

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（专题）

盈利是风格转换的压舱石 ——从相对业绩看指数趋势

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

金融衍生品分析师 霍柔安

从业证资格号：F3045696

DDM 模型显示，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风险偏好，在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。就今年而言，货币政策稳健中性的大背景意味着盈利依然是决定市场趋势和风格的核心变量。此外市场风险偏好不仅受到国内政策面的影响，外围市场的扰动也同样不容忽视。错综复杂的内外环境使得 DDM 分母端影响偏向负面，这就意味着若分子端盈利继续保持较高增速，则市场表现不会太差；反之，则难言乐观。

在《从“一枝独秀”到“全面开花”——2017 年年报及 2018 年一季报分析》报告中我们指出：主板 2018Q1/2017Q4 归属母公司股东的净利润累计同比分别为 14.24%/20.43%，下滑 6.19%；中小板 2018Q1/2017Q4 归属母公司股东的净利润累计同比分别为 18.93%/19.38%，下滑 0.45%；创业板 2018Q1/2017Q4 归属母公司股东的净利润累计同比分别为 28.48%/-16.09%，上升 44.57%。主板和创业板相对业绩变化的分水岭已经出现，随着中小创业绩的探底回升，今年市场风格大概率趋向均衡，不太可能重现类似 2016 年和 2017 年的极端分化。那么指数方面，目前的盈利和估值匹配度如何？年初至今的走势是否和业绩的改变息息相关？下面我们针对 A 股中六个主要指数：上证综指、上证 50、沪深 300、中证 500、中小板指、创业板指，从指数的结构特征、业绩表现、估值比较三个角度对上述问题进行分析 and 讨论。

1、指数结构特征

截止 6 月 19 日，上证综指、上证 50、沪深 300、中证 500、中小板指、创业板指均不同幅度收跌。进一步观察发现，除中证 500 外，其余各指数跌幅差距较小。

表 1：主要指数概况（统计日期截止 6 月 19 日）

指数名称	成分股数	PE (TTM)	ROE (TTM)	平均市值	年初至今涨幅	18Q1 增速	17Q4 增速	17Q3 增速
上证综指	1464	13.14	10.69%	209.29	-12.08%	12.47%	18.62%	17.39%
上证 50	50	10.33	11.60%	2841.88	-9.11%	12.37%	14.85%	13.62%
沪深 300	300	12.33	11.61%	936.06	-10.17%	12.88%	16.27%	15.41%
中证 500	500	22.1	8.77%	141.07	-17.74%	15.89%	32.63%	34.17%
中小板指	100	27.52	12.85%	383.39	-14.11%	14.43%	20.80%	25.88%
创业板指	100	37.48	9.92%	190.59	-11.73%	36.67%	-7.42%	0.69%

资料来源：wind，一德期权部

注：平均市值为指数成分股总市值的平均值，计算口径采用证监会标准，单位为亿元人民币。

进一步观察各指数的行业权重，我们发现上证 50 和创业板指前十大行业权重之和均超过 90%，但是上证 50 权重多为金融股和消费白马，而创业板指则以成长行业见长。主板的三大指上证综指、上证 50 和沪深 300 权重排前两位的行业都是金融股，常常被投资者视为一类的中小创虽然都包含了大量成长股，但在中小板指中周期

股也占据了一定权重。相对于其他指数而言，中证 500 的行业分布最为分散，在兼顾了周期行业的同时也兼顾了成长行业。

表 2：主要指数权重排名前十行业（统计日期截止 6 月 19 日，%）

上证综指		上证 50		沪深 300		中证 500		中小板指		创业板指	
行业	权重	行业	权重	行业	权重	行业	权重	行业	权重	行业	权重
银行	20.4	银行	34.09	银行	17.14	医药生物	11.67	电子	21.7	医药生物	17.14
非银金融	9.11	非银金融	27.59	非银金融	15.68	计算机	8.55	医药生物	11.85	电子	14.25
采掘	7.04	食品饮料	13.04	食品饮料	8.08	化工	8.47	计算机	8.86	计算机	13.57
食品饮料	5.96	建筑装饰	5.21	医药生物	7.27	电子	7.09	传媒	6.77	传媒	11.58
医药生物	5.59	房地产	3.32	家用电器	5.24	房地产	5.79	化工	6.63	电气设备	8.14
化工	5.47	汽车	2.93	电子	4.88	电气设备	5.44	有色金属	4.95	农林牧渔	7.95
交通运输	5.16	化工	2.86	房地产	4.75	有色金属	4.92	电气设备	4.76	公用事业	6.82
公用事业	4.68	采掘	2.12	建筑装饰	3.54	公用事业	4.17	食品饮料	4.33	机械设备	5.25
汽车	4.12	交通运输	1.96	汽车	3.5	食品饮料	4.16	非银金融	3.28	通信	5.01
建筑装饰	3.90	钢铁	1.72	交通运输	3.39	机械设备	4.15	商业贸易	3.03	化工	3.45
总计	71.43	总计	94.84	总计	73.47	总计	64.41	总计	76.16	总计	93.16

资料来源：wind，一德期权部

注：所选用的行业分类为申万一级行业

从成分股角度来看，上证综指、上证 50 和沪深 300 分别包含 6 只、7 只和 5 只金融股，其中沪深 300 前十大权重股中上证 50 成分股占据了 7 席，这也解释了上证 50 和沪深 300 走势趋同的原因。

表 3：主要指数权重排名前十个股（统计日期截止 6 月 19 日，%）

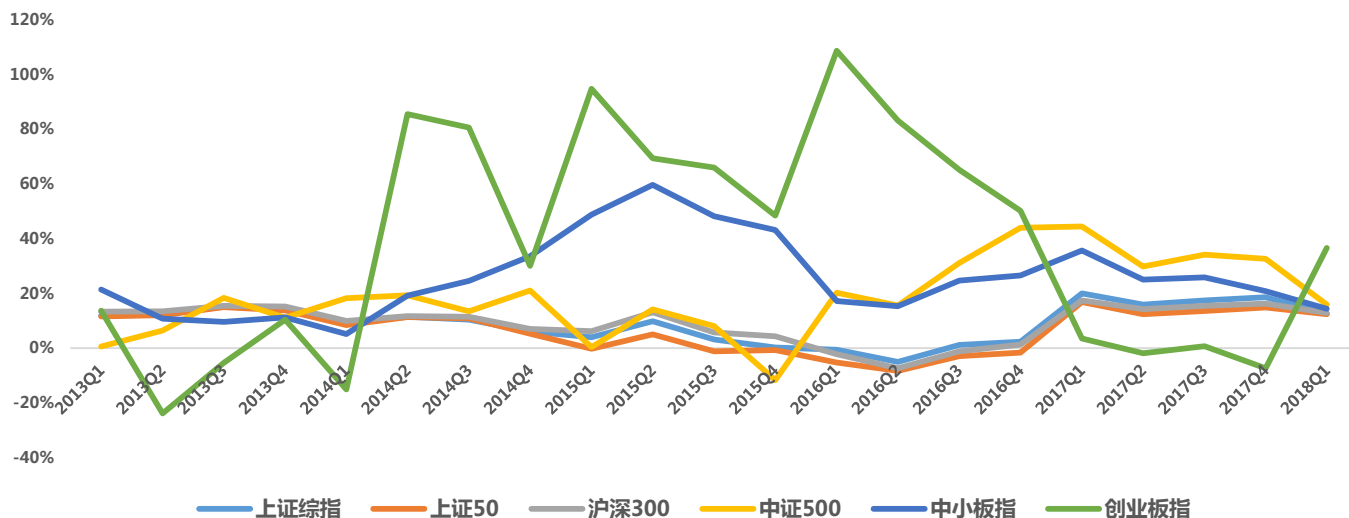
上证综指		上证 50		沪深 300		中证 500		中小板指		创业板指	
个股	权重	个股	权重	个股	权重	个股	权重	个股	权重	个股	权重
工商银行	4.76	中国平安	14.6	中国平安	6.09	长春高新	0.76	海康威视	7	温氏股份	7.95
中国石油	4.03	贵州茅台	8.19	贵州茅台	3.41	生物股份	0.59	洋河股份	4.33	东方财富	4.21
农业银行	3.3	招商银行	6.44	招商银行	2.69	华鲁恒升	0.59	苏宁易购	3.03	乐普医疗	3.24
贵州茅台	2.95	兴业银行	4.31	美的集团	2.16	上海家化	0.55	科大讯飞	2.99	汇川技术	3.06
中国银行	2.48	伊利股份	4.09	格力电器	2.04	广联达	0.55	分众传媒	2.96	沃森生物	2.54
中国石化	2.1	民生银行	3.93	兴业银行	1.8	华海药业	0.55	大族激光	2.62	信维通信	2.44
中国平安	2.1	交通银行	3.59	伊利股份	1.67	长园集团	0.54	比亚迪	2.32	爱尔眼科	2.42
招商银行	1.85	中信证券	3.18	民生银行	1.66	中科曙光	0.53	康得新	2.3	三环集团	2.31
中国人寿	1.6	农业银行	2.98	交通银行	1.51	鲁西化工	0.52	立讯精密	2.26	碧水源	2.15
上汽集团	1.32	上汽集团	2.76	恒瑞医药	1.48	口子窖	0.51	天齐锂业	2.19	三聚环保	2.05
总计	26.49	总计	54.07	总计	24.51	总计	5.69	总计	32	总计	32.37

资料来源：wind，一德期权部

2、指数业绩表现

从各指数归属母公司股东净利润累计同比角度来看，2016 年一季度创业板指业绩增速在达到阶段高点 108.75% 后开始持续下滑，过去两年其走势也是“跌跌不休”；而主板指数（以上证 50、沪深 300 为代表）的业绩则在 2016 年二季度见底后持续回升，其走势也相应的表现为“欣欣向荣”。今年一季度情况发生了逆转，除创业板指业绩增速出现大幅回升外，其余指数的业绩增速均放缓，这是自 2016 年以来首次出现有利于创业板的业绩“剪刀差”。

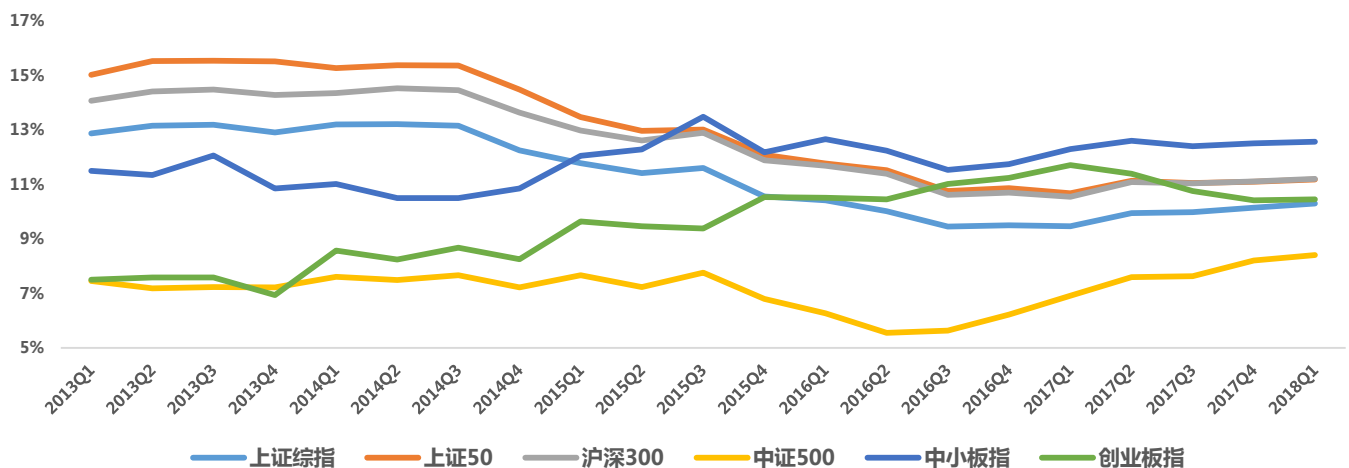
图 1：主要指数归属母公司股东净利润累计同比（2013Q1 至 2018Q1）



资料来源：wind，一德期权部

从 ROE(TTM)的角度来看，上证综指 2018Q1/2017Q4 分别为 10.29%/10.14%，上证 50 为 11.17%/11.10%，沪深 300 为 11.20%/11.11%，中证 500 为 8.41%/8.21%，中小板指为 12.57%/12.51%，创业板指为 10.45%/10.41%。很显然，中小创指数的改善幅度最小，但回升趋势在逐渐形成。对下半年而言，我们认为主板方面虽然净利率大概率伴随 PPI 回落，但是在工业企业集中度和产能利用率继续提升的情况下，总资产周转率将继续支撑 ROE 维持在相对高位。而对于创业板来说，随着盈利增速转好，创业板净利率的回升有望驱动 ROE 止跌回升。

图 2：主要指数 ROE (TTM) (2013Q1 至 2018Q1)



资料来源：wind，一德期权部

3、指数估值比较

从绝对估值角度来看，创业板指 PE(TTM) 为 37.48 倍，依然是六个指数中估值水平最高的。PEG 方面，上证综指、上证 50、沪深 300、中证 500、中小板指、创业板指的 PEG 分别为 1.05、0.84、0.96、1.39、1.91、1.02。虽然创业板指的业绩估值匹配度于上证 50 和沪深 300 相比依然存在差距，但已经显著好于中证 500 和中小板指。

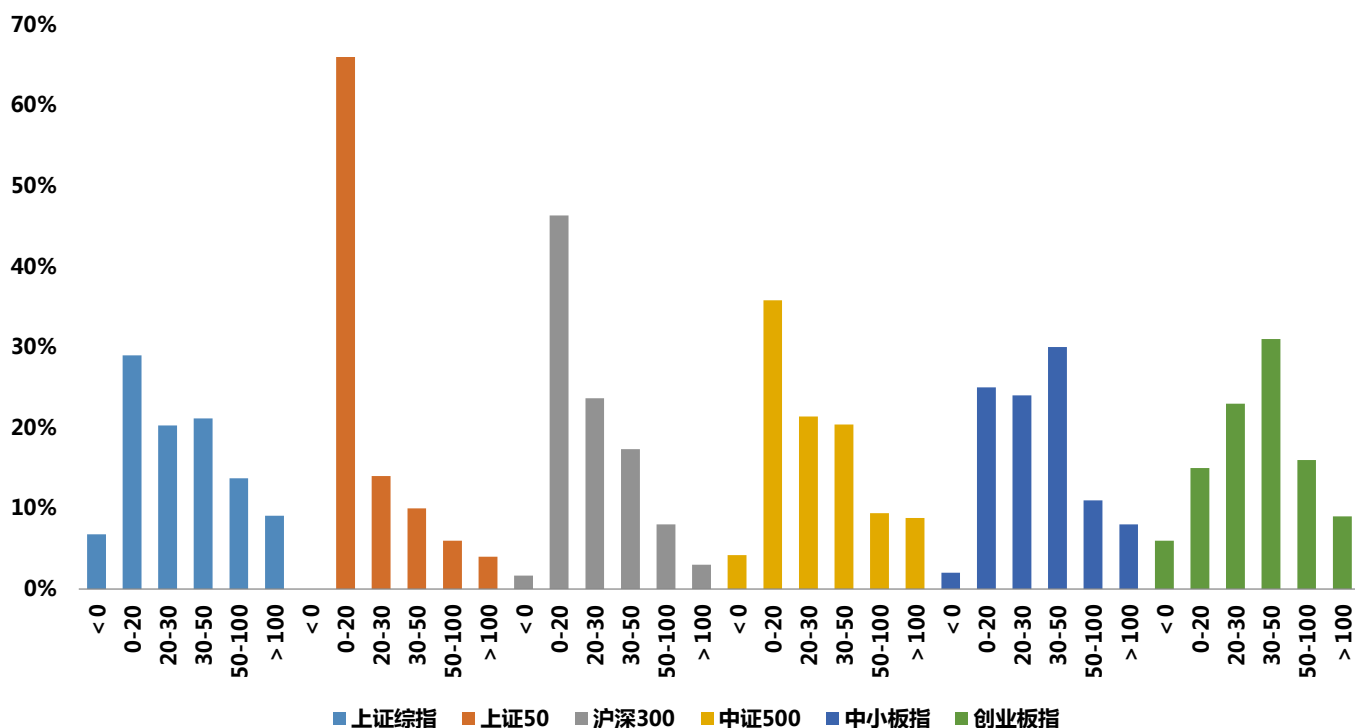
表 4：主要指数 PE (TTM) (2009 年至今)

板块	上证综指	上证 50	沪深 300	中证 500	中小板指	创业板指
PE (TTM)	13.14	10.33	12.33	22.10	27.52	37.48
历史最大值	34.50	27.59	31.91	92.75	64.62	137.86
历史最小值	8.90	6.94	8.01	21.19	20.03	28.81
历史 PE 均值	15.52	11.69	13.96	41.02	32.58	53.24
历史中位数	14.84	10.48	13.05	35.03	32.42	50.74
PE (TTM) 分位	51.32%	50.01%	51.59%	30.88%	61.72%	34.37%

资料来源：wind，一德期权部

从指数成分股估值的分布来看，上证 50 和沪深 300 个股 PE 值大多位于 20 倍以下，而中小板指和创业板指个股的 PE 值则大多分布在 30-50 倍之间，小指数成分股绝对估值水平依然相对较高。

图 3：主要指数成分股 PE 值分布 (统计日期：6 月 19 日)



资料来源：wind，一德期权部

但若是从相对估值角度来看，结果却大相径庭。中证 500、中小板指和创业板指的 PE 值远低于历史均值和中位数，位于均值-1倍标准差阶段，相对估值优势明显。而上证综指、上证 50 和沪深 300 的 PE 虽然低于历史均值，但与中位数相比差距不大。

图 4：上证综指 PE 值（2010 年至今）



资料来源：wind，一德期权部资料来源：wind，一德期权部

图 5：上证 50 PE 值（2010 年至今）

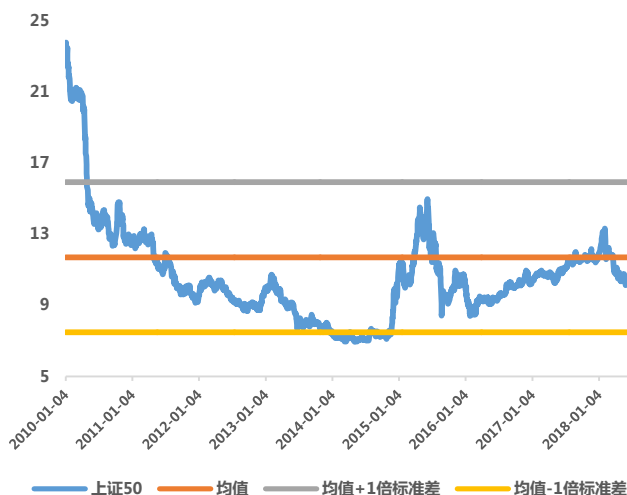
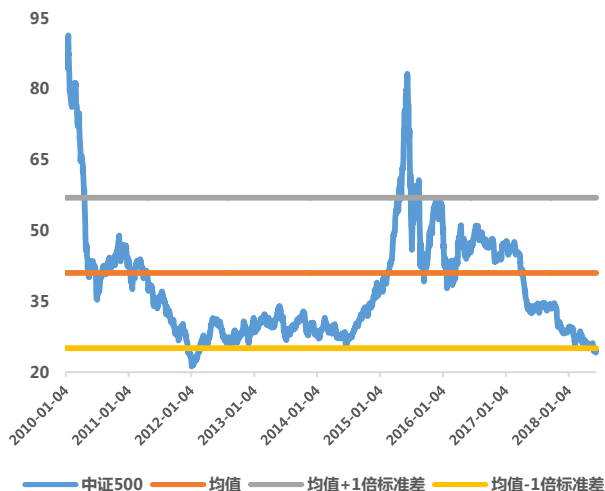


图 6：沪深 300 PE 值（2010 年至今）



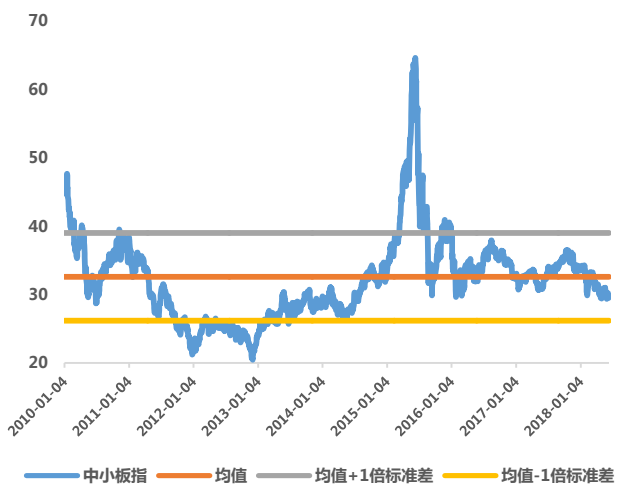
资料来源：wind，一德期权部

图 7：中证 500PE 值（2010 年至今）



资料来源：wind，一德期权部

图 6：中小板指 PE 值（2010 年至今）



资料来源：wind，一德期权部

图 7：创业板指 PE 值（2010 年至今）



资料来源：wind，一德期权部

2018 一季报使得大小指数业绩增速的分水岭初现端倪，未来伴随二季报的披露，若这一趋势得以延续，则预示着今年的市场风格很难再现漂亮 50 的“一枝独秀”，而更趋向于有业绩支撑个股的“全面开花”。需要强调的是，虽然创业板指业绩和估值的匹配度出现好转，但对于绝大多数小市值公司（非指数成分股）而言，过高的估值依然是悬在小市值公司头上的“达摩克利斯之剑”。尽管未来的市场风格趋向均衡，但业绩为王的主导思想并未发生改变，依然要重视业绩与估值的匹配度。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货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。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货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，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678