

A股估值中枢或有望上移

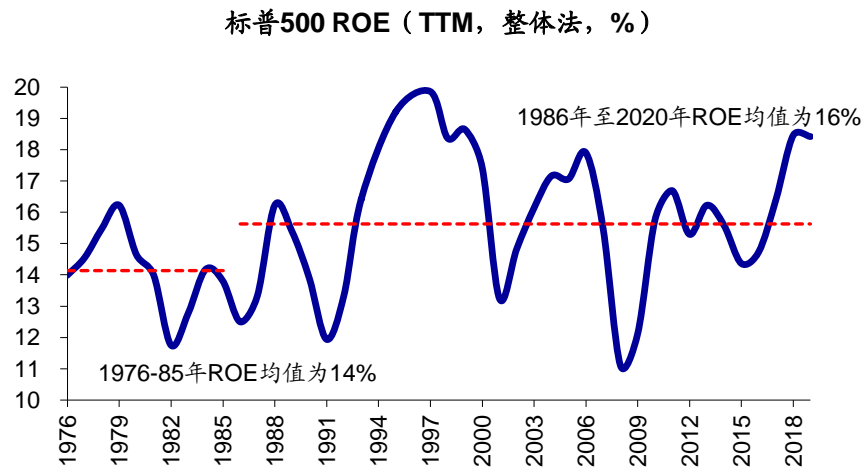
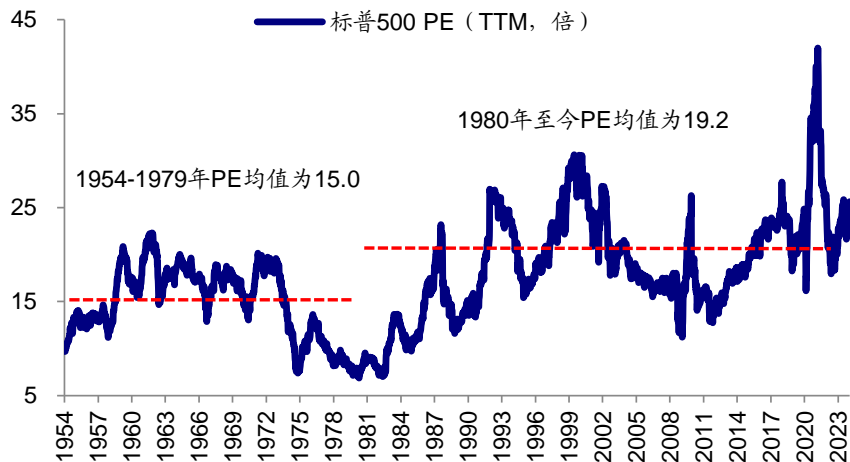
吴信坤（海通策略首席分析师） SAC号码：S0850521070001

杨锦（海通策略高级分析师） SAC号码：S0850523030001

2024年2月14日

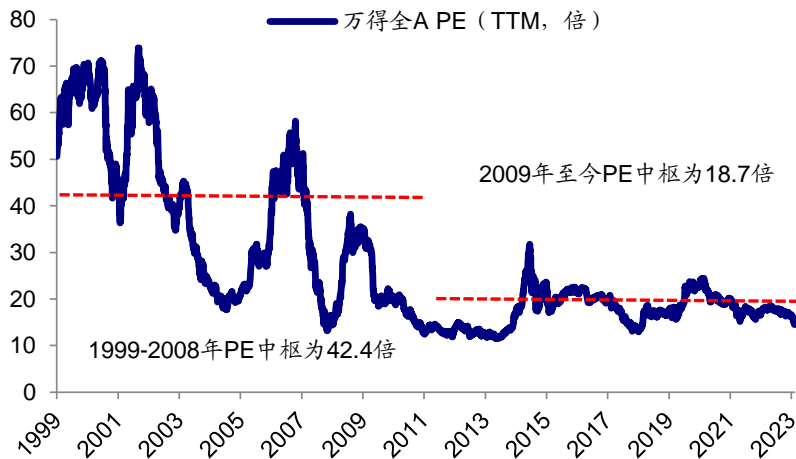
1980s后美股估值中枢上移

- ✓ 1980年以来，标普500指数PE（TTM）中枢上升至19.2倍。美国产业结构升级助力微观企业盈利向上、以十年期国债收益率代表的名义利率持续下行、美国居民资产配置偏向股市是推动美股估值不断上升的三大原因。



中长期看A股估值或有望上行

- ✓ 08年以来A股估值中枢有所下移，主要受宏观经济增速中枢下移影响。从中长期的视角来看，随着我国新质生产力逐渐发展，产业结构转型升级持续演进，叠加居民资产配置转向权益，A股估值中枢或有望上移。



资料来源：Wind，国家统计局，中国政府网，海通证券研究所测算，左图截至2024/2/8

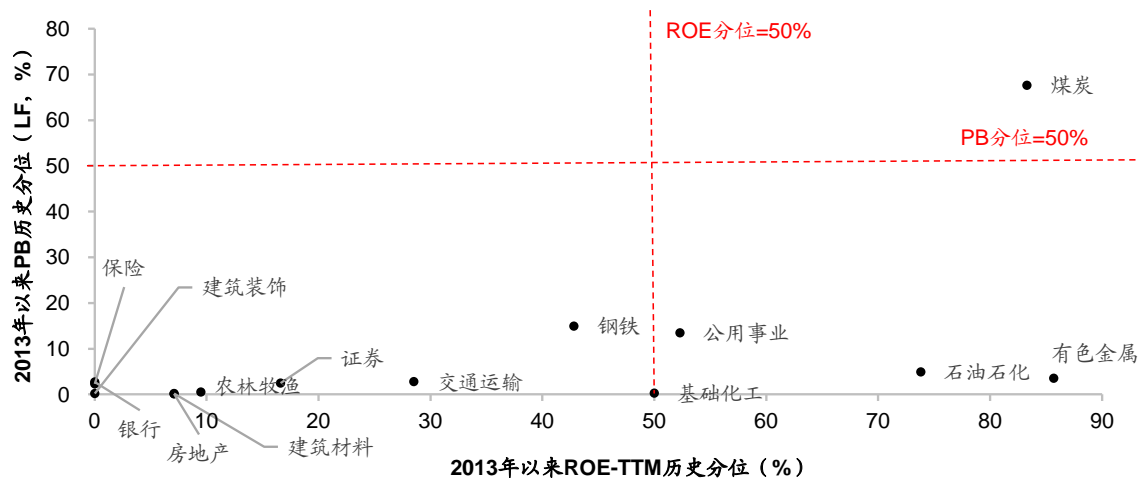
常用估值方法概览

- ✓ 相对估值法是指对公司估值时将目标公司与可比公司对比，用可比公司的价值衡量目标公司的价值。
- ✓ 绝对估值法是指对上市公司历史与未来经营收支状况的分析，从而计算该公司股票实际存在的内在价值。

估值法名称	估值法类型	计算方法	适用行业	优点	缺点
PE估值法	相对估值法	PE= 股票的每股股价/被估公司的每股收益	适合周期型较弱的行业，以及经营稳定的成熟型企业	容易理解，计算简便	没有区分股权价值和企业价值，缺乏对公司财务结构的考量
PB估值法		PB=每股股价/每股净资产	适合周期性行业以及金融地产等流动资产比例高的行业企业	可以对盈利为负的企业进行估值	账面价值和盈利会受到折旧方法和其他会计政策的影响
PEG估值法		PEG=PE/盈利增长率	适于分析处于上升阶段的行业或者企业	弥补市盈率估值法无法反映公司未来成长性的缺点	没有考量公司的净资产
DCF估值法	绝对估值法	$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$	主要适于现金流稳定的龙头企业	更全面地反映了公司持续盈利能力和内在经济价值	计算折现率时主观因素的影响比较大
DDM估值法		股票的内在价值等于其逐年期望股利的现值之和，适用于增长稳定同时又稳定分红的上市公司			
FCFF估值法		FCFF模型用债务偿还前现金流代替DDM分子端的股利，主要适用于周期性较强的行业，如银行、制造业与重组型公司			
EVA估值法		该模型可以计量单一年份价值增加，且考虑到了权益成本，但无法评估公司的成长性			

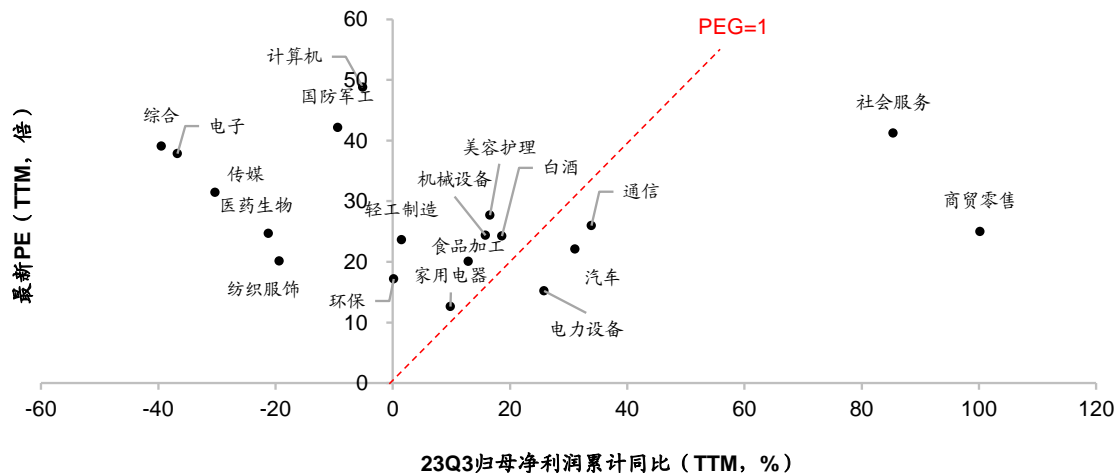
深度价值行业适用PB-ROE模型

- ✓ 由于行业高速发展阶段结束，深度价值盈利增长处于低增速、低波动的“双低”区间，如公用事业、建筑装饰等。
- ✓ PB方式更加适用于深度价值行业估值，并可与行业ROE水平结合，构建PB-ROE模型进行行业估值盈利匹配分析。



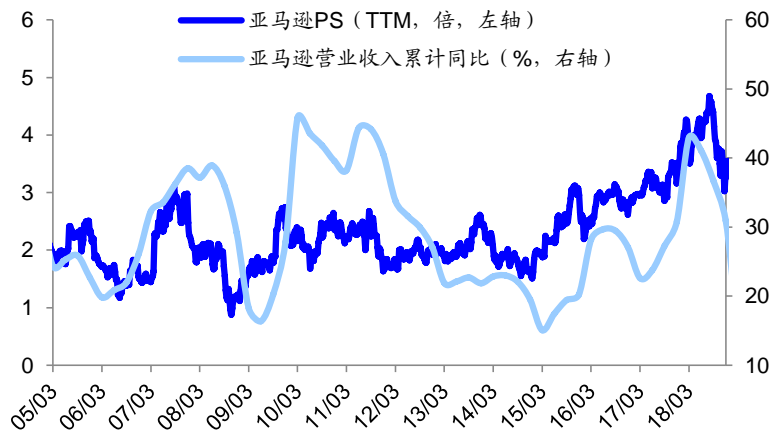
价值成长行业适用PEG模型

- ✓ 价值成长行业具有一定成长性，但其盈利水平易受经济及产业周期等外部因素影响，存在一定波动性，如家电、白酒等。
- ✓ 价值成长行业常使用PEG模型进行估值盈利匹配分析，衡量盈利增长对估值的消化能力，盈利增速较高且PE估值不贵的行业性价比更高。



高成长行业需采用全新估值体系

- ✓ 对于高成长行业，传统的PE、PB方法可能失效。PE估值适用于盈利水平较为稳定的公司；PB估值对轻资产的高成长行业存在大幅高估的风险。
- ✓ 以互联网行业为例，不同发展阶段可对应不同估值方法。在初创和成长期时，常使用PS估值。在成熟期时，或可逐步使用PE估值。



风险提示：历史表现不代表未来；产业升级不及预期；居民资产配置方向变化。

分析师声明和研究团队



分析师声明

吴信坤、杨锦

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
吴信坤	首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人		021-23185707	cf15315@haitong.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。