

行业估值跟踪及风险分析——关注建材行业 低估反弹机会

金融工程分析师：郑雅斌

SAC 执业证书编号：S0850511040004

zhengyb@htsec.com

021-23219395

行业配置策略在投资中所占的地位长久以来都备受关注，如何把握行业的风格切换，不仅需要投资者对市场经济环境、行业基本面、情绪指标有着全局把握，同时也必须关注行业估值水平对行业走势的压力或是支撑。一般而言，行业估值总会在其合理水平附近波动，当其出现背离时，如相对于历史均值明显过高或是过低，认为其会向均值回归。本篇报告意在跟踪不同行业的估值水平，指示其当前所处位置，分析行业是否存在风险或是估值修复的投资空间，从而为行业配置观点的形成提供有力支撑。

1、研究方法

我们分别从两个维度考察行业的估值水平。一个维度是行业自身的绝对估值演变过程；一个维度是行业相对于市场的相对估值变动趋势。两个维度的综合分析，不仅能够考虑行业自身的发展趋势，同时也将市场风险考虑其中。

对于行业绝对估值水平的变动趋势，我们首先分析行业的历史估值水平（PE、PB），观察行业当前的估值相对于历史而言是否接近临界值。当行业 PE 或是 PB 接近临界值，即处于低估或是高估状态，则进一步结合当前行业的一致预期估值，具体分析行业未来的估值走势。

历史估值数据的处理，按照海通二级行业的分类标准，计算各行业的历史滚动 PE、PB 估值。剔除行业内亏损的公司，市盈率的计算方法采用滚动最近一年的盈利数据获得。从 1998 年 1 月开始计算行业估值数据，更新频率为每周更新一次。

行业估值水平高低的判断方法：

通过历史回溯观察，发现移动平均 $\pm$ 波动率的阈值作为划定行业是否高估/低估的界限，是较为有效的方法。统计从 1998 年 1 月开始的估值数据（如果估值数据在 1998 年 1 月还不可得，则从可得的时间点开始统计），计算截止至最新时刻点，每个行业估值数据的移动平均 mean，以及波动率 std。如果行业当前的估值水平：

当前 $PE > mean(PE) + std(PE)$ ，认为行业 PE 高估，给出风险提示；

当前 $PE > mean(PE) + 2*std(PE)$ ，认为行业 PE 过度高估，PE 下行风险增大；

当前 $PE < mean(PE) - std(PE)$ ，认为行业 PE 低估，建议关注；

当前 $PE < mean(PE) - 2*std(PE)$ ，认为行业 PE 过度低估，估值反转的概率进一步提高；

PB 的评估方法相同。

如果行业的历史 PE 和 PB 数据同时显示高估，那么投资者对于该行业的潜在风险应该更为警惕；如果两个指标同时显示低估，那么可以关注该行业的后期投资价值。

对于行业相对估值水平的分析，计算（行业估值/海通综指估值）的变动趋势。相对估值高低点的判断方法与上述规则保持一致。绝对估值的考察方法，无法回避当市场整体上涨或是下跌时产生的行业估值高点或是低点。这种市场走势带来的高低点，并不能充分说明行业存在的风险或是机会。相对估值方法有效避免了这一现象的存在。通过绝对以及相对估值相结合，能够更好的刻画行业估值所处位置，从而对投资提供更有价值的信息。

2、行业估值水平分析

8 月初我们在报告中指出通讯服务行业的下行风险已经有所释放，行业月涨幅为-4.54%，相比于上证指数-4.94%的跌幅取得了微弱的超额收益。7 月底我们看到地产行业的相对估值水平首次低估，尽管从一致预期数据没有看到行业明确的利好消息，地产行业 8 月依然有不错的避险作用，取得 3.04%的超额收益。

2.1 行业绝对估值水平分析

表 1 中罗列了海通二级行业截止至最近，各个行业的历史 PE 以及 PB 的估值水平。

表 1 行业绝对估值水平（截止至 2011-08-31）

行业	PE	PB	行业	PE	PB	行业	PE	PB
石油天然气	--	--	交通运输	--	--	医药与健康护理	--	--
化工	低估	低估	汽车与零配件	低估	--	金融	低估	低估
建材	低估	--	家用电器与器具	--	--	房地产	--	--
造纸	--	--	纺织与服装	--	--	信息服务	--	--
有色金属	--	--	旅游服务业	--	--	信息设备	--	--
非金属	--	--	传媒	低估	--	通讯服务	高估	--
钢铁	--	--	商业贸易	--	--	公共事业	低估	低估
机械工业	--	--	食品	--	--	综合	--	--
建筑工程	低估	低估	农业	--	--	煤炭	--	--

资料来源：海通证券研究所

汽车与零配件、传媒两个行业自我们发布报告以来，绝对估值在正常以及低估之间波动，上个月又进入低估区域。公用事业行业自 5 月份以来连续下跌，最近首次进入低估区域，且 PE、PB 同时达到低估。可以适当关注后期行业反弹机会。建材行业 8 月份的估值最近也是第一次触及“低估”水平。

2.2 行业相对估值水平分析

表 2 中为各个行业相对于海通综指的相对估值最新数据。医药、造纸行业的相对估值依然处于“过度高估”区间，认为是对行业 2011 年盈利状况看好的反应，其绝对估值水平保持在正常水平，不认为行业有过高的下跌风险。但行业前期涨幅较高，后续继续攀升空间有限。食品饮料最近几个月涨幅颇大带动相对估值走高，触及“过度高估”边界。从绝对估值来看，行业并没有高估。在下一节中结合一致预期数据进行分析。建材行业的相对估值也跌入“低估”区域，两种维度的估值一致性是否对行业后期机会具有提示作用？我们也会在下一节中具体分析。房地产行业 7 月底相对估值在“低估”水平，8 月份超越市场表现之后回复正常，由于在预期的盈利数据上没有看到行业的明显机会，后期不予以推荐。

表 2 行业相对估值水平（截止至 2011-08-31）

行业	PE	行业	PE	行业	PE
石油天然气	高估	交通运输	--	医药与健康护理	过度高估
化工	--	汽车与零配件	--	金融	低估
建材	低估	家用电器与器具	--	房地产	--
造纸	过度高估	纺织与服装	高估	信息服务	高估
有色金属	--	旅游服务业	--	信息设备	高估
非金属	--	传媒	--	通讯服务	高估
钢铁	--	商业贸易	高估	公共事业	--
机械工业	高估	食品	过度高估	综合	--
建筑工程	低估	农业	高估	煤炭	--

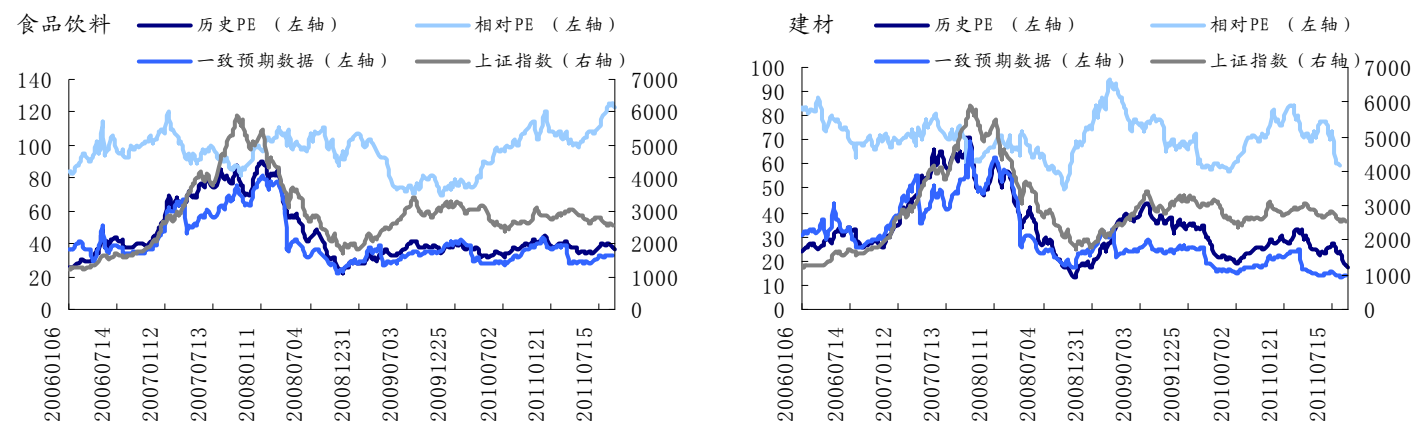
资料来源：海通证券研究所

2.3 建材、食品行业的历史估值水平与一致预期走势

结合行业的一致预期数据，具体分析建材、食品行业的估值走势以及后期机会。

图 1 中分别列举了食品和建材行业估值分析示意图。**食品饮料**行业中，行业的防御特征在市场未来行情不确定的情况下对于投资者是较好的选择，其相对估值达到历史高位。对比同期绝对估值水平，依然在偏低位运行。且由于消费行业四季度将迎来消费旺季，不认为相对估值高估会造成下跌风险。**建材行业**两个维度的估值逐步下行，绝对估值接近历史地位，参照一致预期 PE 数据，最近并没有太大变化，且在市场行情走低时，预期盈利数据有微弱上浮，建议关注行业后期的反弹机会。

图 1 食品、建材行业的历史估值与预期估值走势



资料来源: WIND, 海通证券研究所

3、总结

综合来看，造纸、医药行业对于盈利预测的上调已有所反应，且行业相对估值在“过度高估”区间运行较长时间，后续上涨空间有限。地产行业相对估值水平 7 月末处于“低估”区域，8 月份跑赢市场较大幅度后，回复正常区间。建材行业绝对、相对估值都低估，且绝对估值接近历史地位，建议关注后期机会。

信息披露

分析师声明

郑雅斌：金融工程

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。

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。