

行业盈利预测变动与行业配置

调整幅度与调整速度的较量

宋曦

(0755) 8249 2009
songxi@lhqz.com

盈利预测调整 (Earnings Revision)

- 行业盈利预测一般来自于卖方行业分析师所撰写的行业研究报告，许多研究都表明分析师的盈利预测和股票推荐以及目标价设定都显著影响了股票价格。从理论上讲，由于对信息的占有和处理能力上的优势，卖方一致预期行业盈利预测变动，能够用于指导行业配置。我们根据盈利预测调整编制盈利预测指数，并按照盈利预测指数进行行业配置，发现净利润增速同比调升幅度较大的行业的组合表现一般，并未在随后一个月内取得超额收益。

盈利预测动量 (Earnings Momentum)

- 我们进一步测试盈利预测动量对行业配置的引导作用，行业盈利预测动量反映了分析师对未来行业盈利预测调整速度，而并不代表盈利的绝对调整幅度。我们按照只投资具有盈利预测动量的行业的策略，发现除了 2007 年外，具有盈利预测动量的行业能获得较好的投资回报，平均来看超越了不具有盈利预测动量的行业。因此，利用盈利预测动量引导行业配置具有相当的实践意义。

总结

- 行业的表现不仅仅取决于盈利水平的驱动，还受到诸如政策调整和宏观经济的影响，因此，利用盈利预测调升幅度进行行业配置可能在自上而下行业轮动的市场行情中发挥较为重要的作用。采用盈利预测动量这种相对衡量，实际体现了分析师对不同行业所持有的信心。存在盈利预测动量的行业说明分析师处于加速上调盈利预测，代表了分析师对该行业的盈利预测信心增强，这些行业也就能够成为市场追捧的对象，继而产生超额收益，我们的实证结果很好的印证了这一逻辑。投资者试图跟踪这个指标可以参见我们的《黄金眼看市场》的定量策略周报。

目 录

一. 一致预期盈利预测	3
二. 我们的研究方法	3
1. 数据和方法	3
(1) 盈利预测上调行业的超额收益检验	4
(2) 盈利预测动量行业的超额收益检验	4
2. 盈利预测上调行业的超额收益	4
3. 盈利预测动量行业的超额收益	6
三. 利用盈利预测引导行业配置	8

在我们前期的黄金眼系列中，不断找寻能够刻画市场和领先市场的指标，我们也在试图找到行业配置具有先导性意义的指标，通过观察行业盈利预测变动和行业的收益表现，我们发现二者具有一定的相关性。本文将研究分析师一致预期的行业盈利预测变动与行业配置相结合，找到利用盈利预测引导行业配置的依据。

一. 一致预期盈利预测

行业盈利预测一般来自于卖方分析师（sell side analyst），特别是行业分析师所撰写的行业研究报告。卖方分析师预测盈利，推荐股票和预测股票价格运行区间。许多研究都曾针对分析师的盈利预测和股票推荐是否能对股票价格产生影响，其中大部分研究都表明分析师的盈利预测和股票推荐以及目标价设定都显著影响了股票价格，同时，也有研究认为不同分析师的专业能力也有不同。

美国由于证券市场比较成熟，具有多年的盈利预测数据，特别是 I/B/E/S 和 First Call 的数据库都收集了近几十年的卖方分析师预测。美国早期的研究主要是在对盈利的时间序列属性回应上。前期研究表明分析师的盈利预测比时间序列模型预测要准确（Brown and Rozeff, 1978），主要原因是具有时间上的优势。其他研究也发现分析师预测更加准确原因在于信息优势和择时优势（Brown, Griffin, Hagerman and Zmijewski, 1987）。其他研究发现分析师的差异性比较显著，同时，也有研究认为分析师预测的准确性收到经验，任务的复杂性和公司的规模有关。

由于行业发展的不一致，行业配置在国内共同基金的管理中能够产生足够高的超额收益。我们接下来的研究主要是通过行业盈利预测变动来进行行业配置，试图找到利用盈利预测进行行业配置的主要结合点。行业盈利预测更能反映出分析师对整个行业的看法，而不用关注个股的盈利预测数据受到个别影响的偏差。行业盈利预测调整是投资者进行行业选择的重要依据，分析师能够掌握到更多的信息，而将个股的盈利预测按照行业汇总生成行业的盈利预测变动。

由于对信息的占有和处理能力上的优势，从理论上讲行业盈利预测变动，特别是全市场的卖方一致预期，能够用于指导行业配置，实际效果如何，我们通过下面的实证研究来回答这个问题。

二. 我们的研究方法

我们将按照这样的思路进行实证研究测试，我们测试分为两种：第一，测试盈利预测上调的行业是否具有超额收益；第二，测试盈利预测动量（上调速度加快）的行业是否具有超额收益。

1. 数据和方法

（1）盈利预测上调行业的超额收益检验

对于行业分析师的一致预期数据我们采用朝阳永续数据，盈利预测我们按照如下的方法进行计算，编制行业盈利预测指数。

$$REV_{i,t} = \frac{G_{i,t}}{(G_{i,t-1} + G_{i,t-2} + G_{i,t-3})}$$

$G_{i,t}$ ：表示第 i 个行业在 t 时刻的净利润同比增长变动的一致预期

这样计算得出的盈利预测变动指数相当于本月与过去三个月的变动均值相比是否有提升。

我们按照上面所编制的行业盈利预测调整指数，选择盈利预测调整指数较高的行业，我们将行业分为四组，然后按照每个月调整一次组合进行投资，最后验证盈利预测指数最高的行业是否具有最高的投资收益。

（2）盈利预测动量行业的超额收益检验

我们进一步测试盈利预测动量对行业配置的引导作用，盈利预测动量编制如下：行业盈利预测动量反映了分析师对未来行业盈利预测调整速度，而并不代表盈利的绝对调整幅度。具体的具体算法为：一周的变动与一个月变动均值减去三个月变动。

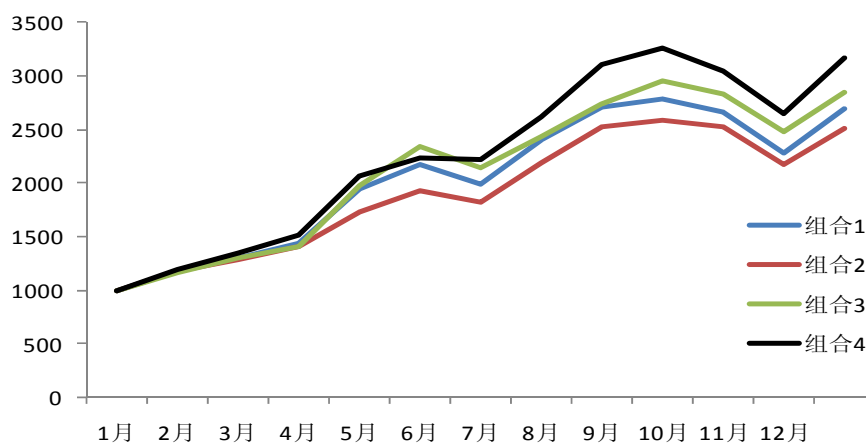
动量值大于 0，表示分析师对该行业的盈利上调速度在加快，如果小于 0，则说明上调幅度在放缓。我们同样选出具有盈利预测动量大行业进行配置，也按照每月一次的频率进行组合调整。

2. 盈利预测上调行业的超额收益

行业分类我们按照 SW 行业标准，分为 23 个行业，根据盈利预测上调指数进行排序，我们将行业分成 4 组，除了第一组仅有 5 行业外，其余三组都有 6 个行业，然后我们根据盈利预测变动指数汇出不同组行业的投资回报。因此，组合 1 为盈利预测上调整幅度最大的行业，组合 4 则为盈利预测上调幅度最小的行业。

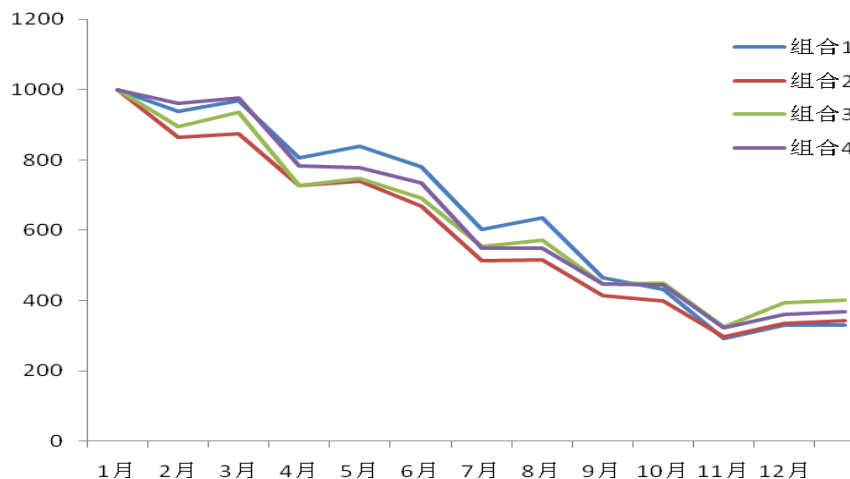
我们的实证研究从 2007 年开始，这主要是由于一致预期的数据我国收集的比较晚，因此样本区间受到限制。下图为根据盈利预测指数构建的四个组合的收益情况。

图 1、2007 年根据一致预期进行行业配置的组合表现



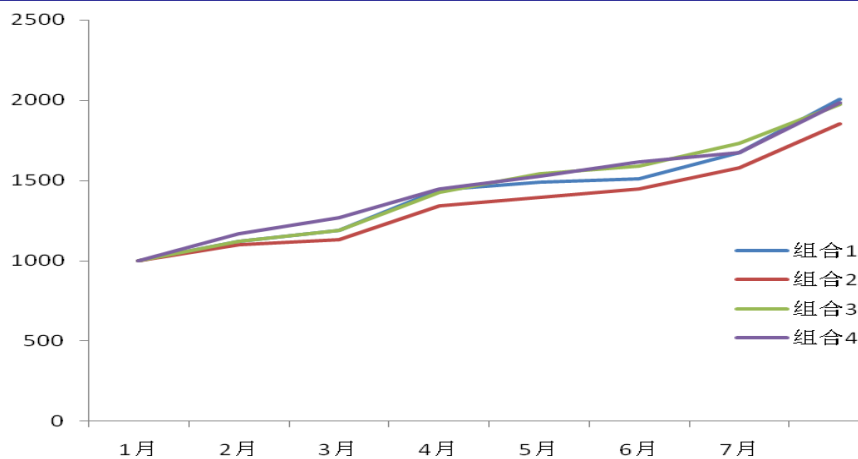
资料来源: 联合证券研究所

图 2、2008 年根据一致预期行业配置的组合表现



资料来源: 联合证券研究所

图 3、2009 年 (截止 7 月底) 根据一致预期行业配置的组合表现



资料来源: 联合证券研究所

从上图来看，我们根据行业分析师的一致预期盈利预测的调整幅度所作配置情况发现，组合 1 并没有显著优于组合 4，即分析师调升盈利预测的行业并不能再接下来一个月产生超额收益，特别是组合 4 在 2007 年大牛市中的表现尤为突出，分析师调整幅度较小或者下调的行业表现反而较好，在牛市里分析师对盈利预测的调整被行情所驱动的概率较大。在 2008 年市场下跌过程中，分析师看好的行业在前期确实能够产生超额收益，但到了下跌的后期依然很难维持超额收益，到了反弹阶段则明显落后那些起初不太乐观的行业。

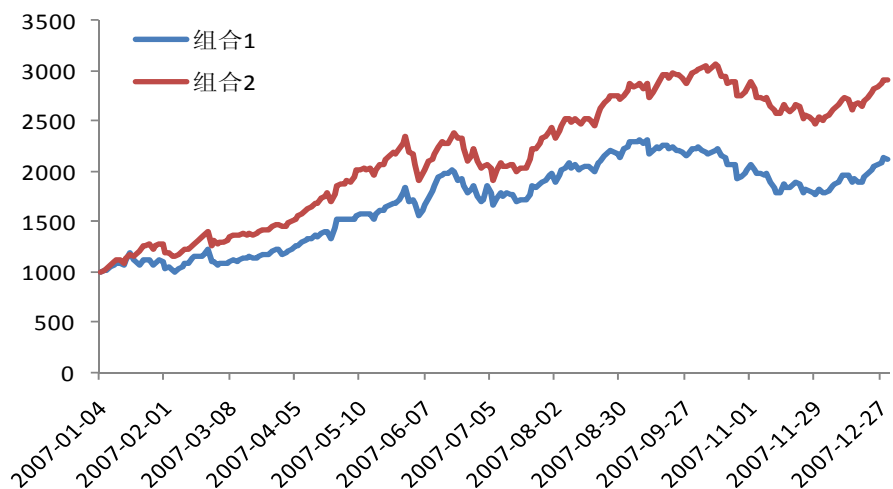
分析师对行业的判断在 2009 年这次行情得到了体现，分析师的盈利预测确实走到了行情的前端，并驱动行情走势，内在的逻辑在于本轮反弹行情与宏观经济走势极为密切，而投资者往往采用了从上至下的投资思路来进行行业轮动，而分析师能够在这种行情中把握住经济和行业前景的脉络，从而起到驱动行情走势，产生超额收益的作用。

总体而言，单纯根据分析师的盈利预测调整幅度来进行行业配置所能取得的超额收益并不显著。

3. 盈利预测动量行业的超额收益

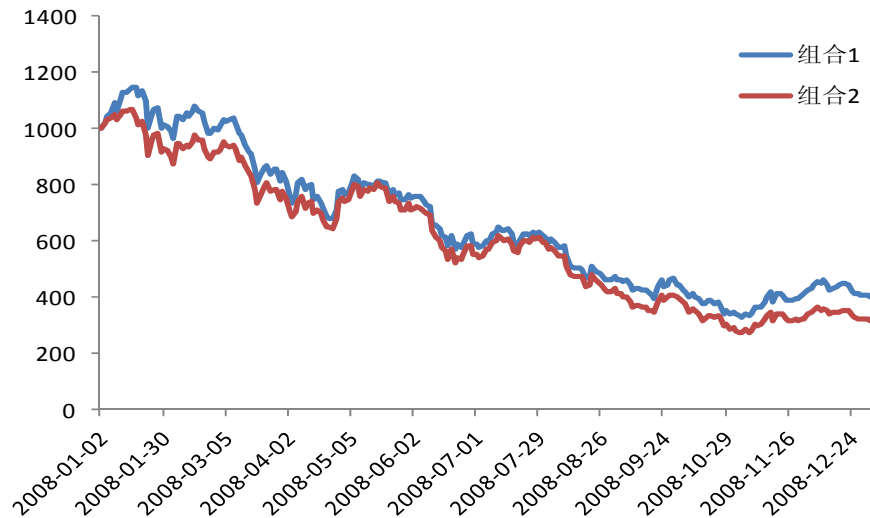
对于盈利预测动量行业的测试，测试方法为：我们只选择具有盈利预测动量的行业进行投资，即选择动量大于 0 的行业进行投资，看分析师处于加速调升盈利预测的行业是否具有超额收益。组合构建如下：等权配置具有盈利预测动量的行业构建投资组合 1，同样等权配置盈利预测动量为负的行业构建投资组合 2。

图 4、2007 年盈利预测动量策略的组合收益



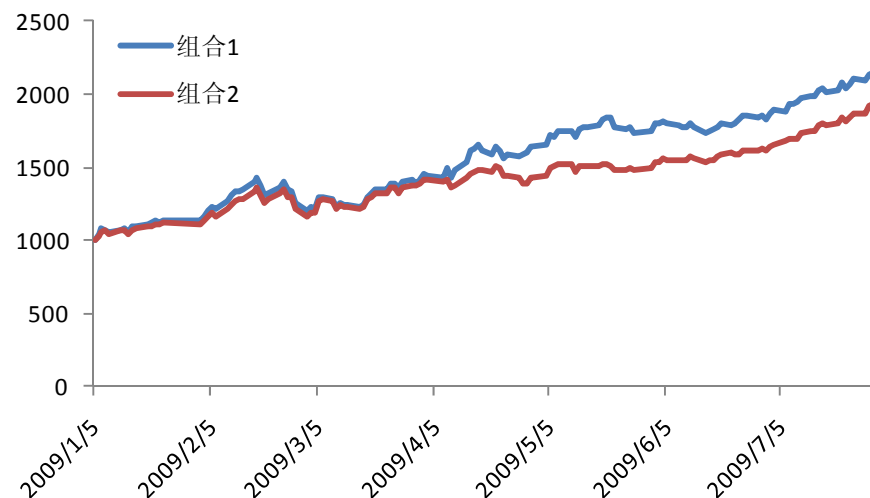
资料来源：联合证券研究所

图 5、2008 年盈利预测动量策略的组合收益



资料来源：联合证券研究所

图 6、2009 年盈利预测动量策略的组合收益



资料来源：联合证券研究所

从图 4 到图 7 中组合 1 和组合 2 的投资回报比较，我们发现除 2007 年大牛市行情外，具有盈利预测动量的行业都能获得较好的投资回报，平均来看超越了不具有盈利预测动量的行业。我们认为利用盈利预测动量引导行业配置还是具有相当的指导意义和前瞻意义，能够为投资者提供行业配置的依据。

盈利预测动量与单纯的盈利预测调整幅度相比，盈利预测动量很好的反映了分析师对行业未来的盈利信心，只有当分析师对行业的信心不断增强才会采取加速上调盈利预测的方法，因此，动量行业则是卖方分析师整体来看

具有较强信心的行业。

三. 利用盈利预测引导行业配置

从理论上讲，行业分析师对行业的判断是基于自上而下的分析框架以及建立在对行业成长前景的远瞻，结合了众多的信息，通过研究报告来实现个价值发现和价值挖掘的过程。实际中分析师水平可能有高低，采用一致预期可以看到整体卖方机构的看法。基于此，我们也采用了一致预期的框架进行分析和实证研究。

实证研究发现，如果单纯从行业盈利预测调升角度来构建的行业组合并不能取得很好的投资业绩，主要原因有两个：第一，行业之间的行情并不完全取决于盈利驱动这个因素，还可能来自于一些政策面的因素和估值提升的角度，从盈利预测改善只是其中一个投资逻辑；第二，分析师并不能总是做到提前预测市场，往往在调整盈利预测时偏谨慎，很难做到每次都领先于市场。

但如果我们对一致预期数据进行加工，采用类似于分析师信心方法的盈利预测动量，则能够产生比较显著的超额收益，原因在于：绝对的调升幅度很难进行行业之间的横向对比。采用盈利预测动量这种相对衡量技术，实际体现了分析师对不同行业所持有的信心，只有盈利预测动量大于 0，分析师加速上调盈利预测，说明了分析师对该行业的盈利预测信心增强，这些行业也就理所当然能够成为市场受到追捧的对象，继而产生超额收益。

目前市场上跟踪盈利预测动量的机构并不多，我们已经持续在定量策略周报——《黄金眼看市场》中监控行业盈利预测动量的变化，力求反映卖方对于各个行业的整体信心，有兴趣的投资者也可以查阅我们相关报告，作为进行行业配置的参考。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。