

## 策略周记：盈利下调，谁更受伤？

——2011年第二周

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

**估值定涨跌，估值纠偏仍将继续。**通过简单的二元回归就能发现，各行业本周的表现与其初始的估值水平高度负相关，或者说，各行业本周的涨跌，有接近60%的部分是由其初始估值水平决定的。实际上，去年12月份以来的行业涨幅，均与行业初始的估值水平显著负相关，在估值纠偏行情中，估值定涨跌。

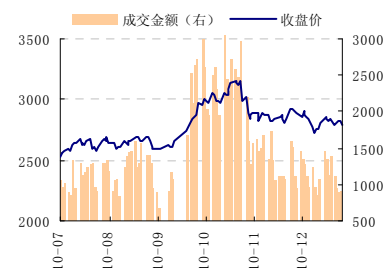
**估值纠偏中，行业盈利的调整十分重要。**如果某个行业的估值很高，同时盈利预测可能被下调，那这个行业遭受的是双重打击，我们应该回避。因此，哪些行业的盈利预测可能面临下调，就显得非常重要。我们比较了2008年报公布后的盈利调整过程后发现：

- 钢铁、有色、餐饮旅游和农林牧渔等行业业绩有可能遭到较大幅度的下调，对于高估值的有色、餐饮旅游和农林牧渔行业，这是一个较大的风险；机械设备和纺织服装业几乎所有的公司业绩都会遭到下调；
- 公用事业、信息设备和商业贸易等行业的业绩整体有可能被上调；
- 金融业的业绩预测相对稳定；
- 其他业绩预测相对稳定的行业包括医药生物和信息设备与服务，这意味着如果这些行业的估值已经相对合理，可不必担心业绩下调的问题。

### 目前的看法和建议：

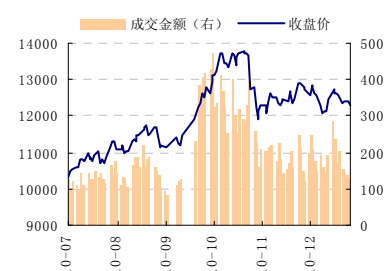
- 估值纠偏的过程还没结束，市场短期难上涨；
- 建议配置低PEG行业：地产、金融、耐用消费品（汽车、家电）、机械（高铁、核电）、建筑建材（水电投资）；
- 回避有色、农林牧渔和餐饮旅游、煤炭（利好在近期密集兑现）、电子元件（行业景气度下降）。

### 上证综指



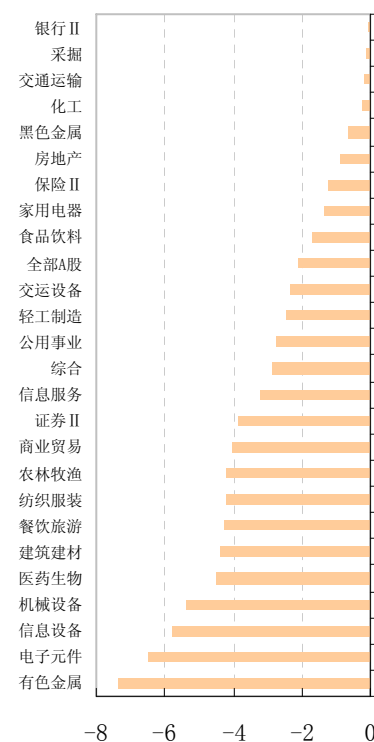
收盘价：2791.34 （2011-1-14）

### 深证成指

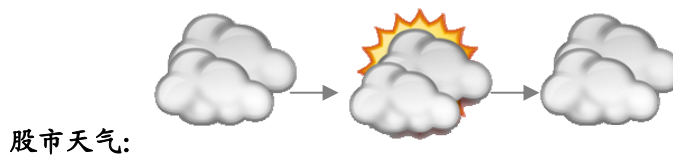


收盘价：12294.17 （2011-1-14）

### 行业一周表现



## 2011年第二周（1.10-1.16）



股市天气:



下周预报:

## 观点与反思

本周无论对于A股市场还是我个人来说，都是艰难的一周。但没有一个寒冬不可逾越，艰难中，思考了几个小问题。

### 问题1：升值加快为什么没有推动市场上涨？

人民币升值的步伐终于加快了，此前我们也预期在国内加息空间不大，输入性压力大的情况下，加快升值可以缓解通胀压力。实际上，在2007年以后通胀率上升和人民币升值加快的背景下，许多学者已经对人民币升值能否有效抑制通胀进行了研究，然而并未得到一致的结论。支持的一方大致认为标价和升值对经济的紧缩作用可以从输入性和需求两方面降低通胀压力；反对方则认为还得考虑升值和升值预期带来的资本流入，这反而可能加剧资产价格上涨和通胀压力。

我们觉得，目前通过加快人民币升值来缓解短期的通胀压力，一定程度上是靠谱的。首先，是大宗商品价格最近确实涨得快，美元在QE2推出后走强，也没有扭转大宗商品的涨势，升值至少可以降低输入性的压力。其次，升值确实有可能带来资本流入，但央行至少能够进行部分的对冲，即使完全无法对冲，从货币扩张到通胀，也是有时滞的。第三，最近很热的一篇博客文章《中国有多贵？》里，对中美物价的调查发现中国许多东西的价格比美国还要高出许多，很多人也将其作为中国通胀压力大的注解。实际上，我倒以为这一比较恰恰说明，人民币太便宜，如果人民币相对美元升值，原来显得贵的东西就便宜起来了。

按照升值加快外资流入的逻辑，升值加快应该推动市场的上涨，但到目前为止，市场的表现低于预期。主要原因在两个方面，一是升值带来的流动性被央行对冲，从本次准备金率上调看，主要的意图应是限制银行年初突击放贷并对冲外资流入加快带来的基础货币扩张，央行控制流动性引导货币增

速回归常态的意图非常明显，反应也很迅速。二是节前投资情绪不高，政策压力担忧加大，人民币升值虽然利好A股，但谨慎情绪仍然使市场难以上涨。

表1: 中美物价比较

|    | 消费品     | 杭州     | 波士顿   |
|----|---------|--------|-------|
| 食品 | 藕       | 3.48   | 7.29  |
|    | 青菜      | 1.68   | 7.37  |
|    | 红富士苹果   | 5.99   | 7.37  |
|    | 金帅苹果    | 5.99   | 4.37  |
|    | 虾       | 35.8   | 37.12 |
|    | 小白菜     | 1.68   | 3.64  |
|    | 豆角      | 5.99   | 5.13  |
|    | 豆腐      | 2      | 11.99 |
|    | 韭菜      | 5.68   | 11.08 |
|    | 大米      | 4.33   | 6.28  |
|    | 西芹      | 4.28   | 3.62  |
|    | 香蕉      | 4.99   | 4.37  |
|    | 西柚      | 3.88   | 3.70  |
|    | 番茄      | 4.48   | 7.37  |
|    | 鸡蛋（打）   | 16.9   | 6.6   |
|    | 全脂牛奶（升） | 11.5   | 4.03  |
|    | 牛腩      | 45     | 22.12 |
|    | 猪肉馅     | 18.61  | 13.24 |
|    | 猪里脊     | 22.6   | 22.12 |
| 能源 | 93 号汽油  | 6.27   | 5.09  |
|    | 0 号柴油   | 6.24   | 5.8   |
| 总计 |         | 217.37 | 199.7 |

数据来源：财新网，广发证券发展研究中心

## 问题2: 估值定涨跌？

我们更想强调的是：市场或者个股近期的下跌，实际上是估值纠偏造成的，是市场自身调整的结果。

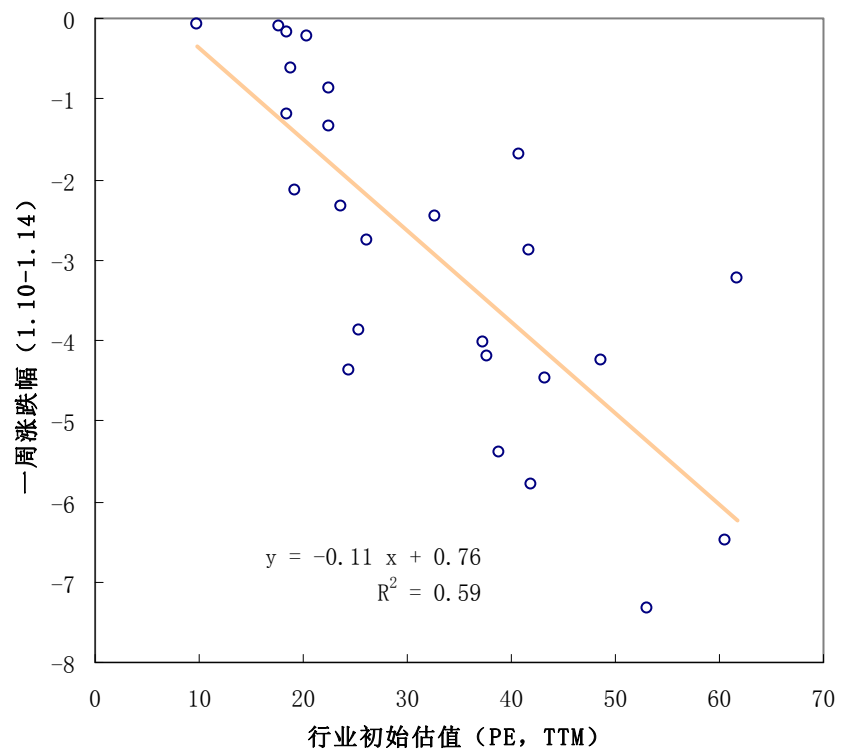
通过简单的二元回归就能发现，各行业本周的表现与其初始的估值水平高度负相关，或者说，各行业本周的涨跌，有接近60%的部分是由其初始估值水平决定的。

或许这只是巧合？不是的。再看去年12月份以来的市场表现：指数从2820点下跌至本周末的2790，跌幅不过1%，期间指数亦波澜不惊。那么照理说，各行业的表现，受系统性风险的影响很小，影响表现的主要是行业自身的个体因素（异质性风险）。我们再次惊奇地发现，行业的初始估值水平，与期间的行业涨跌幅显著负相关。

上面的数据和分析，支持了一个重要的结论：**在纠偏行情中，估值定涨跌**。那么如果假定估值纠偏的行情仍将继续，就可以得到3个略有启发的结论：

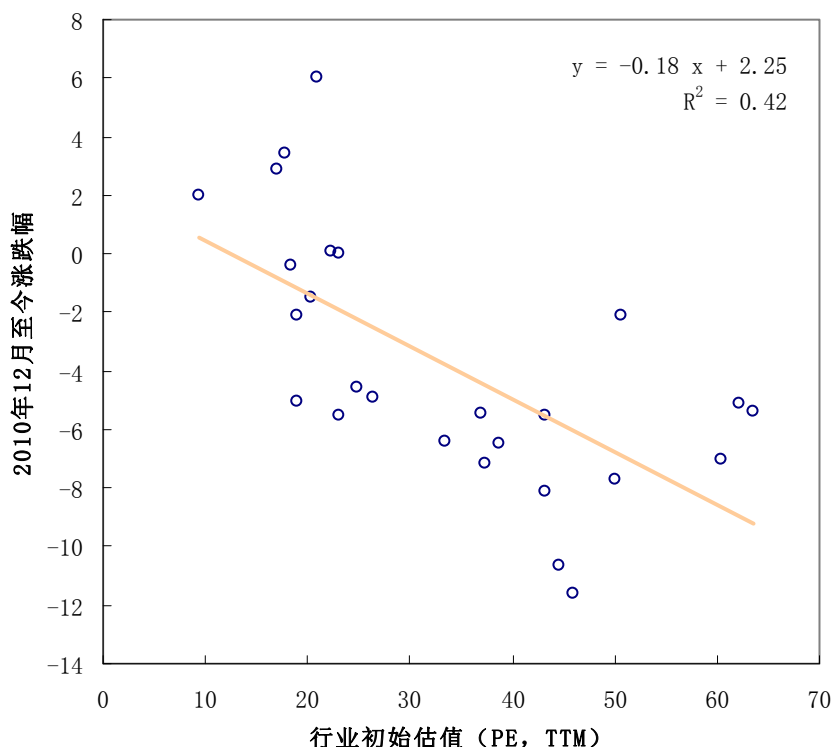
- 市场整体估值相对合理，涨跌空间不大，估值水平的变化主要是结构调整；
- 高估值行业，风险仍然比较大；
- 低估的行业，具有较大的估值提升空间。

图1：初始估值决定行业一周表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：去年12月以来，行业估值一直在“纠偏”



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 问题3：估值纠偏中的盈利因素——哪些行业可能面临下调？

在估值纠偏行情中，如果某个行业的估值很高，同时盈利预测可能被下调，那这个行业遭受的是双重打击，我们应该回避。因此，哪些行业的盈利预测可能面临下调，就显得非常重要。

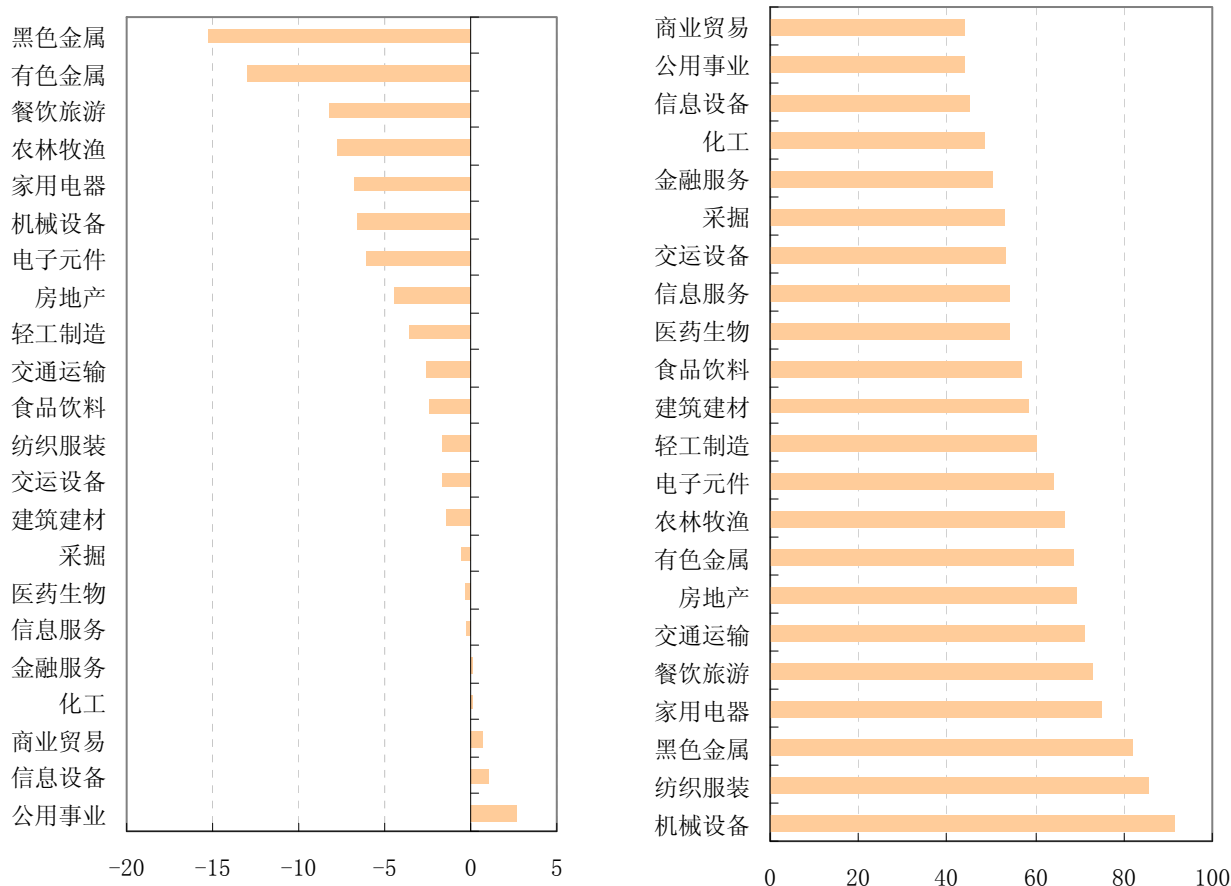
在前期的报告中（《PEG给力吗？》20110109），我们发现对估值水平影响最大的是未来一年预期盈利增速，所以我们要关注2011年盈利预测的变化。一般而言，盈利预测会在年报公布后密集调整，而当前经济增速即将触底回升的环境与2008年底类似，因此2008年报公布之后各行业盈利预测的调整情况可供参照。

我们用年报公布一周后，行业中各公司盈利预测变化的中位数来衡量各行业业绩可能的调整幅度，结果如下：

- 钢铁、有色、餐饮旅游和农林牧渔等行业业绩有可能遭到较大幅度的下调，对于高估值的有色、餐饮旅游和农林牧渔行业，这是一个较大的风险；机械设备和纺织服装业几乎所有的公司业绩都会遭到下调；

- 公用事业、信息设备和商业贸易等行业的业绩整体有可能被上调;
- 金融业的业绩预测相对稳定;
- 其他业绩预测相对稳定的行业包括医药生物和信息设备与服务, 这意味着如果这些行业的估值已经相对合理, 可不必担心业绩下调的问题。

图3: 年报后各行业业绩预测调整幅度的中位数 年报后各行业业绩预测下调公司的比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

最后, 我们目前的看法和建议如下:

- 估值纠偏的过程还没结束, 市场短期难上涨;
- 建议配置低PEG行业: 地产、金融、耐用消费品 (汽车、家电)、机械 (高铁、核电)、建筑建材 (水电投资);
- 回避有色、农林牧渔和餐饮旅游、煤炭 (利好在近期密集兑现)、电子元件 (行业景气度下降)。

## 一周市场回顾

本周上证综指下跌1.67%，成交额继续保持稳定。在重庆开成高档商品房房产税和银行再融资等负面消息的影响下，周一市场出现较大幅度的下跌；随后在地产银行等权重板块的带动下，指数有所反弹，但在指数掩护下，大部分个股均出现较大幅度的下跌；由于担忧周末的调控，周五市场再度出现普跌。其他指数一周表现如下：（1）深圳成指下跌2.23%，收盘价12294.17；（2）沪深300下跌2.36%，收盘价3091.86；（3）中小板指数下跌4.95%，收盘价6434.86；（4）创业板指数下跌5.25%，收盘价1067.42。在上周市场整体上涨的情况下，中小板和创业板已经逆市下跌；本周下跌，这两个板块延续上周的颓势，进一步成为重灾区。

**行业表现方面**，所有行业均出现下跌，其中跌幅最小的行业是银行、采掘、交通运输、化工和钢铁，房地产随处在调控的风口浪尖，但仍然继续跑赢大盘；跌幅最大的行业是有色、电子、信息设备、机械和医药，其中有色行业的跌幅超过7%，新年以来的两周均处在跌幅前列，值得注意的是，本周中美元指数再度下跌，国际有色金属价格有所反弹。

**风格方面**，大盘股远跑赢小盘股；低市盈率和市净率板块跌幅远小于高市盈率和市净率的板块，低市净率在整体下跌中甚至有所上涨，与上周类似，市场继续偏好低估值的板块；低价股跌幅远小于高价股；业绩差异在本周中对涨跌幅的影响似乎不太明显，但绩优股仍然要抗跌一些。

**概念方面**，保障房、水利水电建设和新型煤化工表现最好，其中保障房继续延续上周的好表现，水利水电建设板块表现较好，主要受中央一号文件将首次聚焦水利建设和加快水利改革发展决定等利好消息影响；稀土永磁、通用航空和移动支付等概念板块跌幅最大。

**国际方面**，美股表现与A股市场截然相反，标普500指数上涨1.71%，继续创危机后新高，主要是欧洲国债的顺利发行和企业的利好财报推动，投资者情绪变得乐观；避险情绪的下降使欧元大幅反弹，受此影响，美元指数再度下跌至79.07%，下跌幅度达2.55%；避险情绪减弱也使黄金价格有所下跌，但同时，美元的走弱使国际有色金属价格反弹，国际油价（WTI）也重新回升至90美元上方，EIA短期能源展望亦将2011年一季度WTI原油即期价格预测上调至92美元。

图4：银行、采掘和交运行业跌幅最小

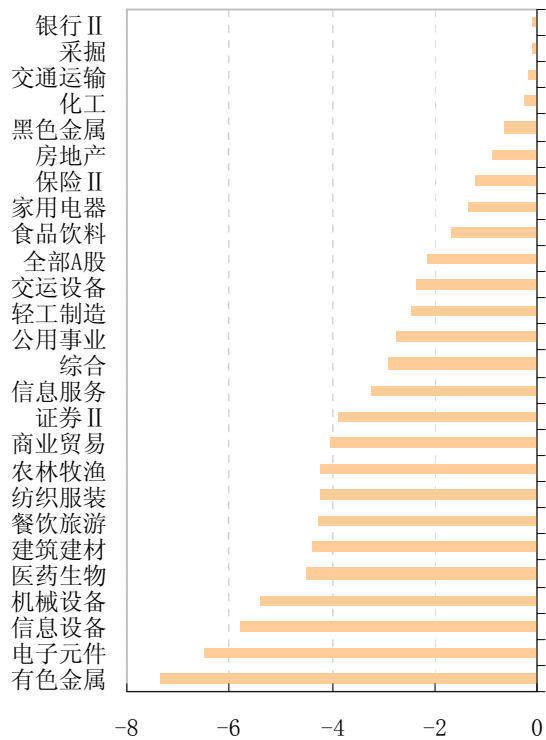
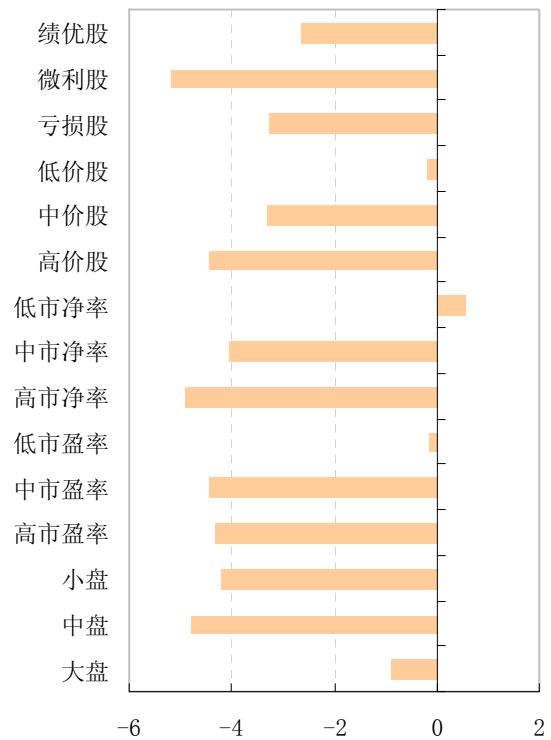
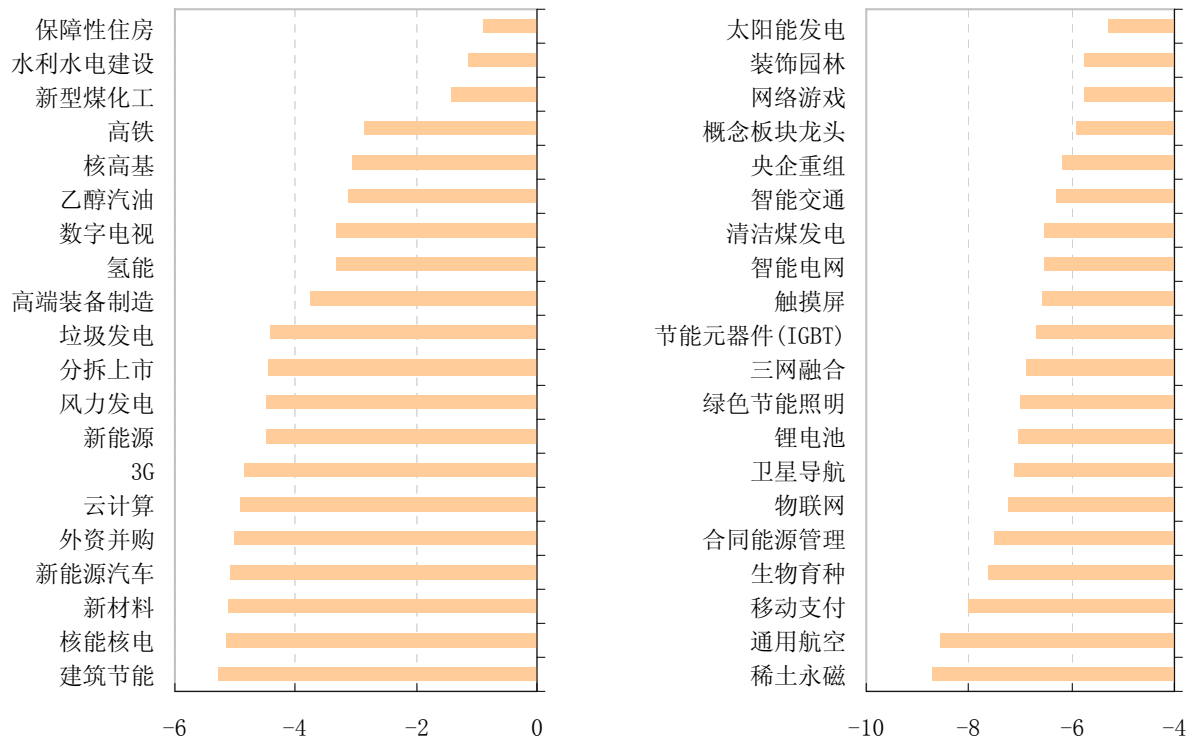


图5：低估值和大盘股明显抗跌



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：概念板块表现



数据来源：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。

向玲瑶，研究助理

## 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<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>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。