

## 估值防御值得重视

### 核心要点:

- 上周（9月19日-9月23日）各大指数跌幅明显大于前周（9月12日-9月16日），其中上证综指周跌幅1.98%，深成指跌3.12%，中小板指跌2.86%，创业板指跌3.59%。不同风格指数跌幅普遍在2%以上，差异不大。外围冲击波及A股市场，市场悲观情绪甚于前期。
- 房地产行业上周跌幅高达5.62%，反映市场对房地产行业前景的极度悲观。此外，今年以来表现一枝独秀的食品饮料在上周跌幅第二，跌幅达3.75%，补跌迹象较为明显。而前期跌幅较大、估值水平较低的行业如建筑建材、交运设备则跌幅较小。
- 总体来看，市盈率低于历史均值的情况比较普遍。相对而言，仅农林牧渔、黑色金属、有色金属、电子元器件行业当前市盈率接近或达到历史均值水平。而多数其他行业的PE水平普遍接近历史均值一倍标准差下限。尤其值得注意建筑建材、交运设备、家用电器、交通运输、房地产和金融服务，这些行业当前的市盈率水平已接近2倍标准差下限。
- 以PE、PB偏离度指标衡量，金融服务、房地产、建筑建材、交通运输、采掘、公用事业、交运设备偏离度处于第一象限，反映这些行业当前PE、PB都显著偏低。结合这些行业的指数涨跌幅，估值的防御价值有所体现。

### 分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130511030001

### 特此鸣谢

王维诚 博士 策略研究员

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

☎: (8621) 2025 7809

对本报告的编制提供信息

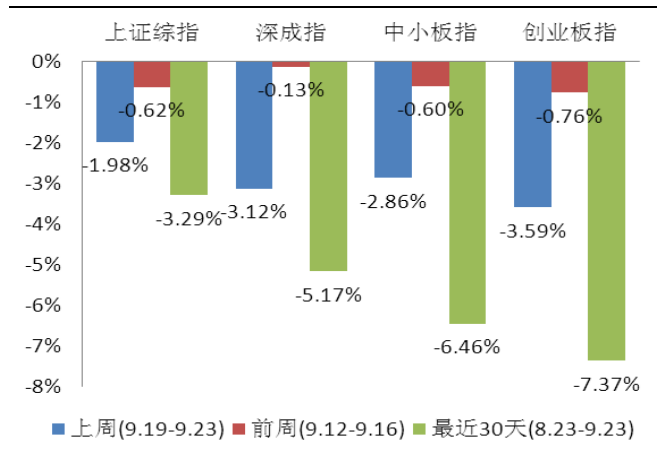
## 目 录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 一、海外冲击导致 A 股各类指数全面下跌..... | 1 |
| 二、不同行业当前估值的相对位置.....      | 2 |
| 三、行业估值动态比较.....           | 4 |
| 插图目录 .....                | 6 |

## 一、海外冲击导致 A 股各类指数全面下跌

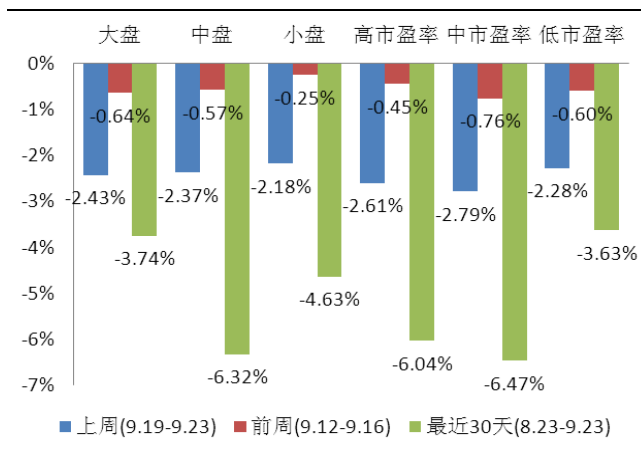
上周（9 月 19 日-9 月 23 日）各大指数跌幅明显大于前周（9 月 12 日-9 月 16 日），其中上证综指周跌幅 1.98%，深成指跌 3.12%，中小板指跌 2.86%，创业板指跌 3.59%。不同风格指数跌幅普遍在 2% 以上，差异不大。外围冲击波及 A 股市场，市场悲观情绪甚于前期。

图 1：主要指数近期涨跌幅比较



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

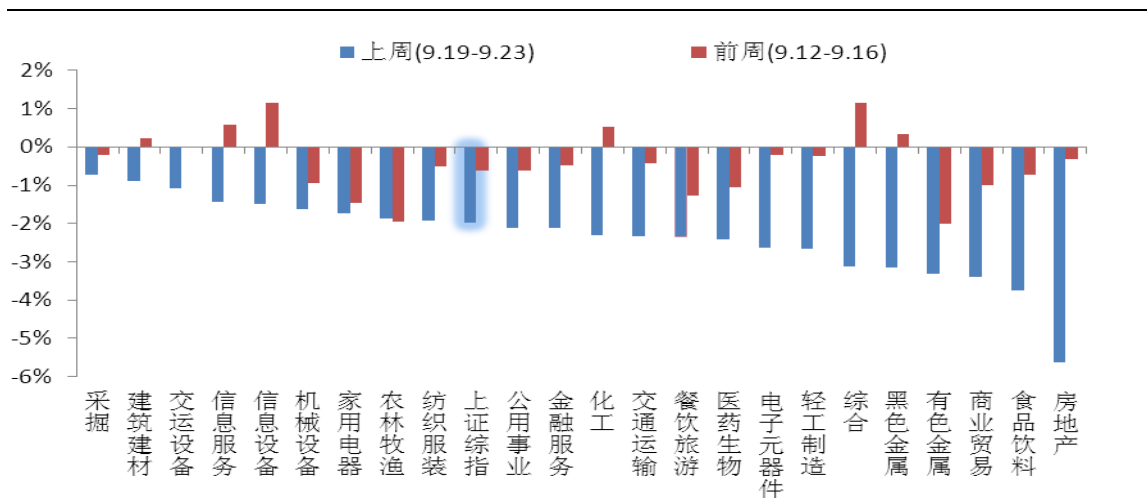
图 2：不同风格指数近期涨跌幅比较



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

对比不同大类行业近两周的表现，跌多涨少。房地产进入所谓传统旺季，但销售情况不佳，且市场盛传地产公司资金链破裂迹象愈加明显。受此传言影响，房地产行业上周跌幅高达 5.62%，反映市场对房地产行业前景的极度悲观。此外，今年以来表现一枝独秀的食品饮料在上周跌幅第二，跌幅达 3.75%，补跌迹象较为明显。而前期跌幅较大的如建筑建材、交运设备则跌幅较小，反映下跌空间有限。

图 3：行业最近两周涨跌幅比较

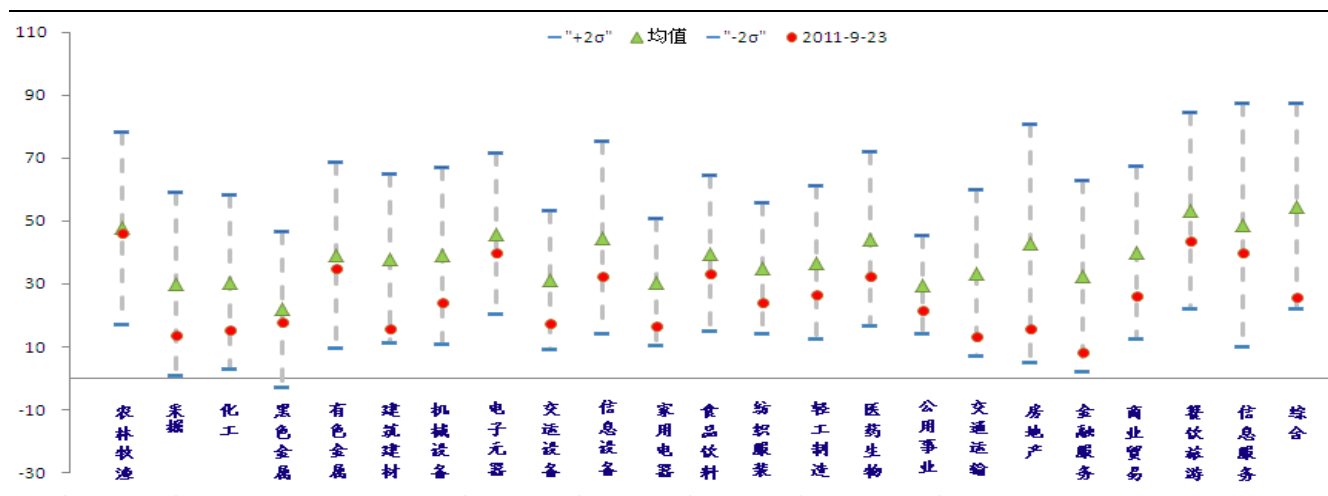


数据来源：Wind，中国银河证券研究部

## 二、不同行业当前估值的相对位置

以历史市盈率构造各行业的估值区间并将当前估值标于该区间。总体来看，市盈率低于历史均值的情况比较普遍。相对而言，仅农林牧渔、黑色金属、有色金属、电子元器件行业当前市盈率接近或达到历史均值水平。而多数其他行业的 PE 水平普遍接近历史均值一倍标准差下限。尤其值得注意建筑建材、交运设备、家用电器、交通运输、房地产和金融服务的市盈率水平已接近 2 倍标准差下限。

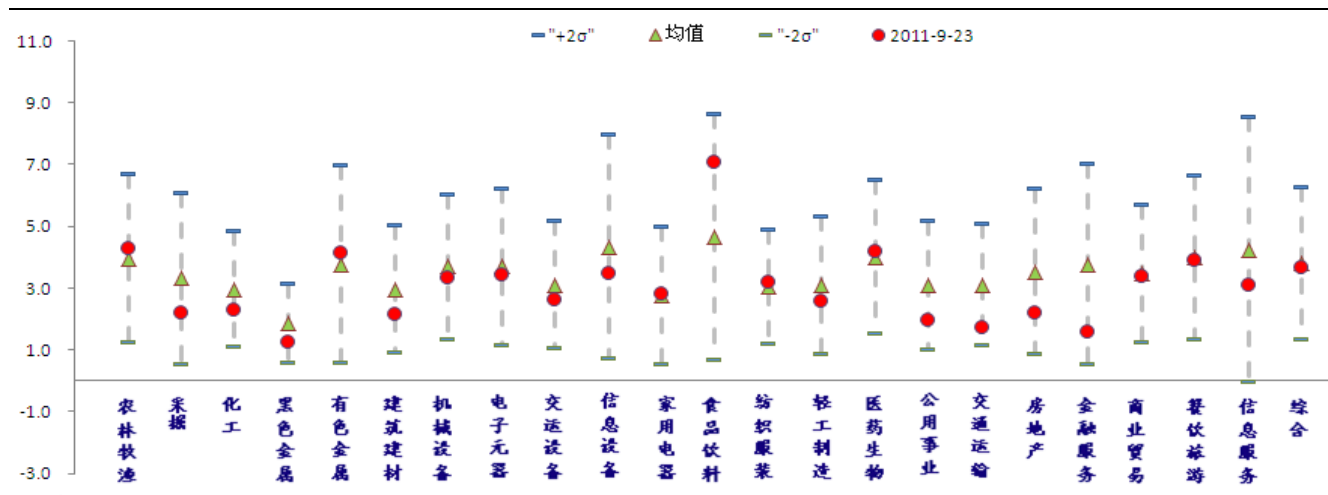
图 4：不同行业当前市盈率的历史相对位置（1997-至今）（整体法，TTM）



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

市净率方面的情况与市盈率略有差别，有部分行业如食品饮料、农林牧渔等当前 PB 甚至高于历史平均，而交运、房地产和金融服务的市净率水平偏低，接近或超过历史均值的一倍标准差下限。

图 5：不同行业当前市净率历史相对位置（1997-至今）（MRQ）

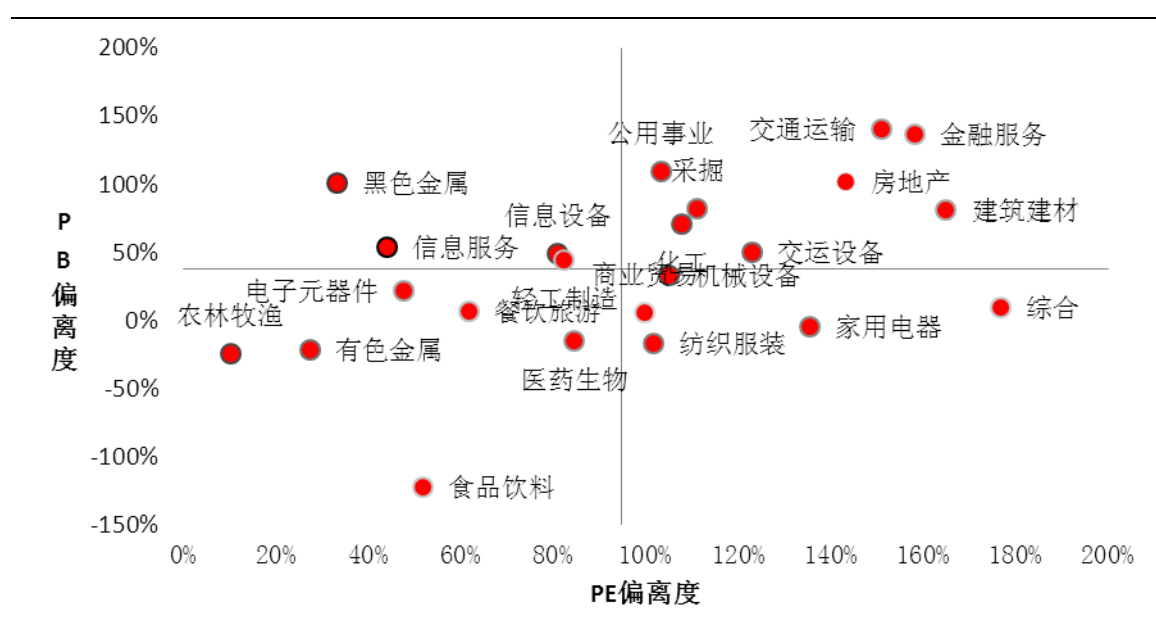


数据来源：Wind，中国银河证券研究部

为了量化 PE 和 PB 当前偏离历史均值的程度并使该偏离度在不同行业间可比，我们对每个行业的市盈率和市净率“正态化”，即取当前值与历史均值之差，并取该差值与标准差的比值。我们知道，该比值负向绝对值越大表明该行业估值水平越低于历史平均，安全边际越大。为了刻画这种关系，我们用上述比值的负值作为最终衡量估值偏离度的指标，并将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中。

$$\Delta_{PE} = -\frac{PE_{now} - \overline{PE}}{\sigma_{PE}}, \quad \Delta_{PB} = -\frac{PB_{now} - \overline{PB}}{\sigma_{PB}}$$

图 6：估值偏离度

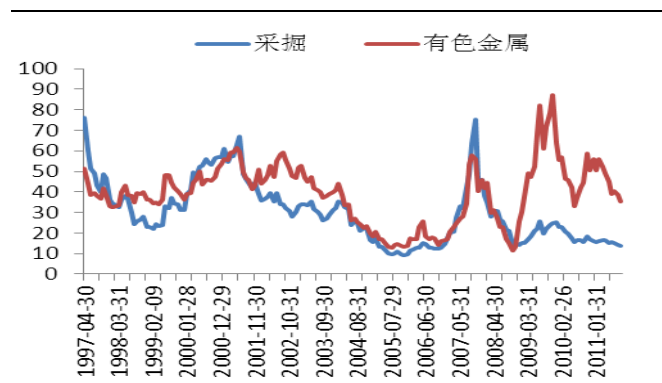


数据来源：Wind，中国银河证券研究部

第一象限集中了无论从 PE 还是 PB 角度看，当前估值都负向偏离最为严重的行业，其中包括金融服务、房地产、建筑建材、交通运输、采掘、公用事业、交运设备。偏离度最为严重的莫过于金融服务。

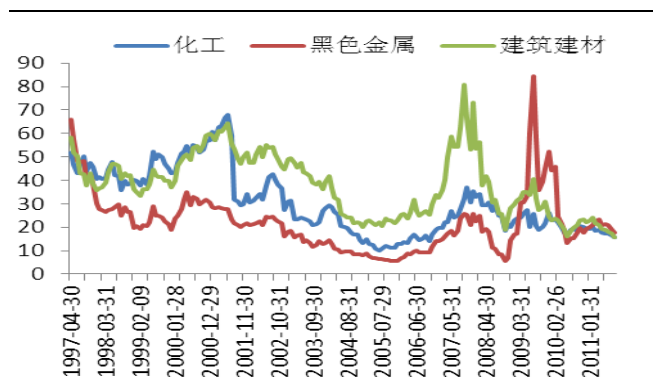
### 三、行业估值动态比较

图 7: 采掘、有色金属市盈率比较



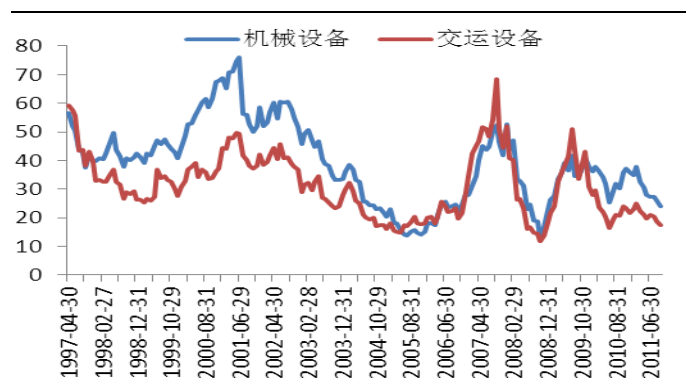
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 8: 化工、黑色金属、建筑建材市盈率比较



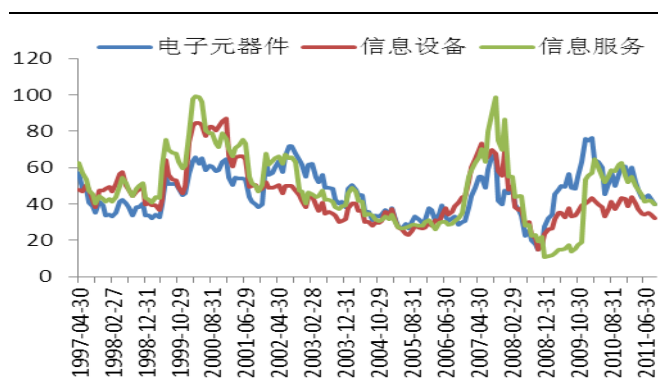
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 9: 机械设备、交运设备市盈率比较



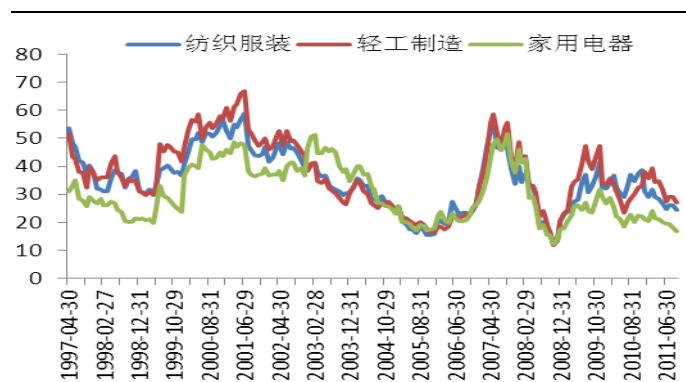
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 10: 电子元器件、信息设备、信息服务市盈率比较



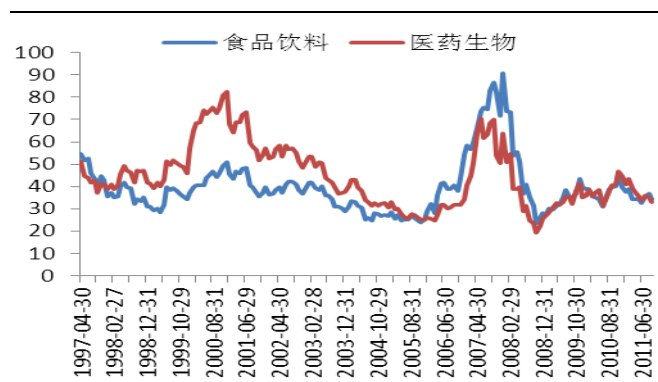
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 11: 纺织服装、轻工制造、家用电器市盈率比较



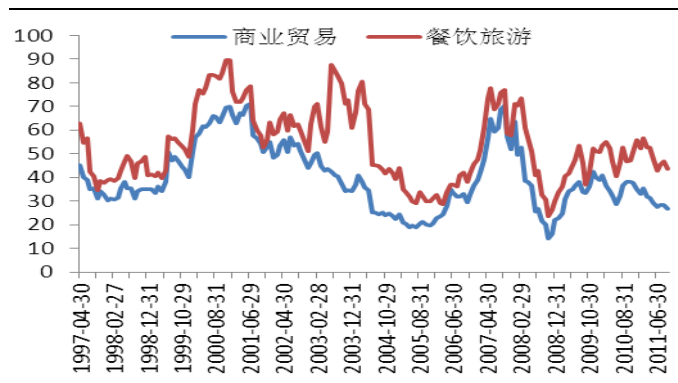
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 12: 食品饮料、医药生物市盈率比较



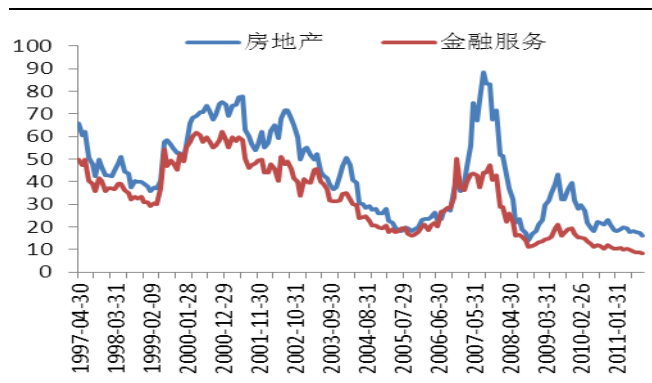
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 商业贸易、餐饮旅游市盈率比较



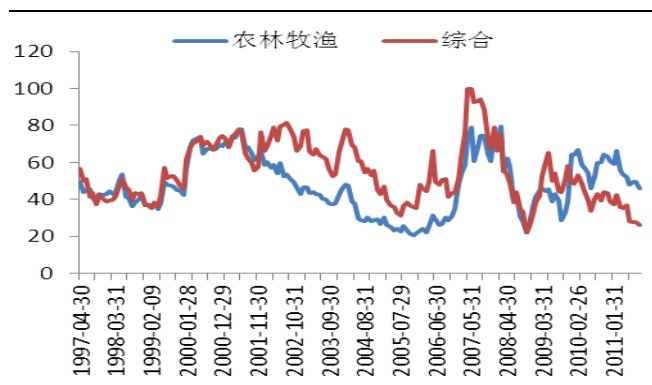
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 14: 房地产、金融服务市盈率比较



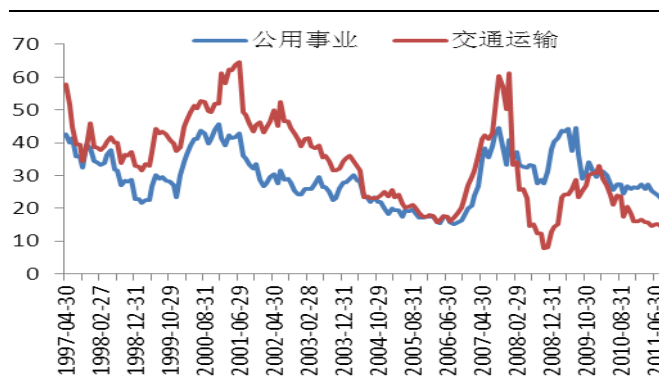
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 15: 农林牧渔、综合市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 16: 公用事业、交通运输市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 插图目录

|                                                  |   |
|--------------------------------------------------|---|
| 图 1: 主要指数近期涨跌幅比较 .....                           | 1 |
| 图 2: 不同风格指数近期涨跌幅比较 .....                         | 1 |
| 图 3: 行业最近两周涨跌幅比较 .....                           | 1 |
| 图 4: 不同行业当前市盈率的历史相对位置 (1997-至今) (整体法, TTM) ..... | 2 |
| 图 5: 不同行业当前市净率历史相对位置 (1997-至今) (MRQ) .....       | 2 |
| 图 6: 估值偏离度 .....                                 | 3 |
| 图 7: 采掘、有色金属市盈率比较 .....                          | 4 |
| 图 8: 化工、黑色金属、建筑建材市盈率比较 .....                     | 4 |
| 图 9: 机械设备、交运设备市盈率比较 .....                        | 4 |
| 图 10: 电子元器件、信息设备、信息服务市盈率比较 .....                 | 4 |
| 图 11: 纺织服装、轻工制造、家用电器市盈率比较 .....                  | 4 |
| 图 12: 食品饮料、医药生物市盈率比较 .....                       | 4 |
| 图 13: 商业贸易、餐饮旅游市盈率比较 .....                       | 5 |
| 图 14: 房地产、金融服务市盈率比较 .....                        | 5 |
| 图 15: 农林牧渔、综合市盈率比较 .....                         | 5 |
| 图 16: 公用事业、交通运输市盈率比较 .....                       | 5 |

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**孙建波，秦晓斌，策略分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn