

PEG 给力吗？——对年度策略建议的再审视

——投资策略专题报告

李太勇 分析师

电话：020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260200010089

核心观点

我们的想法：在年度策略报告中，我们建议加大对低PEG周期股的配置比例，12月至今这些行业的表现确实超越了大盘，PEG比较给力。新的一年开始了，我们想重新审视这一建议合理性和有效性，看看PEG能否继续给力。

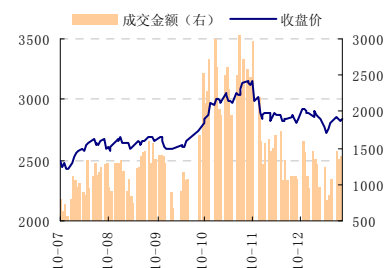
我们的发现：PEG还会继续给力！当前市场对行业的估值定价主要考虑的是行业的成长性而非盈利能力，PEG确实是衡量估值合理又十分重要的指标。

- 一致预期表明，未来一年行业净利润的预期增速是影响行业市盈率水平的主要因素。
- 因此PEG是衡量行业估值水平高低的合理指标，因此依据PEG框架的定价是合适的。我们进一步发现，相对未来两年的业绩复合增长率来说，1.2倍左右是各行业PEG水平的合理中枢。
- 根据这一标准可以发现：（1）被明显低估的行业是房地产、钢铁、建筑建材和金融；（2）被明显高估的行业是交通运输和餐饮旅游；（3）PEG合理但已经较低的行业是家电、化工、商业贸易和机械设备；（4）农林牧渔、医药生物、食品饮料和纺织服装等大消费类的PEG虽然仍处于合理区间，但已经较高。
- 进一步考虑各行业的盈利能力之后发现，ROE对于行业的市净率并没有显著的影响，因此从行业配置的角度看，PB-ROE框架对于目前的A股市场来说有效性不高。
- 根据PB-ROE标准，我们发现同样发现（1）地产、金融存在明显的低估；（2）农林牧渔和餐饮旅游行业存在明显的高估。

我们的建议：

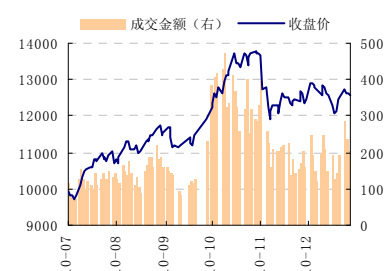
- （1）增加低PEG行业的配置，重点包括地产、银行、建材、家电、机械；
- （2）回避PEG过高的行业，如交通运输、餐饮旅游和农林牧渔。

上证综指



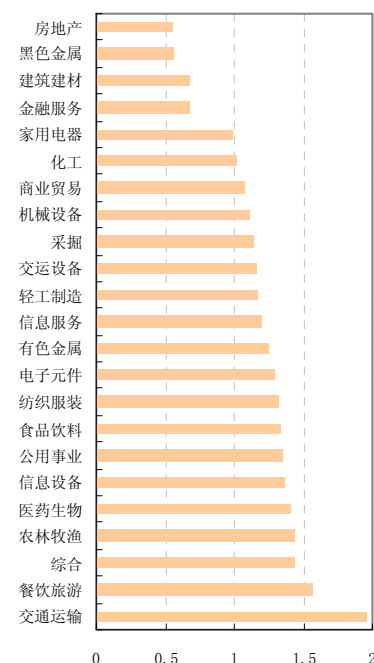
收盘价：2838.80（2011-1-7）

深证成指



收盘价：12573.94（2011-1-7）

行业PEG



PEG 数据截至 2010 年底

新年刚开始，很有冲动多学习，于是找经典来读。在格雷厄姆《聪明的投资者》中，对这样一段话深以为然：

“那些力求发现最有前景股票的投资者，无论着眼于长期还是短期，都会面临两重障碍：首先人总是会犯错误的；其次，人的能力有限，也许会错误地预测未来，即使判断无误，当前的市场价格也许已经充分体现了他的这种预测。……由此我们得出以下合乎逻辑但令人不安的结论：要想持续并合理地获得优于平均业绩的机会，投资者必须遵循以下两种策略（1）具有内在稳健性和成功希望的策略；（2）在华尔街并不流行的策略。”

按照格雷厄姆的这段话，我们需要搞清楚几个问题：首先市场的预期是什么？其次价格是否已经充分体现了这种预期？最后当然也是最困难的是寻找稳健的非主流策略。

因此，寻找市场的预期就是一个合理的起点。在新的一年里，观察市场对各个行业成长性和盈利能力的一致预期及其相应的估值水平，对于行业布局也能有一定的启发。

我们考察了市场一致预期并发现：

- 未来一年的预期盈利增长是影响市盈率的最重要因素，因此PEG是对行业定价的主要依据；
- ROE对PB的影响较小，因此PB-ROE并非定价的主要依据；
- 无论是根据PEG还是PB-ROE，地产、金融和钢铁都存在明显低估。

市场对成长性的一致预期

从净利润增速的角度来看，市场预期2011年增长最快的行业是电子、有色金属、农林牧渔、钢铁和房地产；增速较慢的行业是交通运输、采掘、金融、交运设备和综合类。

从复合增长率看，市场预期未来两年增长最快的行业是：电子、信息服务、有色、农林牧渔和钢铁，房地产业净利润复合增长率也很高；未来两年净利润复合增长率较低的行业是交通运输、采掘、金融、交运设备和化工。

大多数行业未来两年的业绩增速较2010年有较大幅度下滑，市场预期能持续保持较快增长的行业只有信息设备、医药生物、房地产、和信息服务。

表1: 行业业绩增速与估值比较

编号	行业	PEG (① ÷ ②)	2 年复合增 长率 ②	PE (10E) ①	净利润同比增速		
					10E	11E	12E
1	农林牧渔	1.43	39.1	53.9	73.3	48.1	30.7
2	采掘	1.14	15.7	15.6	35.8	17.0	14.4
3	化工	1.01	21.0	18.9	39.4	24.2	17.9
4	黑色金属	0.57	37.5	19.2	226.5	44.5	30.8
5	有色金属	1.24	40.2	47.7	199.3	52.5	29.0
6	建筑建材	0.67	33.2	20.2	37.7	38.1	28.5
7	机械设备	1.12	31.1	32.5	58.4	34.6	27.7
8	电子元件	1.28	59.0	73.5	974.2	77.5	42.3
9	交运设备	1.17	19.4	20.4	81.4	20.7	18.1
10	信息设备	1.36	32.4	42.0	34.1	33.8	31.1
11	家用电器	0.98	23.9	21.2	48.9	27.5	20.4
12	食品饮料	1.33	29.6	37.1	43.1	32.5	26.7
13	纺织服装	1.32	31.0	38.8	13.5	35.0	27.2
14	轻工制造	1.17	32.2	35.4	40.0	37.2	27.4
15	医药生物	1.41	30.8	41.2	35.3	35.3	26.3
16	公用事业	1.34	22.6	28.1	18.4	24.6	20.6
17	交通运输	1.96	9.0	15.4	239.8	12.2	5.9
18	房地产	0.56	36.7	18.3	35.5	40.4	33.2
19	金融服务	0.68	18.9	10.7	25.6	20.5	17.3
20	商业贸易	1.07	30.9	30.8	49.6	35.5	26.5
21	餐饮旅游	1.57	32.8	49.2	46.1	38.4	27.4
22	信息服务	1.20	42.8	49.1	26.0	40.4	45.2
23	综合	1.44	23.1	31.0	148.5	22.8	23.4

数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

成长性影响了什么？

对行业成长性的预期，很大程度上决定了该行业的估值水平（PE）：

（1）2010年的业绩增速，对行业估值几乎没有影响，因此大部分行业2010到2011年增速的显著下滑，并不会影响行业的估值水平。

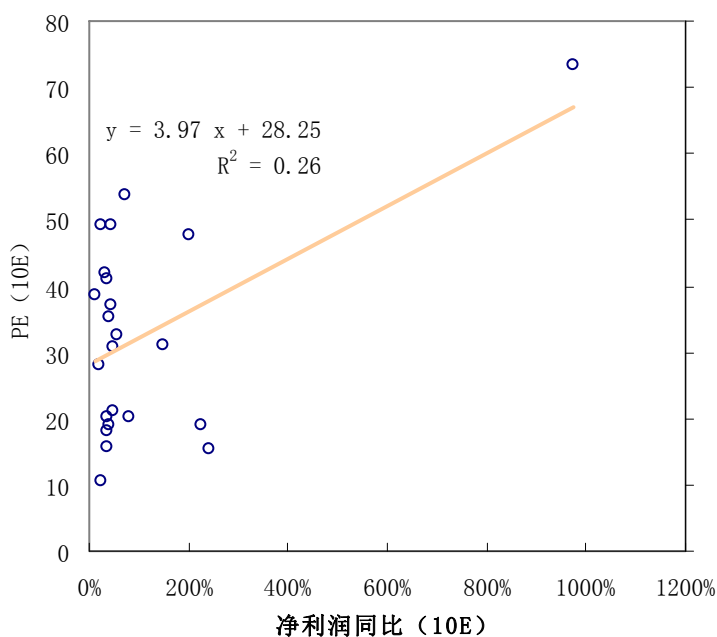
（2）看一年，2011年的业绩增速很好地解释了不同行业的估值水平，因此估值很大程度上反映了市场对未来一年的增长预期。

（3）看两年，2011-2012年的复合增长率进一步提高了对估值的拟合优度，因此市场给某个行业估值时，会考虑未来两年的盈利增速。从拟合优度的角度看，考虑复合增长率之后，拟合优度仅略有提高（从0.617提高至0.621），说明影响估值水平的最主要因素，仍然是未来一年的盈利增长。

未来一年的预期业绩增速是影响估值水平最重要的因素。根据以上分析我们认为：（1）过去的业绩不会影响行业估值；（2）未来一年（t+1）的业绩增速是影响估值水平的最重要因素；（3）估值水平在一定程度上，也会考虑到未来第二年（t+2）的业绩增速，但其影响很小。

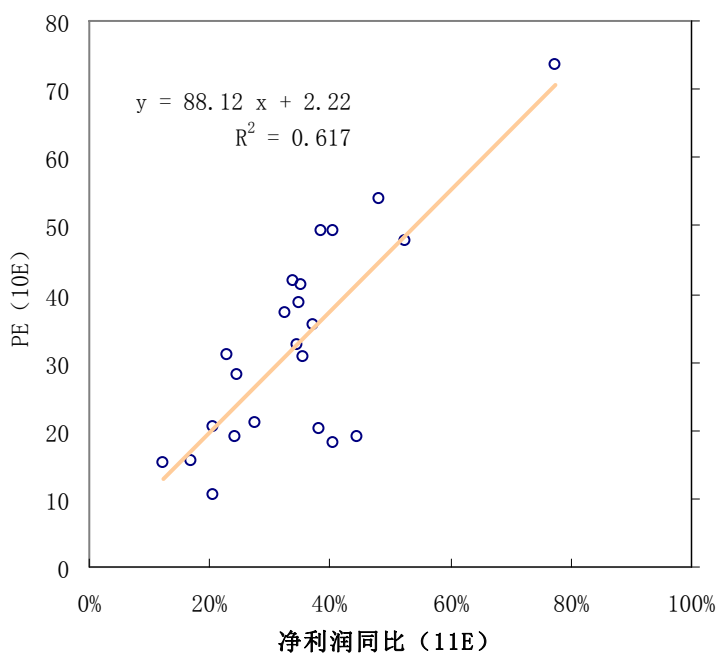
既然PE是行业成长性的反映，那么就可以根据估值和成长性的关系来确定某些行业的估值是否已经过高或过低，其衡量标准即PEG。

图1：2010年净利润同比增速对PE估值缺乏解释力



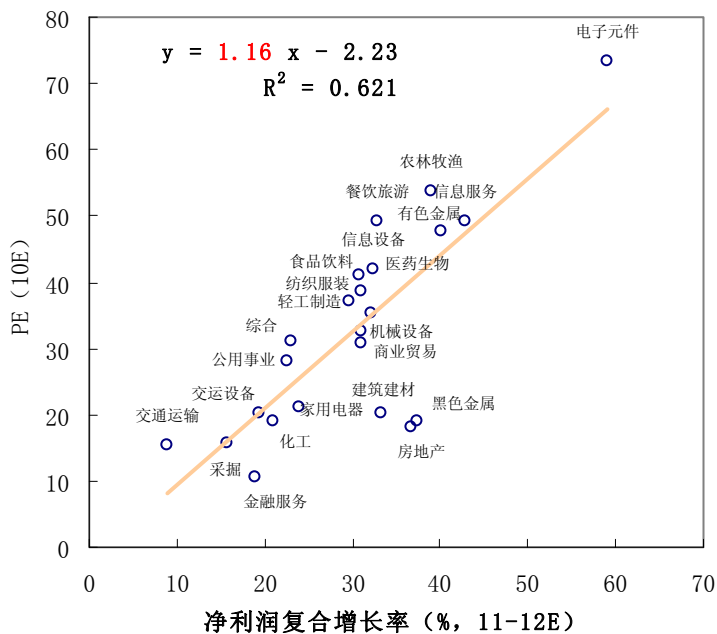
数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图2: 2011年预期净利润同比增速对PE估值具有较强的解释力



数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

图3: 进一步考虑12年预期盈利增速, 成长性对PE的解释力略有提高



数据来源: 朝阳永续, 广发证券发展研究中心

PEG的有效性

PEG是衡量估值的有效指标。上述分析表明，我们可以使用PEG来衡量行业的估值水平。PEG显著高于合理水平的行业存在高估风险，反之PEG显著低于合理水平的行业存在低估的机会。

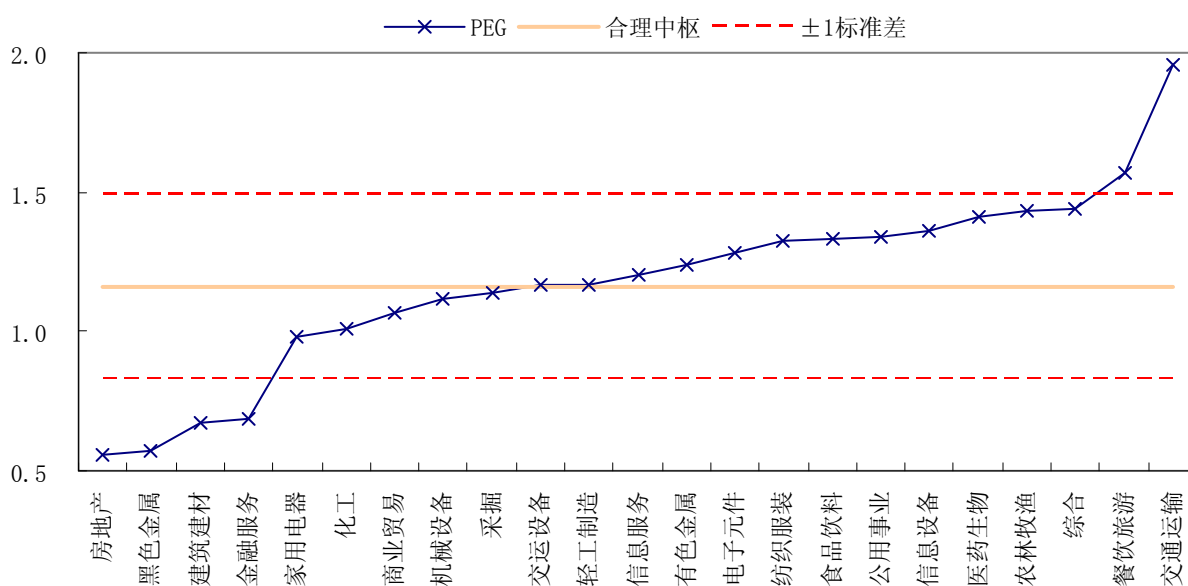
为此需要确定两个指标：（1）应当使用哪一个成长率作为PEG中的“G”。前面我们已经找到，应该使用未来两年净利润的复合增长率，使用未来一年的预期增长率也不会带来很大的偏误。（2）PEG的合理中枢。根据上述的回归结果，行业PEG的合理中枢为1.16（图3）。

根据这一PEG中枢，一致预期数据表明：

- 被明显低估的行业是房地产、钢铁、建筑建材和金融；
- 被明显高估的行业是交通运输和餐饮旅游；
- PEG合理但已经较低的行业是家电、化工、商业贸易和机械设备；
- 农林牧渔、医药生物、食品饮料和纺织服装等大消费类的PEG虽然仍处于合理区间，但已经较高。

既然PEG在很大程度上能够有效定价，那么根据PEG的行业选择就变得十分简单：增加低PEG行业的配置，降低高PEG行业的配置。

图4：行业PEG比较



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

使用PEG作为行业配置的重要参考符合“KISS”原则。当前的宏观环境、政策动向和市场预期异常复杂，一季度配置难度很大。在复杂的环境中，寻找简单的投资规则，反而可能有效。这也符合Keep It Simple and Stupid(KISS) 的原则。

使用PEG，而不是单纯使用PE，有可能避免一些偏误。单纯看PE，在经济转型背景下，容易简单认为，传统产业面临长期增速的下滑，估值理应下降；新兴和消费类面临长期增速的上升，估值理应上升。因此，传统和新兴之间将走上一条“估值分裂”之路，随着这种预期的不断强化，就会认为传统类的估值还将下降，而新兴和消费的估值还会进一步上升。

通过PEG重新审视各个行业的估值，我们发现实际情况很可能并非如此。传统行业的估值，应该低，但与其成长性相比，已经过低；许多大消费类的估值，应该高，但与其成长性相比，已经非常高，至少已经没有太多的提升空间。回顾标普500指数的历史，我们也发现，美国历史上所谓的新兴产业，长期中并没有给投资者带来超额收益，一个很重要的原因在于这些行业的估值水平，已经提前透支其成长性——PEG太高了！

从行业来看，目前PEG低的行业多周期性较强，PEG高的行业多属消费类。2010年，在宏观经济增速持续下滑，劳动力成本快速上升倒逼经济转型的大背景下，消费类的日子远比周期类好过；2011年，随着经济增速触底回升，周期类行业的日子，相信会好过起来。

使用PEG的风险在于盈利预测的变化。盈利预期的下调，尤其是2011年当年的盈利预期下调，将会对PEG产生显著的影响，如果下调幅度很大，一些原先PEG显示低估的行业有可能变得高估。我们认为，如果盈利整体遭到下调，对低PEG行业仍然是有利的，毕竟PEG较低，盈利增速下调引起的估值下滑幅度也会较小。不同行业盈利预期可能遭到下调的幅度，还需要进一步研究。

不被重视的因素：ROE

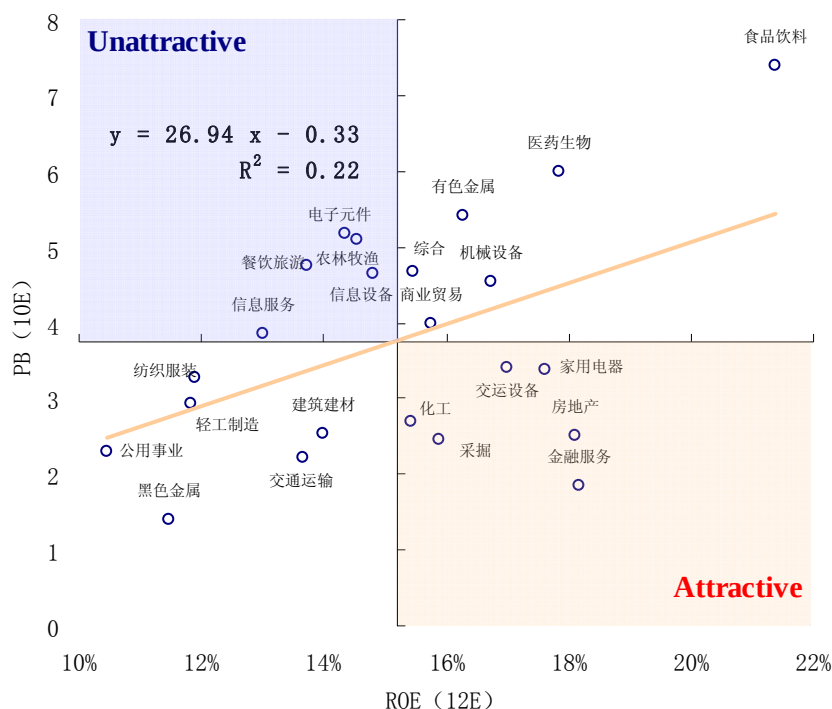
在估值中只考虑成长性已经足够了吗？盈利能力也会影响估值水平，因此还需要考虑基于PB-ROE的估值方法。由于 $PB=PE*ROE$ ，PB-ROE通常也被视为行业选择和比较的标准。一般而言，假定PE是外生的，市场愿意赋予盈利能力较强（从而ROE较高）的行业或公司较高的估值，因此PB与ROE应该是一种正相关的关系。相应的，高ROE、低PB的行业很可能被低估；低ROE、高PB的行业则可能被高估。

表2：行业PB-ROE比较

编号	行业	PB			ROE (%)		
		10E	11E	12E	10E	11E	12E
1	农林牧渔	5.2	4.6	4.0	9.6	12.5	14.4
2	采掘	2.5	2.1	1.9	15.6	15.9	15.9
3	化工	2.7	2.3	2.0	14.1	15.1	15.4
4	黑色金属	1.4	1.3	1.2	7.3	9.7	11.5
5	有色金属	5.4	4.7	4.0	10.9	14.6	16.3
6	建筑建材	2.5	2.0	1.7	11.8	13.3	14.0
7	机械设备	4.5	3.8	3.2	13.7	15.6	16.7
8	电子元件	5.1	4.6	4.1	6.9	11.0	14.5
9	交运设备	3.4	2.9	2.5	16.6	17.0	17.0
10	信息设备	4.7	4.1	3.6	11.0	13.0	14.8
11	家用电器	3.4	2.9	2.4	16.1	17.3	17.6
12	食品饮料	7.4	6.1	4.9	19.2	20.9	21.4
13	纺织服装	3.3	3.0	2.7	8.5	10.4	11.9
14	轻工制造	2.9	2.7	2.4	8.3	10.3	11.8
15	医药生物	6.0	5.1	4.3	14.4	16.7	17.8
16	公用事业	2.3	2.1	2.0	8.2	9.4	10.5
17	交通运输	2.2	2.0	1.8	14.4	14.4	13.7
18	房地产	2.5	2.1	1.8	13.5	16.2	18.1
19	金融服务	1.9	1.6	1.4	17.4	18.0	18.2
20	商业贸易	4.0	3.5	3.0	12.4	14.5	15.7
21	餐饮旅游	4.8	4.3	3.9	9.7	12.1	13.7
22	信息服务	3.9	3.5	3.2	7.9	10.1	13.0
23	综合	4.7	4.1	3.6	13.5	14.5	15.5

数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图5：行业ROE对PB的影响较弱



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

ROE对行业估值的影响不明显，市场似乎仍不重视盈利能力对股指的重要影响。根据一致预期，我们发现不同行业之间的PB与ROE之间存在正相关关系，但十分微弱，说明PB-ROE并非市场主流的估值方法，盈利能力对估值的重要影响似乎还未被认识到。关于这一点，我们也有一些直观的感受。一般而言，行业研究员在对个股进行定价时，主要根据其成长性并给出相应的合理PE；客户在委托我们构建投资组合时，也甚少关注PB和ROE之类的指标。

一种未经验证的猜测是在同一行业的不同公司中，ROE对PB有显著影响，但由于行业之间的异质性，将不同行业放在一起之后其规律反而不明显。

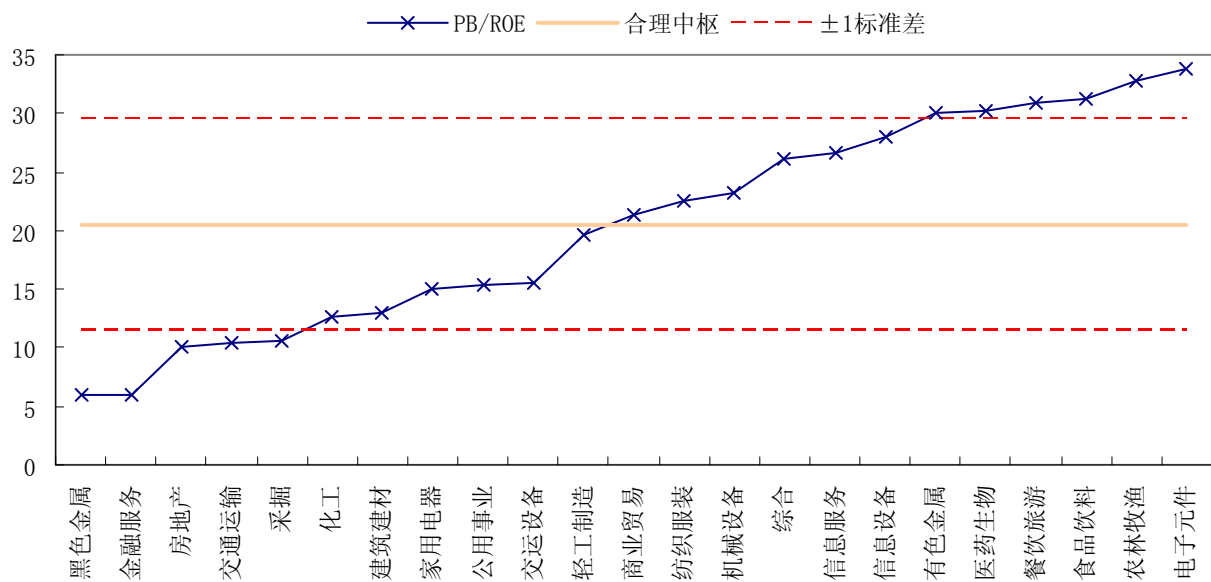
虽然ROE对行业估值似乎并不重要，我们仍可在其中挖掘去一些有用的信息。根据PB-ROE标准，我们发现：

- 地产、金融同样存在明显的低估；
- 农林牧渔和餐饮旅游行业同样存在明显的高估。

从我们的分析来看，一个比较明显的结论是市场更加关注的是成长性，而不是许多价值投资者所关注的盈利能力。反思这种现象的存在，是否和我们所处的宏观经济环境有关？在增长上强调的是GDP增速，而对增长质量的关注相对较少，那么在经济转型背景下，ROE的重要性是否将逐渐凸显出来？

另一方面，市场的关注点，往往已经较难获得超额收益，那么挖掘被市场冷落的ROE，是否会有价值？

图6：行业PB/ROE比较



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

李太勇，分析师，上海财经大学经济学博士，2000 年进入广发证券发展研究中心，先后从事通信行业研究与策略研究。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

广发证券——公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。