12.62%          | 较低   |
| 黑色金属   | 1.30            | 1.97 | 2.03 | 1.52   | 2.36   | 1.18   | 2.94   | 13.26%          | 较低   |
| 采掘     | 2.24            | 3.19 | 3.71 | 2.52   | 4.56   | 1.92   | 5.81   | 13.64%          | 较低   |
| 房地产    | 2.35            | 3.77 | 3.91 | 2.64   | 4.71   | 2.11   | 6.04   | 15.56%          | 较低   |
| 建筑建材   | 2.26            | 2.98 | 3.22 | 2.44   | 3.64   | 1.94   | 4.95   | 18.36%          | 较低   |
| 化工     | 2.38            | 2.93 | 3.15 | 2.46   | 3.65   | 2.04   | 4.54   | 21.68%          | 较低   |
| 交运设备   | 2.74            | 3.35 | 3.38 | 2.83   | 3.90   | 1.84   | 4.43   | 23.72%          | 较低   |
| 信息服务   | 3.22            | 4.14 | 4.72 | 2.78   | 5.74   | 2.13   | 8.43   | 32.39%          | 合理   |
| 轻工制造   | 2.74            | 3.27 | 3.36 | 2.43   | 4.19   | 1.67   | 5.12   | 32.90%          | 合理   |
| 信息设备   | 3.58            | 4.27 | 4.67 | 3.11   | 6.04   | 2.24   | 7.79   | 35.33%          | 合理   |
| 机械设备   | 3.46            | 3.82 | 3.94 | 3.07   | 4.68   | 2.36   | 5.44   | 37.88%          | 合理   |
| 电子元器件  | 3.65            | 3.87 | 3.93 | 2.82   | 4.87   | 1.97   | 6.12   | 43.23%          | 合理   |
| 综合     | 3.83            | 4.06 | 3.98 | 2.92   | 4.80   | 2.10   | 6.00   | 43.23%          | 合理   |
| 家用电器   | 2.99            | 3.22 | 3.13 | 1.90   | 3.82   | 1.36   | 4.93   | 45.02%          | 合理   |
| 餐饮旅游   | 4.10            | 4.18 | 4.11 | 2.84   | 4.85   | 2.08   | 6.29   | 46.55%          | 合理   |
| 商业贸易   | 3.62            | 3.67 | 3.68 | 2.69   | 4.34   | 2.01   | 5.25   | 47.06%          | 合理   |
| 纺织服装   | 3.31            | 3.35 | 3.33 | 2.48   | 3.99   | 1.81   | 4.94   | 48.46%          | 合理   |
| 农林牧渔   | 4.48            | 4.48 | 4.29 | 3.20   | 5.37   | 1.95   | 6.31   | 50.00%          | 合理   |
| 医药生物   | 4.44            | 4.27 | 4.22 | 3.04   | 5.24   | 2.22   | 6.25   | 55.10%          | 合理   |
| 有色金属   | 4.44            | 3.92 | 4.14 | 2.97   | 5.01   | 2.20   | 5.86   | 61.60%          | 合理   |
| 食品饮料   | 7.61            | 4.81 | 4.99 | 3.17   | 6.45   | 2.46   | 7.68   | 89.15%          | 高估   |

资料来源：华泰证券



从各行业市盈率水平看，金融服务、交通运输、房地产、建筑建材、综合和家用电器等 6 个行业的市盈率低于其历史市盈率的 10%分位数，处于低估水平；采掘、化工、交运设备、纺织服装、商业贸易、机械设备和公用事业等 7 个行业的市盈率介于其历史市盈率的 10%分位数和 25%分位数之间，估值水平较低；医药生物和黑色金属等 9 个行业的市盈率介于其历史市盈率的 25%分位数和中位数之间，农林牧渔行业的市盈率介于其历史市盈率的中位数和 75%分位数之间，这 10 个行业估值水平基本合理。

**图表 10：根据历史市盈率对各行业的估值评价**

| 申万一级行业 | 2011-09-02 的<br>PE(TTM) | 中位数   | 平均值   | 25%分位数 | 75%分位数 | 10%分位数 | 90%分位数 | 历史值低于目<br>前 PE 的百分<br>比 | 估值评价 |
|--------|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|------|
| 整个市场   | 14.87                   | 31.81 | 31.87 | 20.58  | 41.04  | 16.41  | 47.38  | 3.44%                   | 低估   |
| 金融服务   | 8.43                    | 32.72 | 32.16 | 18.98  | 43.52  | 12.15  | 51.89  | 0.25%                   | 低估   |
| 房地产    | 17.10                   | 41.03 | 43.48 | 26.62  | 55.35  | 19.32  | 73.54  | 1.53%                   | 低估   |
| 建筑建材   | 16.81                   | 38.11 | 38.58 | 24.41  | 47.17  | 20.53  | 56.66  | 2.31%                   | 低估   |
| 交通运输   | 13.88                   | 33.76 | 34.23 | 23.14  | 43.26  | 17.76  | 51.52  | 2.55%                   | 低估   |
| 综合     | 26.79                   | 52.16 | 55.33 | 40.50  | 65.89  | 35.81  | 76.66  | 3.23%                   | 低估   |
| 家用电器   | 17.87                   | 26.64 | 29.32 | 21.05  | 38.42  | 18.30  | 44.70  | 8.69%                   | 低估   |
| 采掘     | 14.04                   | 30.16 | 38.00 | 18.40  | 39.46  | 13.51  | 62.64  | 10.85%                  | 较低   |
| 化工     | 16.08                   | 29.55 | 32.66 | 20.50  | 45.74  | 15.61  | 52.33  | 11.47%                  | 较低   |
| 交运设备   | 18.48                   | 30.97 | 34.28 | 22.57  | 39.07  | 17.89  | 49.85  | 11.98%                  | 较低   |
| 纺织服装   | 25.14                   | 34.61 | 34.96 | 28.18  | 41.00  | 19.45  | 50.82  | 15.31%                  | 较低   |
| 商业贸易   | 27.94                   | 36.70 | 40.11 | 31.08  | 49.32  | 22.75  | 62.89  | 17.72%                  | 较低   |
| 机械设备   | 25.61                   | 38.65 | 39.15 | 29.05  | 46.76  | 21.31  | 58.29  | 18.11%                  | 较低   |
| 公用事业   | 22.33                   | 28.82 | 30.08 | 24.51  | 36.33  | 18.37  | 41.51  | 19.66%                  | 较低   |
| 信息设备   | 33.49                   | 40.31 | 44.42 | 32.58  | 50.43  | 27.53  | 69.24  | 27.04%                  | 合理   |
| 轻工制造   | 28.48                   | 35.32 | 36.91 | 27.02  | 45.97  | 20.61  | 55.47  | 28.33%                  | 合理   |
| 医药生物   | 34.49                   | 40.77 | 43.21 | 32.99  | 49.69  | 27.67  | 67.33  | 28.95%                  | 合理   |
| 信息服务   | 41.51                   | 48.27 | 50.00 | 35.65  | 61.88  | 27.22  | 75.32  | 31.54%                  | 合理   |
| 餐饮旅游   | 46.00                   | 51.23 | 56.76 | 42.37  | 64.97  | 32.80  | 77.97  | 33.92%                  | 合理   |
| 黑色金属   | 18.65                   | 20.94 | 46.23 | 15.12  | 29.29  | 7.86   | 64.88  | 36.65%                  | 合理   |
| 有色金属   | 37.70                   | 40.28 | 39.44 | 32.06  | 46.09  | 19.56  | 53.59  | 38.91%                  | 合理   |
| 电子元器件  | 42.34                   | 44.19 | 44.87 | 36.29  | 54.91  | 28.10  | 62.07  | 42.48%                  | 合理   |
| 食品饮料   | 35.64                   | 37.75 | 39.90 | 30.42  | 43.68  | 25.83  | 54.77  | 42.72%                  | 合理   |
| 农林牧渔   | 48.03                   | 43.72 | 47.06 | 33.12  | 60.70  | 26.33  | 70.87  | 55.56%                  | 合理   |

资料来源：华泰证券

## 附一、计算方法说明和研究局限

我们统计了 1996 年 1 月 5 日至今整个市场和各行业的市净率和市盈率，统计频率为周。整个市场和各行业的市净率和市盈率数据均来源于 wind 资讯，市净率和市盈率的计算方法均为整体法。计算市净率所用的净资产数据来自于最新财务报告期，剔除净资产为负的公司；计算市盈率（TTM）时剔除净利润为负的公司。

市净率和市盈率的计算公式分别为：

$$PB = \frac{\sum_{i=1}^N \text{总股本}_i \times \text{股价}_i}{\sum_{i=1}^N \text{上年年报净资产}_i}, \quad PE = \frac{\sum_{i=1}^N \text{总股本}_i \times \text{股价}_i}{\sum_{i=1}^N \text{前12个月净利润}_i}$$

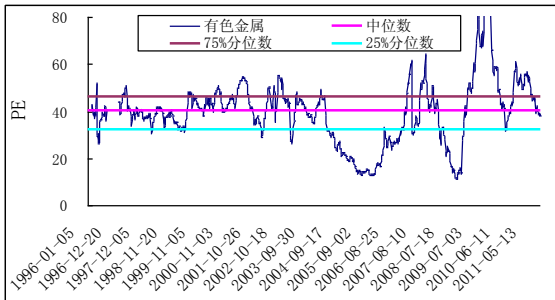
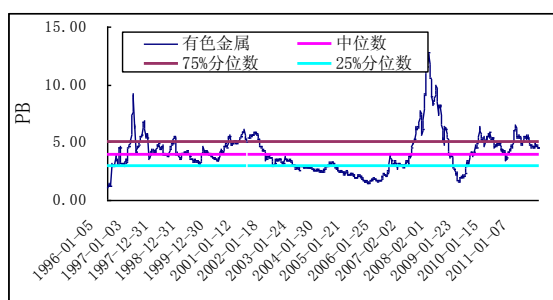
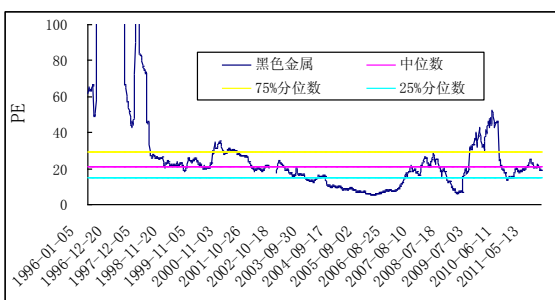
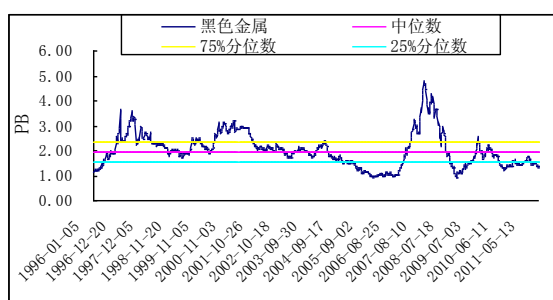
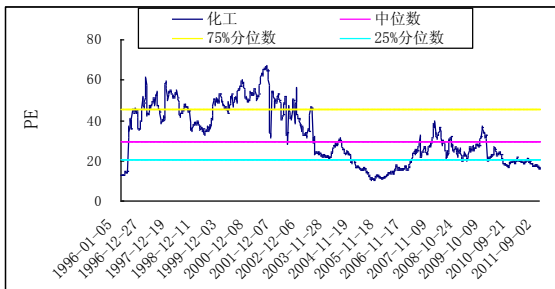
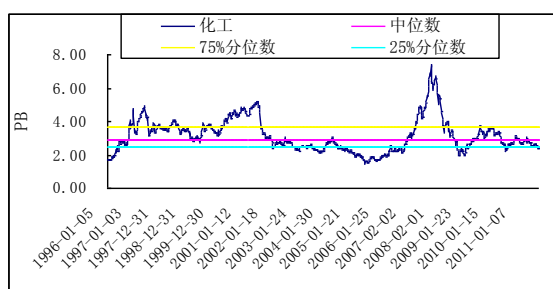
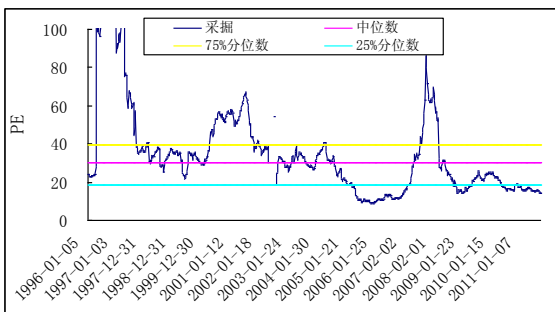
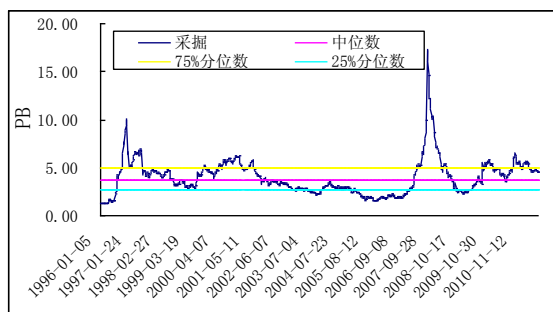
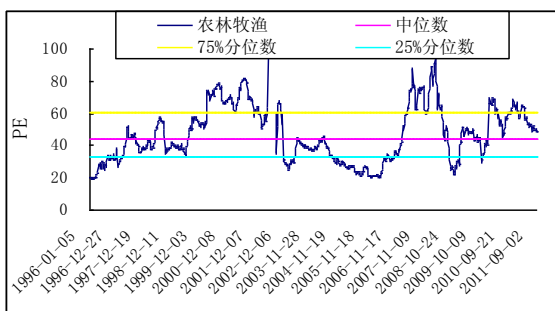
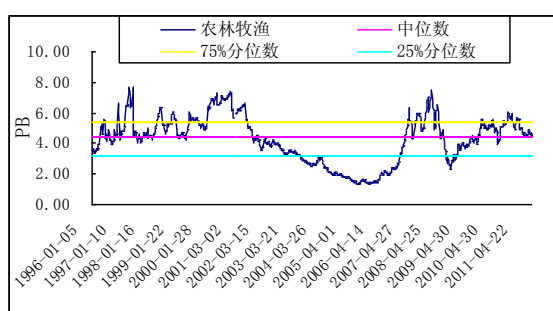
本报告的目的在于通过对市净率和市盈率的研究，说明与历史估值水平相比较，目前市场及各行业的估值水平处于哪个阶段；而不是说当市净率或者市盈率低于某个值时投资者可以买入股票。例如，本报告认为市净率或者市盈率低于历史市净率或者市盈率的 10% 分位数时低估，意思是说历史上市净率或者市盈率低于目前水平的比例不到 10%，历史估值水平高于该值的时间点（本为以季度为单位）超过 90%，但并不表明市净率或者市盈率不会继续下降。

本报告研究的局限性大致有如下几点：（1）在本报告的研究期间内，我国股票市场的结构经历了较大的变化，我国股票市场早期主要以制造业为主，近几年以金融为代表的服务业比重显著上升；此外，在这期间内我国进行了股权分置改革，大量的非流通股进入二级市场流通，上述因素可能对市净率和市盈率的变化产生一定影响；（2）本报告的研究是基于整个市场及各行业的历史市净率和市盈率，由于市场环境在不停的变化，因而用历史数据对未来进行预测时可能存在一些问题。

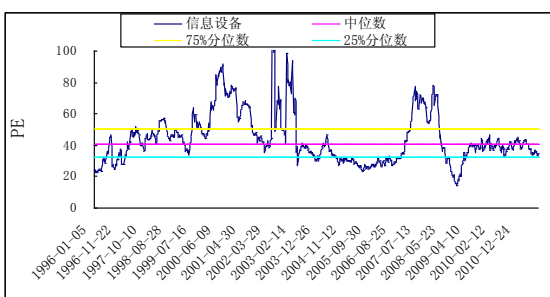
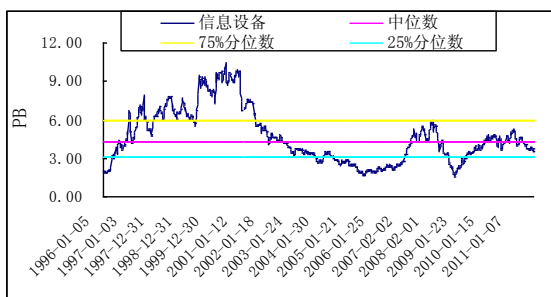
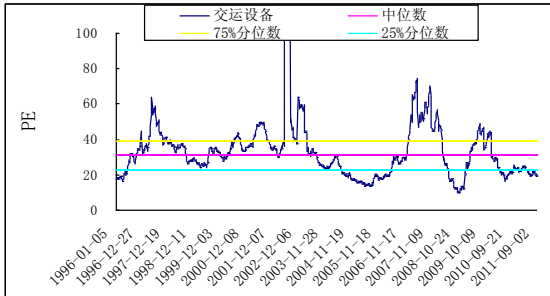
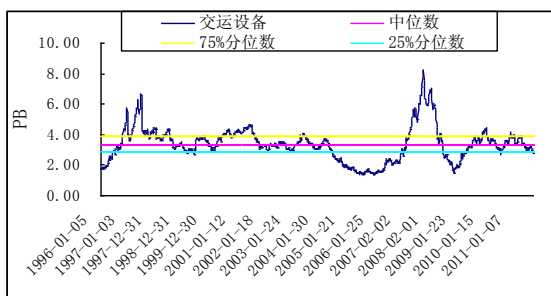
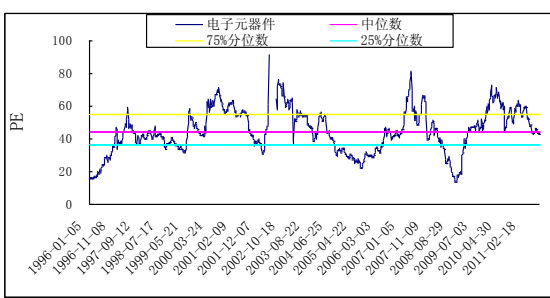
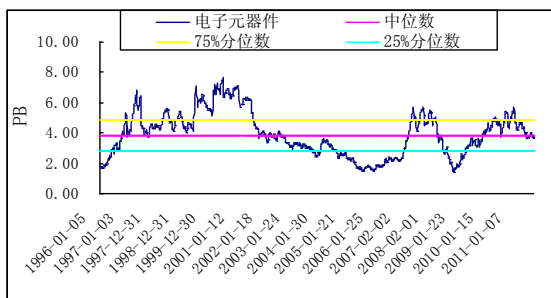
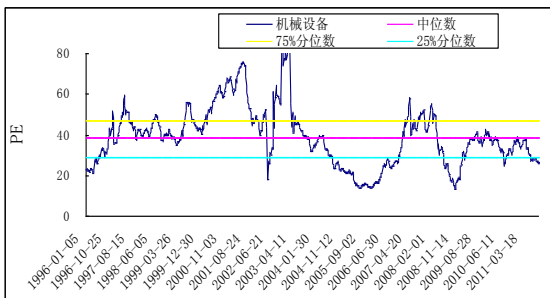
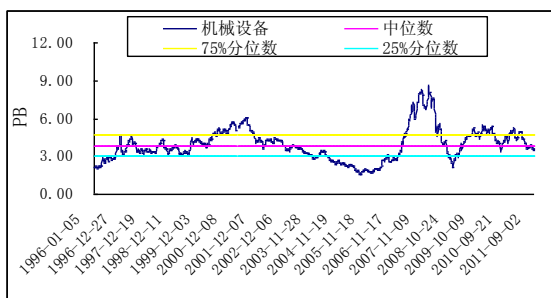
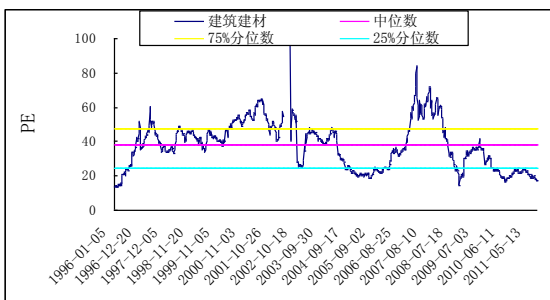
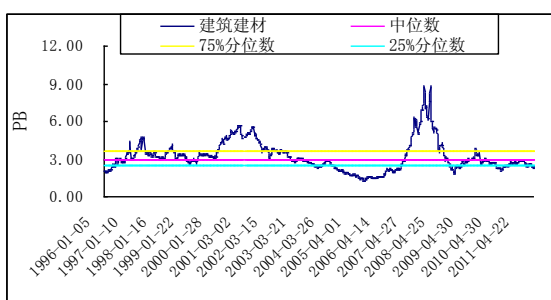
注：估值评价标准

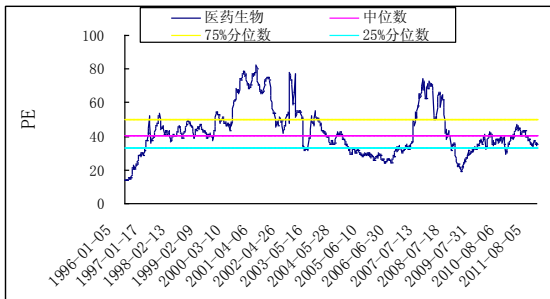
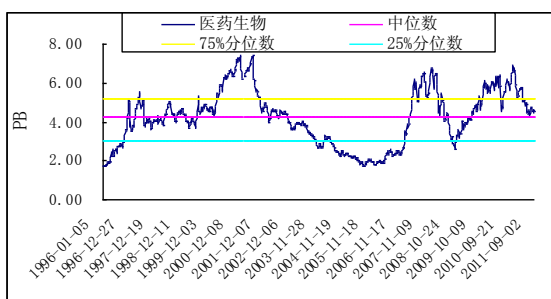
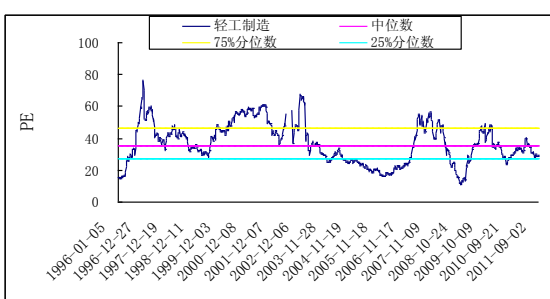
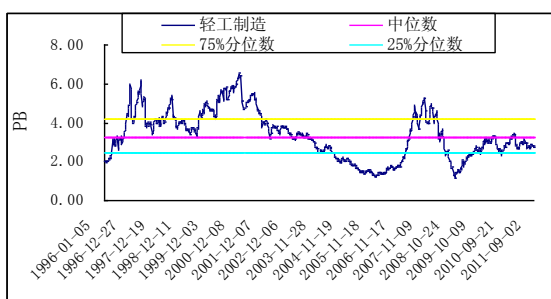
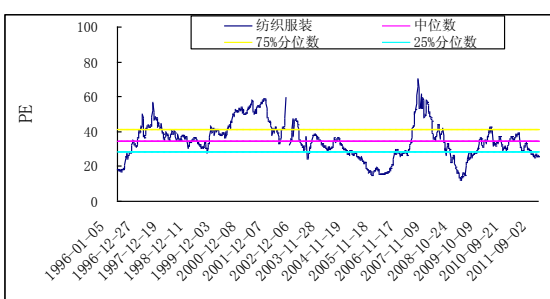
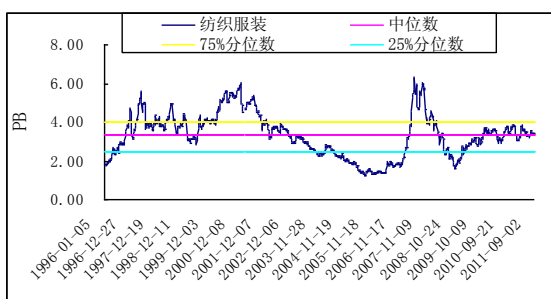
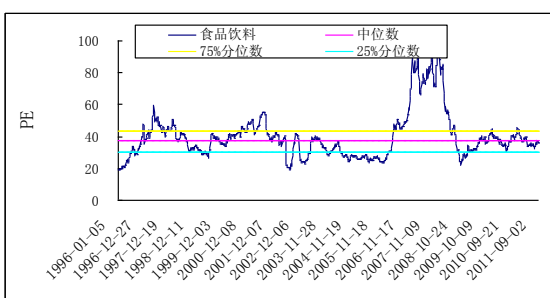
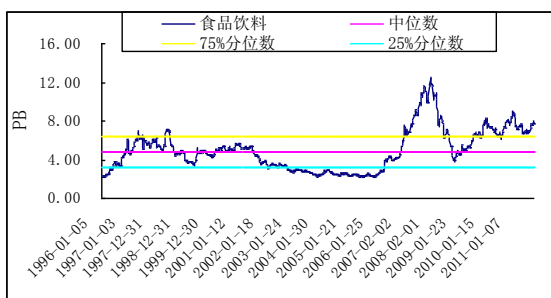
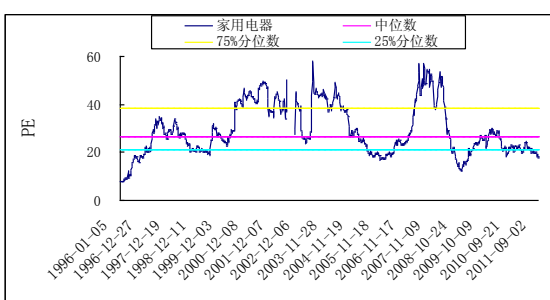
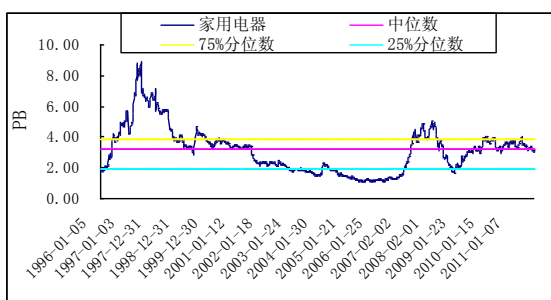
| 估值评价 | 评价标准                                 | PB、PE 值落入该区域的概率 | 备注                                                  |
|------|--------------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------|
| 低估   | 行业 PB、PE 值低于历史数值的 10% 分位数            | 10%             | PB、PE 值高于历史数值的 10% 分位数的概率为 90%                      |
| 较低   | 行业 PB、PE 值低于 25% 分位数，高于历史数值的 10% 分位数 | 15%             | PB、PE 值高于 25% 分位数的概率为 75%                           |
| 合理   | 行业 PB、PE 值高于 25% 分位数，低于 75% 分位数      | 50%             | PB、PE 值低于 25% 分位数的概率为 25%；PB、PE 值高于 75% 分位数的概率为 25% |
| 较高   | 行业 PB、PE 值高于 75% 分位数，低于历史数值的 90% 分位数 | 15%             | PB、PE 值低于 75% 分位数的概率为 75%                           |
| 高估   | 行业 PB、PE 值高于历史数值的 90% 分位数            | 10%             | PB、PE 值低于历史数值的 90% 分位数的概率为 90%                      |

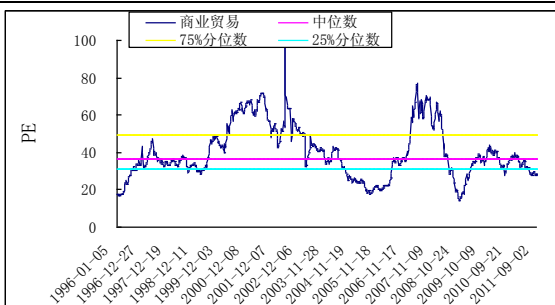
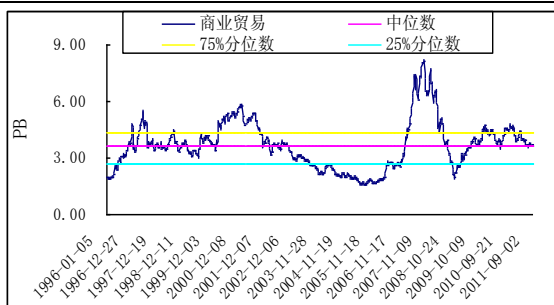
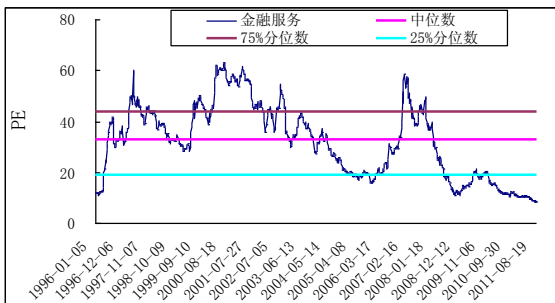
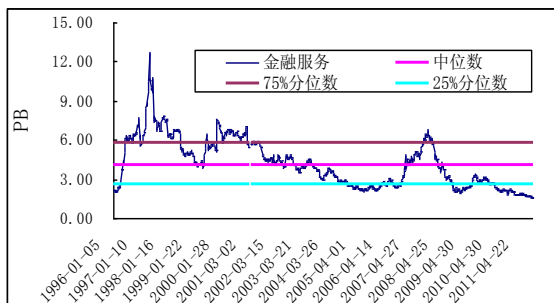
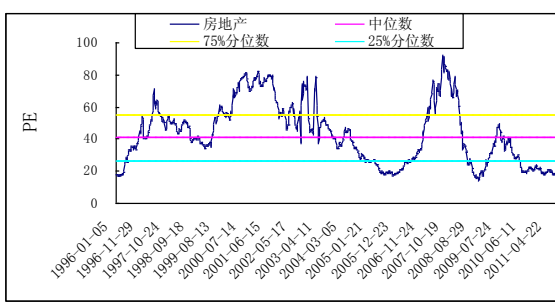
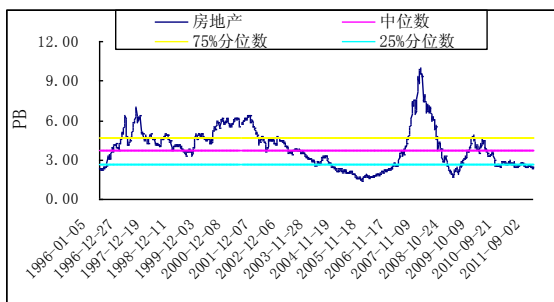
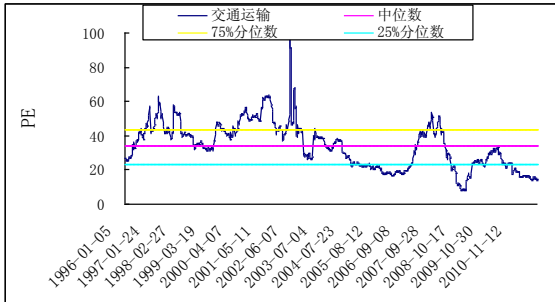
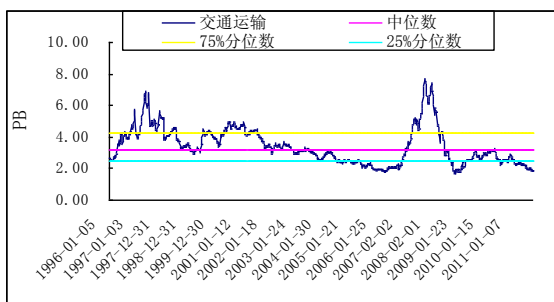
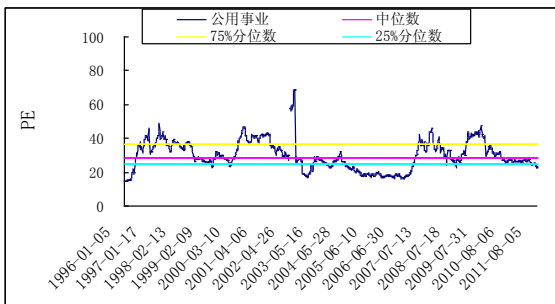
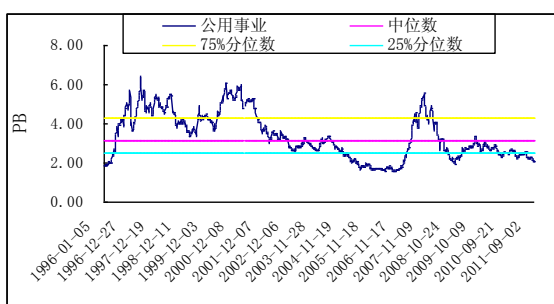
## 附二、各行业历史 PE 和 PB

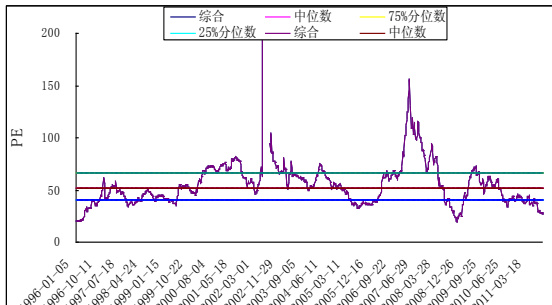
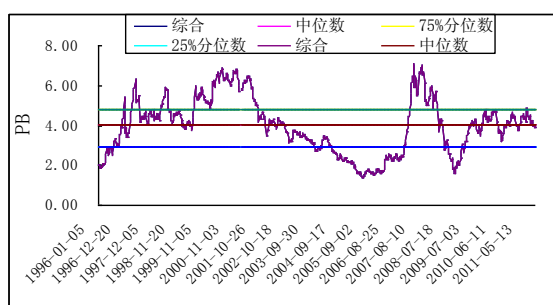
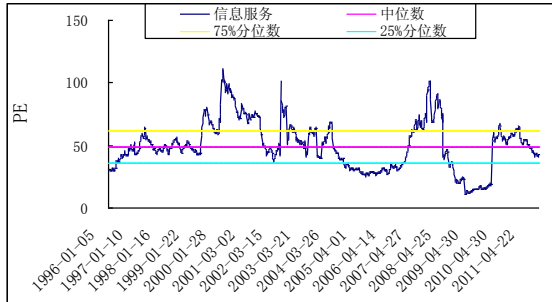
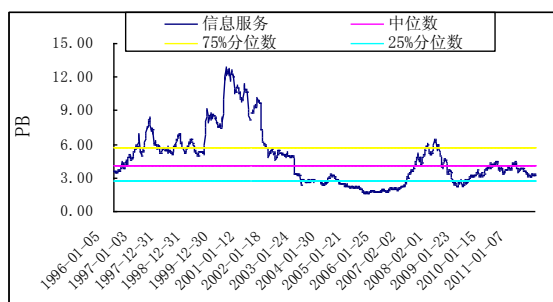
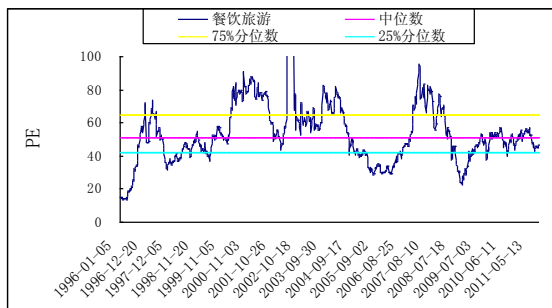
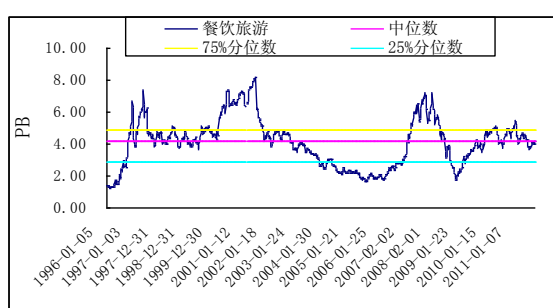












### 附三、阅读须知

#### 1、市净率和市盈率指标的说明

市净率 (PB) 是指市场价值与账面价值之间的比值。托宾在 1997 年所著的《货币、信贷与资本》中指出,  $q$  是指市场价值  $MV$  与重置成本  $RC$  之比,  $q=MV/RC$ 。当  $q>1$  时, 说明企业的市场价值高于企业的重置成本, 股票价值被高估, 套利空间形成, 逐利性会使股东抛售股票, 进行实物资产投资, 企业将减持股票、发行更多的股票或者重组上市, 资金将从金融市场流向产业市场; 当  $q=1$  时, 金融市场和产业市场的套利空间将消失, 资本将处于动态平衡状态; 当  $q<1$  时, 表示企业的重置成本高于企业的市场价值, 价值被低估, 资本将更愿意投资金融产品, 企业将继续持有股票或者对其他企业进行股权兼并。该套利机理决定了  $q$  值向均衡值回复的特性。但在实际中, 一方面由于重置成本  $RC$  没有考虑企业的商誉、竞争力、资源垄断、管理优势等因素, 另一方面由于股票投资的分散、小额等便利性以及流动性等, 实际的  $q$  值的均衡值通常是大于 1 的, 不同经济体的  $q$  值通常也不尽相同。由于企业的重置成本很难计算, 因而在实际应用中多用账面价值来代替重置成本,  $q$  值就变成了市净率。市净率作为估值指标的主要缺陷为该指标是基于企业账面价值计算得到的, 而不是真正的重置成本。

市盈率 (PE) 是指市场价值与净利润之间的比值, 表示企业盈利状况不变, 且利润全部作为股利分给投资者, 投资者以现价买入股票多少年能收回成本。市盈率 (PE) 作为估值指标主要存在如下缺陷: (1) 利润可能计算得不正确, 容易被操纵; (2) 利润非常不稳定, 波动幅度通常较大; (3) 当利润暴涨或暴跌时  $P/E$  会给出不准确的估值; (4) 目前还没有经济理论告诉我们  $P/E$  的正常值应该是多少; (5)  $P/E$  的时效性问题, 股票市场往往是经济的先导指标。

$P/E$  高时不一定不值得投资, 如周期性行业在景气低谷时, 虽然其股价已经很低, 但是其利润非常之低, 处于微利状态,  $P/E$  非常高, 市场对这些行业非常悲观, 但此时往往孕育着投资机会, 因为企业盈利水平此时非常低, 盈利水平有非常大的上升空间; 1932 年的美国股市就是这种情形, 使用  $P/E$  很可能错过了美国股市近 100 年来最好的投资机会。 $P/E$  低时不一定值得投资, 如周期性行业在景气顶部时, 股价虽然较高, 但是利润很高,  $P/E$  可能比较低, 市场往往对这些行业非常乐观, 但此时往往应该规避周期性行业, 因为企业盈利水平处于最好时期, 企业并不能维持目前高水平的盈利能力, 企业随后的盈利表现非常有可能大幅下降, 如我国 A 股市场上 2007 年的有色金属行业。

2007 年 9 月 30 日, 上证综指报收于 5552.30 点, A 股市场的 PB 分别高达 6.58, 此时的 PB 远高于历史最高值 5.31, PB 显示当时市场估值较高, 当时股市是非常危险的, 投资者应该卖出股票, 其后股市的走势也验证了 PB 的正确性。而 PE 指标给出的信号却不是这样, 2007 年 9 月 30 日 A 股市场的 PE 为 57.09, 位于历史平均值 47.49 附近, 远低于历史最高值 101.07, PE 指标显示当时估值较为合理, 而当时绝大多数研究员正是使用 PE (包括动态 PE, 甚至 PEG) 来估值, 许多研究员从而得出了股市还将继续上涨的结论。

2008 年 10 月 31 日, 上证综指报收于 1728.79 点, 整个 A 股市场的 PB 为 1.78, 历史上仅有 7.69% 的时点其市净率低于目前值, 持续低于 1.78 的最长时间为 12 个月, 为 2005 年 3 月至 2006 年 3 月。PE 为 14.32, 为历史最低值。PB 和 PE 指标均显示, 市场估值处于历史低位, 投资者应该买入股票, 市场随后的走势验证了此判断。



## 2、市净率和市盈率指标的使用

根据 PB 或 PE 的投资策略是说当 PB 或 PE 很低时买入股票，当 PB 或 PE 很高时卖出股票；但 PB 或 PE 通常情况下是在平均值附近震荡，因而通常情况下 PB 或 PE 对投资的指导意义不大，只是在极端情况下有较高价值。根据 PB 或 PE 的投资策略并不是让人一夜暴富，而是在股市疯狂时避免损失，在股市低迷时发现机会。根据 PB 或 PE 的投资策略的难点是到底 PB 或 PE 低到何种程度该买入，PB 或 PE 高到何种程度该卖出，不同市场在不同时期的标准可能相差很大；如果我们把买入点的 PB 或 PE 设定得很低，这样我们的买入机会将会非常少，而如果我们把买入点的 PB 或 PE 设定得太高，则会承担较大的风险；同样，如果我们把卖出点的 PB 或 PE 设定得太高，则会承担较大的风险，而如果把卖出点的 PB 或 PE 设定得太低的话，则可能错过接下来股市上涨的收益。因此，买入和卖出点的 PB 或 PE 的设定就是收益和风险的权衡。

### (1) 当 PB 或 PE 处于极端值时

当 PB 或 PE 处于极端值时(特别是 PB)，如当 PB 或 PE 处于历史值的 10%分位数以下时，是买入股票的大好时机；而当 PB 或 PE 处于历史值的 90%分位数以上时，则应该卖出股票。

### (2) 当 PB 或 PE 处于正常水平时

通常情况下，PB 或 PE 处于正常水平(介于历史值的 25%分位数和 75%分位数之间)。此时，价值投资者可以根据 PB 或 PE 进行资产配置，如 2009 年 5 月 8 日的 PB 为 3.14，为历史市净率的 43.24%分位数，即历史上有 43.24%的时点其市净率低于目前值，则我们可以选择配置 43.24%的债券资产和 56.76%(1-43.24%)的股票资产。

动量投资者可以进行趋势投资，通过观察历史上 PB 或 PE 突破某一水平后市场的走势，进而采取相应的策略。如，2009 年 5 月 15 日，A 股市场的 PB 为 3.15，处于上升趋势；历史上(1995 年 12 月 31 日至今)PB 在上升趋势中突破 3.15 只出现过两次，第一次为 1996 年 9 月 30 日，此后 PB 最高上升至 1997 年 3 月 31 日的 5.31，上升了约 50%，持续时间大约为半年左右；第二次为 2007 年 3 月 31 日，此后 PB 最高上升至 2007 年 9 月 30 日的 6.58，上升了 70%左右，持续时间大约为半年。动量投资者可以据此认为市场还将继续上涨，持续时间大约为半年左右。

## 免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、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利。

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：Z23032000。