

市场预期持续下滑

——市场趋势变化及启示(09年11月)

相关研究

《市场趋势变化及启示(09年10月):
市场预期存在分歧》

《市场趋势变化及启示(09年9月):
市场预期水平下滑》

《市场趋势变化及启示(09年8月):
市场预期呈现疲态》

《市场趋势变化及启示(09年7月):
市场预期持续升温》

- 本期观察分析师信心水平(RC)、市场预期收益率水平(EY)、盈利预测修订比率(ERR)及投资者情绪(PE Dispersion及换手率水平)的变化和趋势。其中,我们用估值偏离度(PED)和换手率水平来衡量投资者的情绪水平。我们通过这些观察角度来衡量、分析和判断市场的预期水平状况。
- 我们看到,年初以来分析师信心RC为正的比例持续处于上升态势,过去几个月一直在接近50%的水平,但是本月卖方分析师信心再度下滑(即RC为正的比例从上月水平较大幅度下滑)。
- 年初以来平均EY水平处于下降态势,直至8月份下穿国债收益率水平后反弹。过去两个月来EY水平回升国债收益率水平以上并处于持续回升态势。本月EY水平有所下滑,表明投资者对后市预期较为乐观。
- 过去几个月A股市场整体的盈利预测修订比率ERR持续回升并接近0.5,本月盈利预测修订比率再次有所下滑,即盈利预测上调个股数多于盈利预测下调个股数,表明卖方分析师持情绪下滑。
- 从过去几个月来看,市场估值偏离度(PED)呈上升趋势。而市场换手率处于持续下滑中并触及平均换手率减一倍标准差附近,从历史上看我们认为市场换手率水平或能见底回升。
- 与上月相反,本月卖方分析师预期水平较悲观处于持续下滑态势,而从几个指标综合来看投资者情绪却呈现较为乐观的态势。总体来说,我们看到盈利处于下调的行业数量持续增多。综合分析师信心水平(RC)、预期收益率水平(EY)和盈利预测修订比率(ERR)等三方面的情况,卖方分析师对家用电器、房地产、建筑建材等行业较为看好。

分析师
谢江
(0755) 8249 2392
xiejiang@lhqz.com

王红兵
(0755) 8249 2185
wanghb@lhqz.com

目 录

市场整体预期水平	4
分析师信心下滑(RC).....	4
预期收益率震荡下滑(EY).....	5
盈利预测修订比率下滑 (ERR).....	5
投资者情绪继续下滑(PED)	6
行业预期水平	7
行业信心继续下滑.....	7
较多行业预期收益具吸引力 (EY)	8
盈利下调行业增多.....	9
观点总结	10
附录:	11

图表目录

图 1、分析师信心之 RC 为正的比率	4
图 2、EY 水平的变化 (2009E)	5
图 3、盈利预测修订比率的变化 (2009E)	5
图 4、历年来 PED 变化状况.....	6
图 5、上证指数成分股换手率水平	6
图 6、行业内个股 RC 为正的比率.....	7
图 7、行业平均 RC 水平.....	8
图 8、行业预期收益率 (EY) 水平.....	8
图 9、行业盈利预测修订比率 (ERR) 水平 (2009E)	9
图 10、ERR 大于 0.5 的行业数量 (2009E)	9

本报告内容系 **A股市场量化分析** 有关市场趋势变化及其启示的分析报告，本期主要观察分析师信心水平（RC）、市场预期收益率水平（EY）、盈利预测修订比率（ERR）及投资者情绪（PE Dispersion）的变化和趋势。

注意，本报告以下分析中：

- 凡是涉及分析师一致预期数据的，均指有 3 个以上（含）分析师覆盖的个股（本期超过 800 只股票）；一致预期数据及其他数据均取自报告月度初及历史数据；一致预期数据均取自朝阳永续数据库。
- 本期报告所有数据截止 2009 年 11 月初。

市场整体预期水平

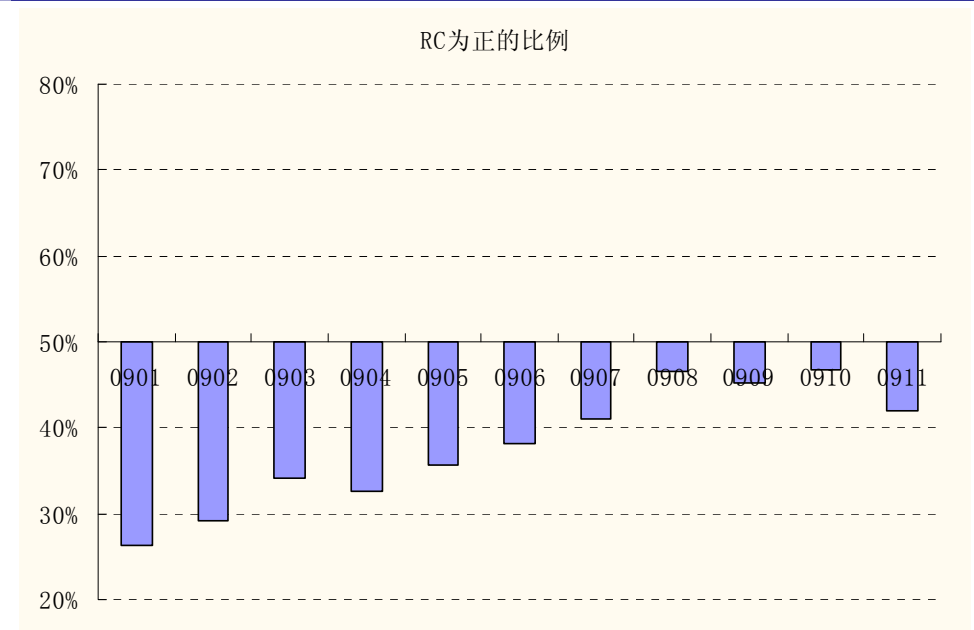
本期观察分析师信心水平（RC）、市场预期收益率水平（EY）、盈利预测修订比率（ERR）及投资者情绪（PE Dispersion 及换手率水平）的变化和趋势。其中，我们用估值偏离度（PED）和换手率水平来衡量投资者的情绪水平。

分析师信心下滑(RC)

我们采用 RC 来衡量分析师的信心水平，其中 RC 为当月与上月的预期收益差水平。如果 RC 为正，表明分析师对未来 EPS 的水平跟前期相比是在看好的而且信心比较好；反之是看淡得而且信心较低的。

我们看到，年初以来分析师信心 RC 为正的比率持续处于上升态势，过去几个月一直在接近 50% 的水平，但是本月卖方分析师信心再度下滑（即 RC 为正的比率从上月水平较大幅度下滑）。

图 1、分析师信心之 RC 为正的比率



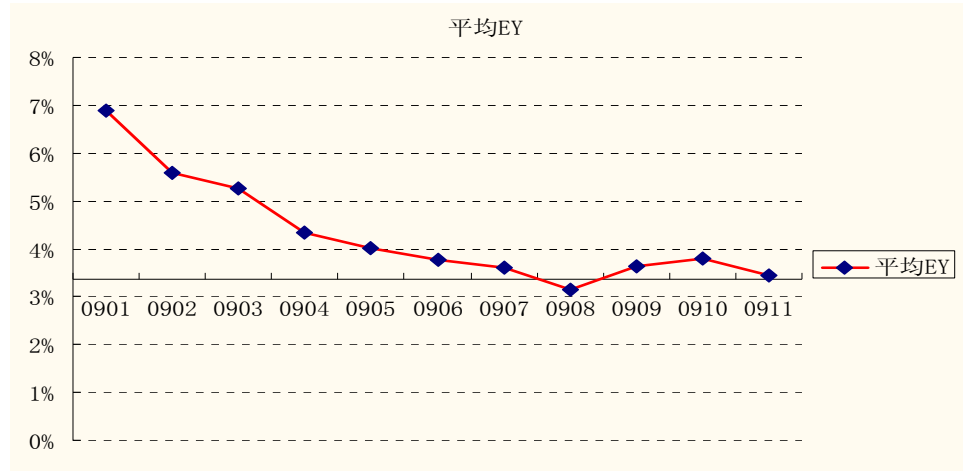
数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

预期收益率震荡下滑(EY)

本期从 EY (Earnings Yield) 在过去几个月的态势来看, 09 年预期的平均盈利收益率 (EY) 处于下降的态势。这个比率是市场分析师对当前股价水平所能获得未来 EPS 水平的看法。EY 越大, 表明分析师更加看好未来的回报率; EY 越小, 分析师就可能不太看好未来 EPS 的回报率水平。

我们从 wind 上可以查出过去半年 10 年期固定利率国债平均即期收益率(中债)为 3.36%。注意, 年初以来平均 EY 水平处于下降态势, 直至 8 月份下穿国债收益率水平后反弹。过去两个月来 EY 水平回升国债收益率水平以上并处于持续回升态势。本月 EY 水平有所下滑, 表明投资者对后市预期较为乐观。

图 2、EY 水平的变化 (2009E)

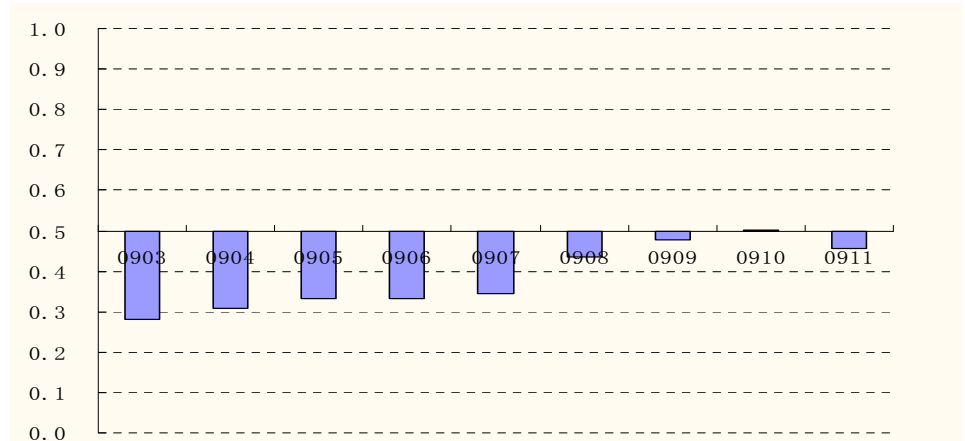


数据来源: 朝阳永续, 联合证券研究所。

盈利预测修订比率下滑 (ERR)

年初以来, 我们看到 3 个月盈利预测修订比率 (ERR) 基本上处于 0.3 到 0.4 的水平, 即上调个股盈利的比例处于少数。过去几个月 A 股市场整体的盈利预测修订比率持续回升并接近 0.5, 本月盈利预测修订比率再次有所下滑, 即盈利预测上调个股数多于盈利预测下调个股数, 表明卖方分析师持情绪下滑。

图 3、盈利预测修订比率的变化 (2009E)



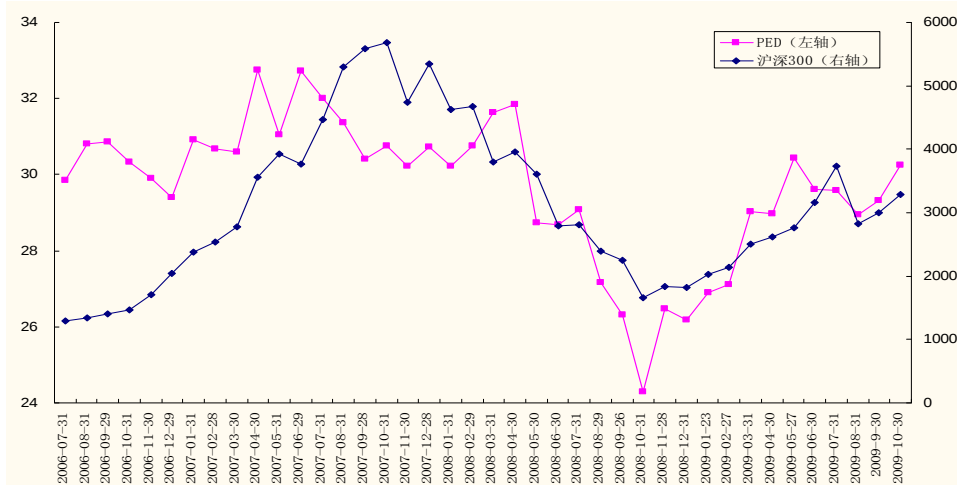
数据来源: 朝阳永续, 联合证券研究所。

投资者情绪继续下滑(PED)

首先我们从估值偏离度(PED)来看投资者的情绪状态。从市场整体的估值偏离度(PED)来看,当估值偏离度(PED)较高时,市场投资者的情绪水平处于较为乐观的态势;反之为悲观的态势。另外,当估值偏离度(PED)处于上升通道时,市场一般而言处于上升的过程;当估值偏离度(PED)处于下降通道时,市场一般而言也会处于下跌的过程。

从过去几个月来看,市场估值偏离度(PED)呈上升趋势。

图 4、历年来 PED 变化状况

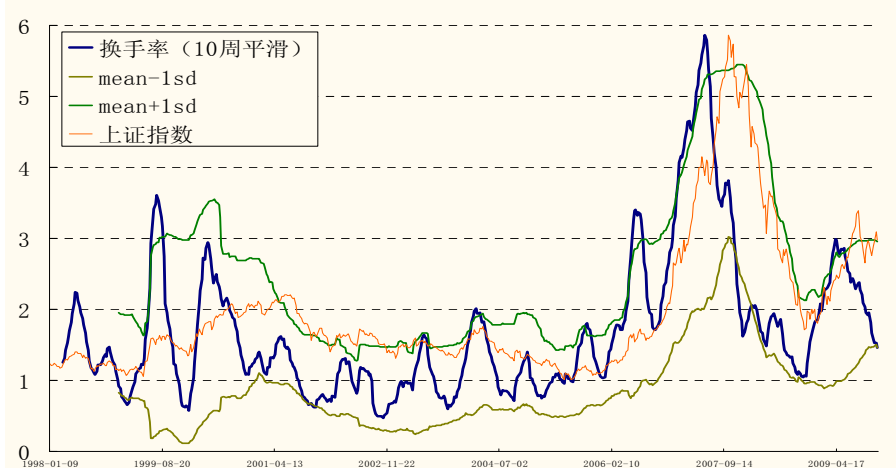


数据来源: wind, 联合证券研究所。

另外,我们也可以从市场的换手率水平来看投资者的情绪水平。我们观察 10 周平滑的换手率水平,并观察其距离过去 50 周(一年)平均换手率的水平(正负一倍标准差上下)。如果 10 周平滑换手率处于 50 周平均换手率加一倍标准差上方,表明投资者情绪非常乐观;反之非常悲观。

从过去几个月来看,市场换手率处于持续下滑中并触及平均换手率减一倍标准差,我们认为市场换手率水平或能见底回升。

图 5、上证指数成分股换手率水平



数据来源: wind, 联合证券研究所。

行业预期水平

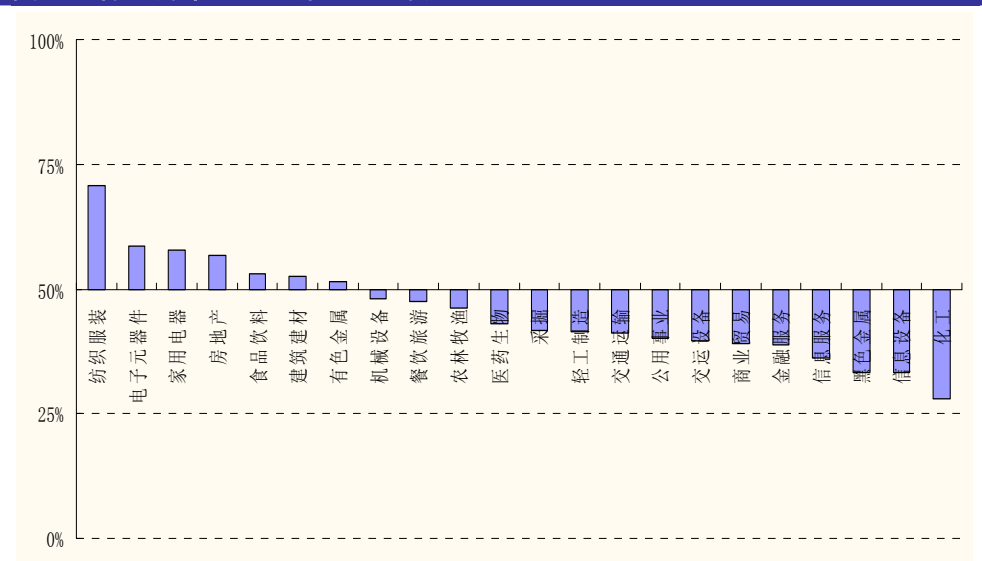
我们观察行业的预期水平状况，主要通过 RC、EY 和 ERR 来进行分析。

行业信心继续下滑

当月行业内个股 RC 为正的的比例超过 50% 的行业主要包括纺织服装、电子元器件、家用电器、房地产、食品饮料、建筑建材、有色金属等行业；

另外行业内个股 RC 为正的的比例低于 50% 的行业主要包括机械设备、餐饮旅游、农林牧渔、医药生物、采掘、轻工制造、交通运输、公用事业、交运设备、商业贸易、金融服务、信息服务、黑色金属、信息设备、化工等行业。

图 6、行业内个股 RC 为正的的比例



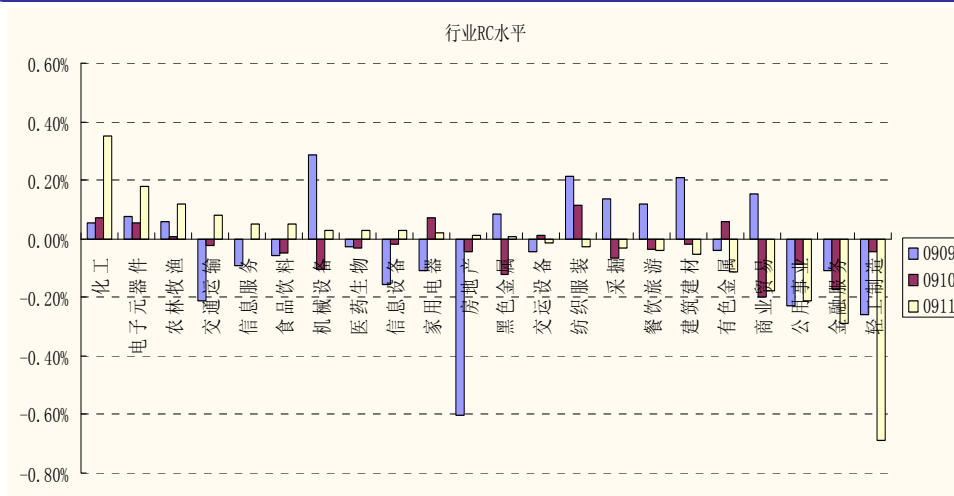
数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

我们观察行业内个股 RC 水平的平均状况，当月行业 RC 平均水平为正的的主要包括化工、电子元器件、农林牧渔、交通运输、信息服务、食品饮料、机械设备、医药生物、信息设备、家用电器、房地产、黑色金属等行业，卖方分析师对这些行业的信心水平较大。

当月行业 RC 水平为负的主要包括交运设备、纺织服装、采掘、餐饮旅游、建筑建材、有色金属、商业贸易、公用事业、金融服务、轻工制造等行业，卖方分析师对这些行业的信心水平较低。

我们看到，黑轻工制造、公用事业、金融服务等行业在过去三个月的 RC 水平均为负。

图 7、行业平均 RC 水平

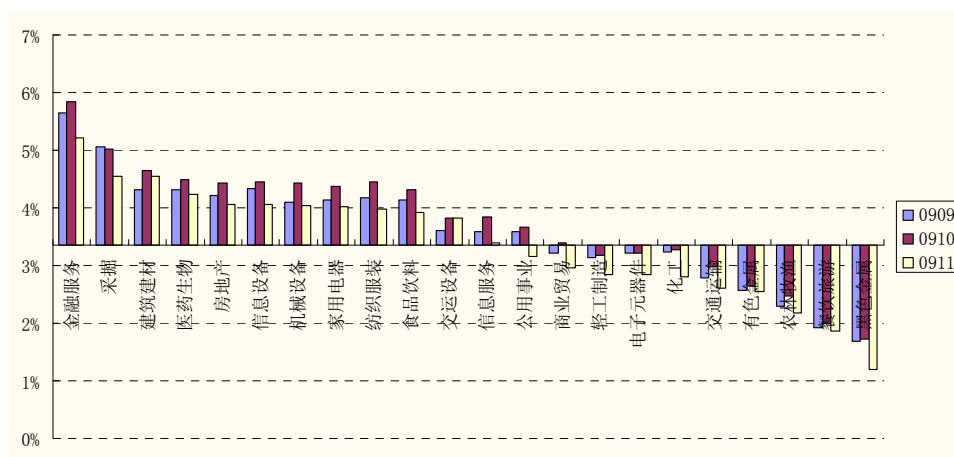


数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

较多行业预期收益具吸引力 (EY)

我们从 wind 上可以查出过去半年 10 年期固定利率国债平均即期收益率(中债)为 3.36%。我们看到本月有金融服务、采掘、建筑建材、医药生物、房地产、信息设备、机械设备、家用电器、纺织服装、食品饮料、交运设备等行业的 09E 预期收益率 EY 水平超过国债收益率水平，即表明这些行业从预期回报率来看具有较强的吸引力。以上这些行业预期收益率 EY 水平在过去 3 个月已经持续高于国债收益率水平。

图 8、行业预期收益率 (EY) 水平



数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

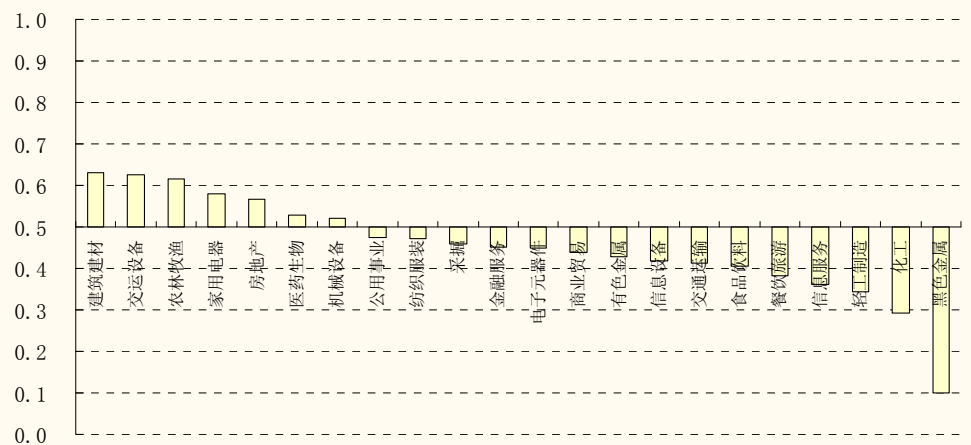
而本月公用事业、商业贸易、轻工制造、电子元件、化工、交通运输、有色金属、农林牧渔、餐饮旅游、黑色金属等行业的 09E 预期收益率 EY 水平已经低于国债收益率水平，亦即表明卖方一致预期水平认为这些行业的吸引力已经在减弱。

盈利下调行业增多

我们从各个行业内的 2009 年盈利预测修订比例可以看到，本月的 3 个月盈利预测修订比率超过 0.5（即上调盈利预测个股数超过下调盈利预测个股数）的行业有建筑建材、交运设备、农林牧渔、家用电器、房地产、医药生物、机械设备等行业；

另外，公用事业、纺织服装、采掘、金融服务、电子元器件、商业贸易、有色金属、信息设备、交通运输、食品饮料、餐饮旅游、信息服务、轻工制造、化工、黑色金属等行业均处于盈利预测比率下调的状况中；总体来说，我们看到盈利处于下调的行业呈多数。

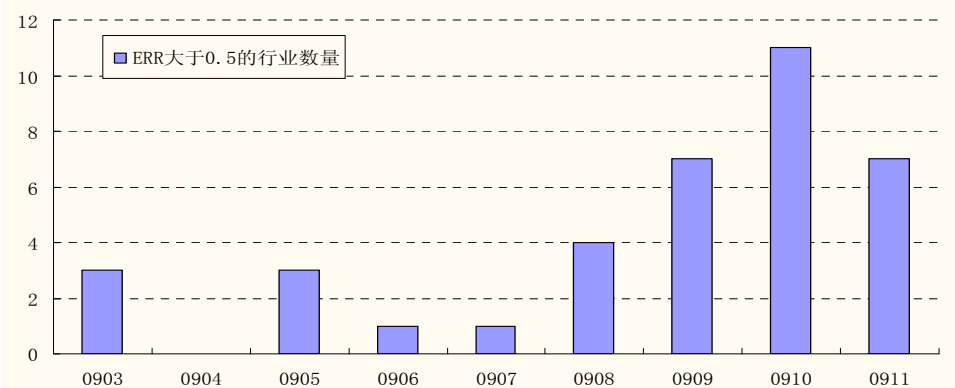
图 9、行业盈利预测修订比率（ERR）水平（2009E）



数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

从前期来看，ERR 大于 0.5 的行业数量均较少，本月观察到有 7 个行业的 ERR 大于 0.5 的水平，但盈利预测下调的行业数量仍占多数。

图 10、ERR 大于 0.5 的行业数量（2009E）



数据来源：朝阳永续，联合证券研究所。

观点总结

我们观察分析师信心水平（RC）、市场预期收益率水平（EY）、盈利预测修订比率（ERR）及投资者情绪（PE Dispersion 及换手率水平）的变化和趋势，有以下一些总结的观点和看法，仅供参考。

我们看到，年初以来分析师信心 RC 为正的比率持续处于上升态势，过去几个月一直在接近 50% 的水平，但是本月卖方分析师信心再度下滑（即 RC 为正的比率从上月水平较大幅度下滑）。

年初以来平均 EY 水平处于下降态势，直至 8 月份下穿国债收益率水平后反弹。过去两个月来 EY 水平回升国债收益率水平以上并处于持续回升态势。本月 EY 水平有所下滑，表明投资者对后市预期较为乐观。

过去几个月 A 股市场整体的盈利预测修订比率 ERR 持续回升并接近 0.5，本月盈利预测修订比率再次有所下滑，即盈利预测上调个股数多于盈利预测下调个股数，表明卖方分析师持情绪下滑。

从过去几个月来看，市场估值偏离度（PED）呈上升趋势。而市场换手率处于持续下滑中并触及平均换手率减一倍标准差，从历史上看我们认为市场换手率水平或能见底回升。

与上月相反，本月卖方分析师预期水平较悲观处于持续下滑态势，而从几个指标综合来看投资者情绪却呈现较为乐观的态势。总体来说，我们看到盈利处于下调的行业数量持续增多。综合分析师信心水平（RC）、预期收益率水平（EY）和盈利预测修订比率（ERR）等三方面的情况，卖方分析师对家用电器、房地产、建筑建材等行业较为看好。

附录:

我们对上文中用到的一些指标加以解释:

【1】RC: 卖方分析师在调整预期 EPS 时的信心(Revision confidence, 简称为 RC)。每个月, 我们可以看到分析师对下一年度 EPS 预期的一个调整状况。设定 EPSa 为分析师当月对下一年度 EPS 的预期值, EPSb 为分析师上月对下一年度 EPS 的预期值。我们采用以下计算公式:

$$RC = (EPSa - EPSb) / \text{当前初收盘价}$$

那么, 我们可以看到随着时间的变化, 分析师在依据当前的股价基础来对未来也做出适当的一个预期 EPS 的调整, 这也反映出分析师对未来 EPS 预期调整的信心水平。RC 越大说明分析师有可能非常有信心认可个股未来的每股收益水平, 反之则信心欠佳。

指标值参考意义: RC 为正, 表明分析师认为个股未来收益是在增加的, 即分析师对未来信心增加; 反正信心降低。

【2】EY: 预估的 EPS 回报率(Estimated EPS Yield, 简称为 EY), 或称盈利收益率。我们用当月分析师对下一年度 EPS 的一致预期值与上月收盘价的比值来计算 EY 值。这个比率是市场分析师对当前股价水平所能获得未来 EPS 水平的看法。EY 越大, 表明分析师更加看好未来的回报率; EY 越小, 分析师就可能不太看好这只股票未来 EPS 的回报率水平。从 EY 角度来看, 可以评价预期未来的 EPS 水平是否能支撑现在的股价水平。在这里, 我们知道, EY 的倒数就是未来预期的市盈率水平(PE)。

【3】盈利预测修订比率(Earnings Revision Ratio, 简称为 ERR)衡量的是: 每股盈利(EPS)市场平均预测值被调升的企业数量与被调升调降的企业数量之比。

计算方法: 盈利预测修订比率(Earnings Revision Ratio)是个衡量升跌幅度的指标, 以反映市场预测平均值的趋势。在每个月里, 我们将盈利预测平均值被调升的企业数量以及盈利预测平均值被调降的企业数量分别计算出来, 然后把前者除以前者加后者, 得出盈利预测修订比率。例如, 若比率为 0.80, 表示每当有 10 家企业的盈利预测被调整时, 相应地有 8 家企业的盈利预测被调升, 有 2 家企业的盈利预测被调降 (即 $1 - 0.8 = 0.2$ 的比例的企业盈利预测是被调降的)。

指标值参考意义: ERR 超过 0.5, 表明分析师上调盈利的个股数量比下调盈利的个股数量为多; ERR 低于 0.5, 表明分析师下调盈利的个股数量比上调盈利的个股数量为多; 从趋势上看, ERR 越大表明分析师信心越大、态度越乐观, 反之则为悲观态度。

【4】估值偏离度 (PE Dispersion, 简称为 PED) 衡量同一时期市场成分个股之间估值水平的偏离程度。

计算方法: 在每个观察时点, 计算市场 (指数) 成分股的估值水平的偏离程度 (即标准差, 去掉估值为负及大于 150 的异常值)。

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@lhzq.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@lhzq.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。