

行业配置专题研究（三）

A股估值再思考

郑文琦 分析师

电话: 021-6882-6753

eMail: zqw5@gf.com.cn

执业编号: S0260511070002

苏舟 分析师

电话: 075523942150

eMail: suzhou@gf.com.cn

执业编号: S0260511060002

核心观点

结合估值的内在含义及主要特征,我们对A股市场整体及各行业估值水平的纵向波动规律进行了梳理,并结合当前市场形势回顾了A股估值横向结构的演变情况,以供未来大势判断及行业配置参考。

估值水平领先反映滚动盈利预期及当前市场情绪

估值本质上是股价相对于某一盈利预期而言的价格水平度量结果。

若以具有调整粘性的卖方分析师一致预期为基准,则大部分时间内股价波动表现为由估值水平波动所引起。由于市场关心滚动盈利数据,因此估值水平领先反映滚动盈利预期。

此外,估值水平还反映了当前投资者的风险偏好/情绪乐观程度。股价变动可以用估值水平之中所隐含的短期或长期盈利预期波动来进行解释。

估值水平波动历史规律总结

从整体上看,由于A股并未出现盈利预测的大幅下调,因此我们认为,当前大盘的低估值实际上反映了市场对于中国中长期经济增速放缓的预期。

分行业来看,根据行业指数相对表现及行业属性,我们对行业进行分类,并总结了其估值波动规律: 1) 银行、地产——无近忧、有远虑: 远期盈利担忧带动绝对及相对PE水平下移; 2) 电力、钢铁、交运——估值不高、增长乏力: 相对PE略有提升,但行业盈利增速总体较低,导致行业跑输大盘; 3) 汽车、家电、水泥、机械——估值较为稳定,销量提升驱动带动盈利大幅增长; 4) 有色、化工、煤炭、轻工——估值波动剧烈,提前反映价格/毛利驱动所驱动的盈利; 5) 食品、医药、商业、旅游、电子等大消费行业: 投资者预期盈利稳定增长,绝对及相对PE波动都较小。

从估值结构演变过程看市场

从横向上看,当前A股呈现出周期股估值较低,而非周期股估值较高的格局。

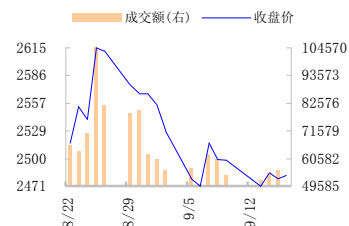
演变过程上,自08年底开始,A股估值出现巨大分化;今年以来,各行业则总体呈现出盈利增长与估值下降并存的局面。近期,大盘触及阶段性底部时的估值结构与去年年中较为类似,这在很大程度上反映了投资者对于未来中国经济结构演变预期并未改变,未来分化格局或将维持。

结合各行业盈利预期情况,我们认为,尽管当前多数行业盈利仍呈现较快增长,但只有当市场消除对于盈利下降的担忧,或者提前看到盈利下降通道的底部时,估值水平才可能存在较大的提升空间。

风险提示

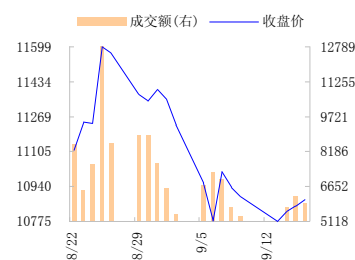
宏观政策短期内大幅转向

上证综合指数走势



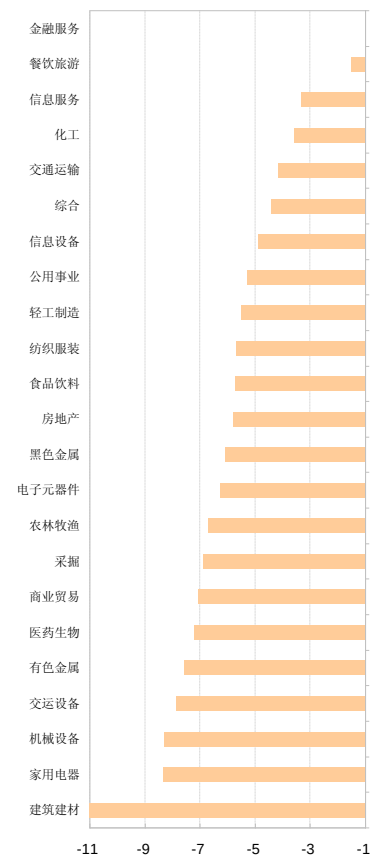
收盘: 2482.34 涨跌幅: -4.82%

深证成份指数走势



收盘: 10878.23 涨跌幅: -6.75%

一个月行业表现



目录索引

一、估值水平领先反映滚动盈利预期及当前市场情绪	4
(一) 估值是相对特定盈利预期而言的	4
(二) 估值领先反映盈利预期	4
(三) 估值还反映了当前的市场情绪	5
(四) 衡量估值水平宜采用滚动盈利预期数据	6
二、估值水平波动历史规律总结	7
(一) 大盘的低估值反映中长期经济增速放缓预期	7
(二) 各行业估值呈现不同纵向波动规律	8
三、从估值结构演变过程看市场	15
(一) 估值分化反映经济结构演变预期	15
(二) 估值短期或难提升，分化格局恐将维持	16

图表索引

图 1: 沪深 300 领先于盈利预测	5
图 2: 三类估值方法趋势基本一致 (标的为沪深 300)	6
图 3: 沪深 300 滚动 PE 及滚动 PB 走势	7
图 4: 银行股绝对 PE 及相对 PE	8
图 5: 银行股相对指数与相对 PE	8
图 6: 地产股绝对 PE 及相对 PE	9
图 7: 地产股相对指数与相对 PE	9
图 8: 银行股未出现盈利预测大幅下调 (PE 取滚动年度值)	9
图 9: 地产股未出现盈利预测大幅下调 (PE 取滚动年度值)	9
图 10: 电力股绝对 PE 及相对 PE	10
图 11: 电力股相对指数与相对 PE	10
图 12: 钢铁股绝对 PE 及相对 PE	10
图 13: 钢铁股相对指数与相对 PE	10
图 14: 交运股绝对 PE 及相对 PE	10
图 15: 交运股相对指数与相对 PE	10
图 16: 三个行业净利润占比近年来明显下降	11
图 17: 汽车股绝对 PE 及相对 PE	11
图 18: 家电股绝对 PE 及相对 PE	11
图 19: 水泥股绝对 PE 及相对 PE	12
图 20: 机械股绝对 PE 及相对 PE	12
图 21: 四个行业都曾有一波可观的上涨行情 (图为相对指数)	12
图 22: 上涨源于产品销售增加所带来的盈利增长 (图为净利润同比增速)	12
图 23: 有色股相对指数与相对 PE	13
图 24: 有色股估值提前反映盈利预期变动	13
图 25: 化工股相对指数与相对 PE	13
图 26: 化工股估值提前反映盈利预期变动	13
图 27: 煤炭股绝对 PE 与相对 PE	13
图 28: 煤炭股相对指数与相对 PE	13

图 29: 轻工股绝对 PE 与相对 PE.....	14
图 30: 轻工股相对指数与相对 PE.....	14
图 31: 09 年 9 月以来, 大消费行业大幅跑赢大盘 (图为板块涨幅)	14
图 32: 大消费行业绝对及相对 PE (TTM) 走势	14
图 33: 大消费行业相对指数与相对 PE.....	14
图 34: 食品饮料板块盈利增速及估值相对稳定	15
图 35: 医药板块盈利增速及估值相对稳定.....	15
图 36: 各行业 2011 年动态市盈率横向对比	16
图 37: 估值结构对比 1 (相对 PE)	16
图 38: 估值结构对比 2 (相对 PE)	16
表 1: 各行业绝对 PE 及指数涨跌幅 (2010/7/2 底部 vs 2011/9/13)	17
表 2: 各行业绝对 PE 及指数涨跌幅-2 (2011/4/11 顶部 vs 2011/9/13)	17

一、估值水平领先反映滚动盈利预期及当前市场情绪

(一) 估值是相对特定盈利预期而言的

估值是证券市场经常关注的一个话题。在当前宏观经济走势总体趋于平稳，但市场波动幅度较大的震荡市之中，对估值进行更加深入的研究就具有极其重要的意义。

一般而言，证券市场中的估值有两层含义，一是评估某种证券内在价值的过程（即 Valuation），二是当前证券价格中所隐含的价格水平（即估值水平，用于纵向、横向比较等）。从这个意义上来说，研究估值就至少必须回答以下两个问题：

- 1) 某种证券内在价值所对应的估值水平是多少？当前是否高估/低估？
- 2) 该证券未来的估值水平变化趋势如何？

以股票市场为例，常用的估值方法可分为绝对估值（如 DCF、DDM 等）及相对估值（PE、PB、PS、PEG、EV/EBITDA 等可比法）两大类。尽管在实际操作中这两种方法的计算过程大相径庭，但其本质却殊途同归。

具体来说，以 PE 及 DCF 为例，PE 法认为，股票合理价值 = 合理市盈率 * 盈利，但由于股票投资者更加关心未来情况，同时股票价格也正是投资者对于未来预期的领先反映，因此，在实际操作中，投资者将绝大部分的关注点聚焦于动态的相对估值上，即：

股票当前价格 = 隐含市盈率水平 * 当前隐含盈利预期

股票未来合理价值 = 未来合理市盈率 * 盈利预期

因此，所谓的估值，其本质上是当前股价基于某一盈利预期之上的价格水平度量结果。对于某一特定时刻的股价来说，估值水平的高低其实是相对于盈利预期而言的，即不同的盈利预期对应着不同的估值水平。由于不同投资者之间在盈利预期上经常存在分歧，因此其心目中的股票估值水平也往往不同。

(二) 估值领先反映盈利预期

由于估值具有相对性，因此，挑选合适的盈利预期数据来计算当前股价中所隐含的市盈率就变得十分重要。

目前，A 股市场常用的盈利指标包括：

- 当年预期净利润
- 次年预期净利润
- 未来 12 个月滚动预期净利润（Forward 12M EPS）
- 过去 12 个月实际净利润（EPS TTM）
- 每股净资产（适用于行业盈利波动较为剧烈的重资产周期性行业的 PB 计算）

考虑到投资者主要关注动态估值，因此当前市场最为常用的是前两个预测净利润指标。目前，A 股预期净利润数据主要来源是朝阳永续、Wind 等数据库提供的卖方分析师一致预期（Consensus），但由于其仅代表市场中部分人群，且其盈利预测调整具有一定粘性，略有滞后，因此，由此数据计算得出的市盈率只能近似地反映市场一致预期所隐含的市盈率。

通常情况下，当股价自底部启动，上涨一段时间之后，分析师才开始调整盈利预期；相反地，在分析师集体下调盈利预期之前，股价则可能早已见顶。于是，从事后的结果上来看，如果我们以分析师一致预期为基准盈利数据，那么大多数股价变动看上去都是由估值水平波动所引起的。从这个意义上来说，估值就会体现出领先反映盈利预期的特性。沪深 300 预期净利润的调整情况也证实了这一点。

图 1：沪深 300 领先于盈利预测



数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券发展研究中心

（三）估值还反映了当前的市场情绪

一般而言，PE 法认为，当市场认为股票未来合理市盈率或盈利预期将出现上升时，股价便会上涨。与此相对应的是，DCF 认为，股票的内在价值等于未来收益在当前时点的贴现值之和。因此，只要股票存在某个合理的未来价值（理论上各种方法的估值结果应当一致），那么，在贴现率不变的情况下，相对估值法中盈利预期提升的效果便在实质上等同于绝对估值法中未来收益的提升。

更进一步地看，如果我们考虑到股价波动受宏观经济、市场情绪等方面因素的影响，那么当前股价中所隐含的市盈率水平便可以看作是 DCF 中贴现率的反映。因此，对于市场整体而言，一致预期所对应的估值水平中，实际上还反映了当前投资者的风险偏好/情绪乐观程度。

由此，我们便可以解释股价变动的内在原因。

- 由于基本面最差时候已经过去等原因，市场看到未来企业盈利预期必将上调，那么在一个合理的市盈率水平之下，股价就将上涨。从另一个角度来理解，由于市场发现企业未来业绩的增长将使得当前股价显得有吸引力，在这样的业绩预期之下，只要市盈率可以再次回到盈利预期上调之前的水平（即估值修复），股价就具有一定的上涨空间。反之亦然。
- 当宏观经济出现放缓迹象时，市场就可能会预期企业未来盈利将出现下调，在合理市盈率水平不变的情况下，股价就会下跌。
- 当某些事件引发市场悲观情绪时，市场便会变得更加厌恶风险，即认为未来远期收益的不确定性进一步加大，于是便给予较大的折价。从 DCF 来看，

即使未来收益预期不变，由于折现率的提高，股票价格也会下降。对于相对估值来说，其直观表现便是估值水平的下降。

- PEG 估值方法认为，对于具备高增长潜力的成长股而言，市场通常可以按照其增长潜力给予相应较高的估值水平。其背后的原理就是，未来的高增长预期可以折现到当前，以较低的盈利为基数，那么相对的市盈率就会较高。

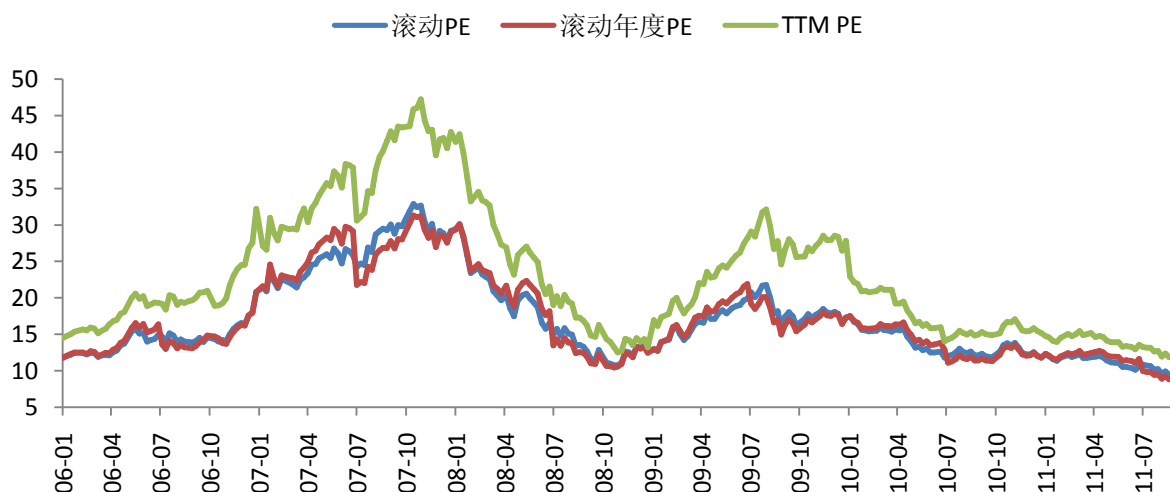
（四）衡量估值水平宜采用滚动盈利预期数据

随着时间不断向前推进、上市公司各季财报的陆续公布及投资者对于企业经营情况的跟踪，当年预期净利润的确定程度会逐步提高，前瞻的投资者也在下半年中报公布前后将估值基准切换到下一年度，因此，滚动效应是估值研究中不得不考虑的因素之一。

就计算的便利性和直观性上而言，当前市场所常用的动态估值方法（我们将其称之为滚动年度 PE）充分考虑了估值的领先性，即当年上半年主要看当年预测市盈率，下半年渐渐切换至下一年的预测市盈率。但由于对下一年盈利预测通常存在较大的不确定性，而估值切换也是一个较为平滑渐进的过程，因此，我们决定采用计算过程较为繁琐的 Forward 12M EPS（滚动净利润）及对应的市盈率作为主要源数据，以同时兼顾估值的领先性与盈利的滚动效应。

考虑到 A 股市场的基本面研究大体是从 03 年之后才开始逐渐发展起来的，而大部分盈利预期数据甚至要到 05 年之后才可获得（如朝阳永续），因此实际上可用的盈利预期历史数据获取范围也十分有限，不过由于本报告主要将研究视野放在 2008 年金融危机之后，所以这方面的影响不大。此外，即使我们采用 TTM PE 作为参考，其波动趋势也与滚动 PE 及滚动年度 PE 基本一致。

图 2：三类估值方法趋势基本一致（标的为沪深 300）



数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券发展研究中心

二、估值水平波动历史规律总结

回顾大盘及各行业绝对/相对估值水平的波动规律，研究其与股价走势、盈利预期之间的关系，可以启发我们更深层次地解读估值背后的故事，进而结合未来发展形势作出判断。

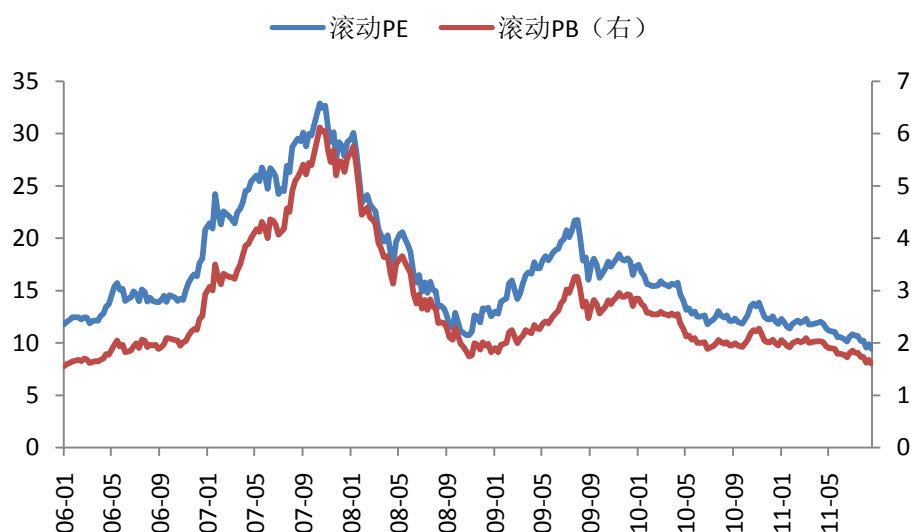
（一）大盘的低估值反映中长期经济增速放缓预期

自 2007 年达到顶峰、2008 年快速回落、2009 年 7 月再次达到阶段峰值以后，大盘估值水平已经再次进入新一轮下降通道，当前大盘滚动估值甚至已经低于 2008 年底部水平。

由于当前宏观经济背景明显异于金融危机时期，且 A 股也并未出现盈利预测的大幅下调，因此，结合此前关于“估值水平领先反映盈利预期”和“高增长可以给予高估值”的 PEG 估值理念，我们认为，当前大盘的低估值实际上反映的是市场对于中国中长期经济增速放缓的预期。

从基本面上来看，造成当前市场悲观预期的主要因素包括货币政策紧缩、资产回报折现率提高、中国经济转型前景未明等。

图 3：沪深 300 滚动 PE 及滚动 PB 走势



数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券发展研究中心

(二) 各行业估值呈现不同纵向波动规律

2009年下半年以来,中国宏观经济进入相对平稳波动区间,A股则进入行业走势分化剧烈的震荡市。总体来看,尽管受大盘估值水平不断下移的影响,各行业绝对PE水平都出现了不同程度的下调,但相对走势的分化则体现出了各行业相对PE水平与预期净利润增速差的不同变动趋势。于是,我们根据09年下半年以来的行业指数相对表现及行业属性将行业分为以下几类,并总结出以下估值波动规律:

- **银行、地产——无近忧、有远虑的行业:** 远期盈利担忧带动绝对及相对PE水平下移,导致行业跑输大盘。
- **电力、钢铁、交运——估值不高、增长乏力的行业:** 相对PE略有提升,但行业管制、产能过剩等因素导致行业盈利增速总体较低,导致行业跑输大盘。
- **汽车、家电、水泥、机械——销量驱动型行业:** 相对PE总体稳定,过去一波可观行情主要源于行业产品销量提升带动盈利大幅增长。
- **有色、化工、煤炭、轻工——价格/毛利驱动型行业:** 估值波动剧烈,提前反映盈利波动,总体以交易性行情为主。
- **食品、医药、商业、旅游、电子等——大消费行业:** 绝对及相对PE波动都较小,主要是由于投资者预期盈利稳定增长。

对于各类行业,具体分析如下:

1、银行、地产——无近忧、有忧虑

对于银行、地产而言,绝对PE下降幅度超越大盘,进而带动相对PE下行是行业几次跑输大盘的主要原因。从基本面上来看,估值下降的主要原因包括利率市场化、地方融资平台问题、房地产调控等,这些因素虽尚未导致可见并导致盈利预测下调,但投资者显然已经将其远期担忧纳入估值体系之中。

图 4: 银行股绝对 PE 及相对 PE



图 5: 银行股相对指数与相对 PE



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心 注: 相对指数为行业指数与基准大盘指数比值, 后同

图 6: 地产股绝对 PE 及相对 PE

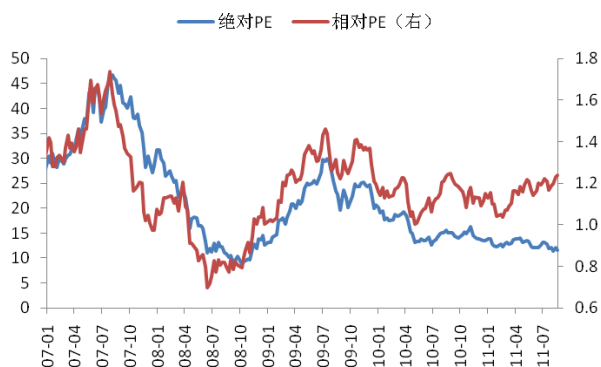


图 7: 地产股相对指数与相对 PE

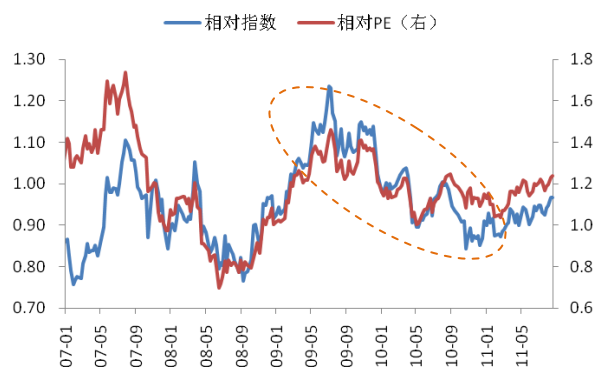


图 8: 银行股未出现盈利预测大幅下调 (PE 取滚动年度值)

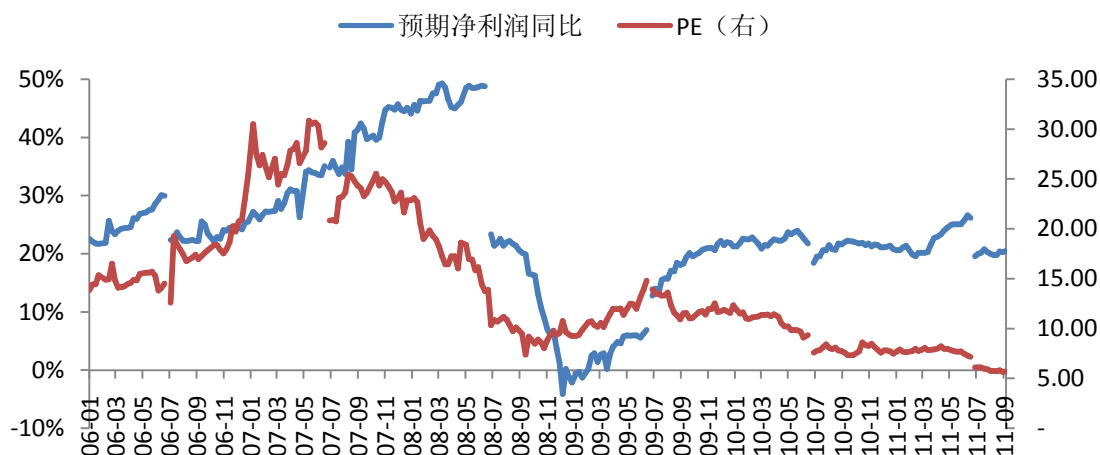


图 9: 地产股未出现盈利预测大幅下调 (PE 取滚动年度值)



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

2、电力、钢铁、交运——估值不高，但增长乏力

与银行、地产不同的是，电力、钢铁、交运等行业指数跑输大盘的主要原因是其行业盈利增速不及大盘，尽管其相对 PE 略有提升，但无法抵消盈利相对增速的下滑，从而导致行业指数跑输大盘。另外，从基本面上来看，产能过剩、电价管制等制约估值的因素则已经可见并体现在盈利中，这也与银行、地产有很大不同。

图 10: 电力股绝对 PE 及相对 PE

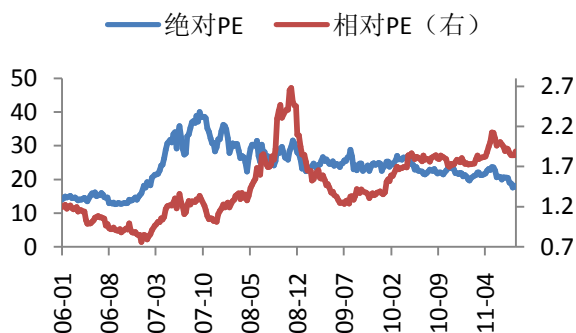


图 11: 电力股相对指数与相对 PE

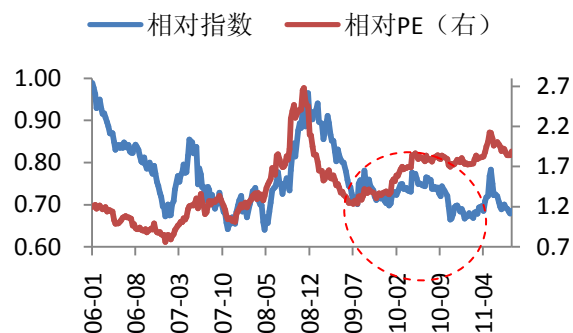


图 12: 钢铁股绝对 PE 及相对 PE

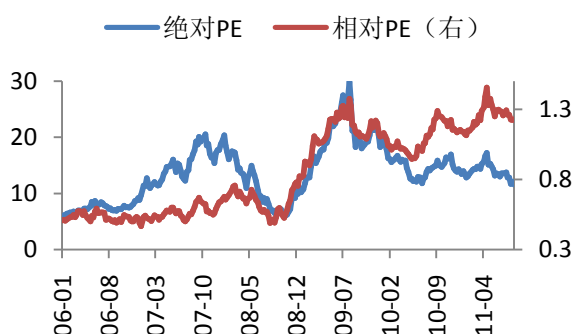


图 13: 钢铁股相对指数与相对 PE

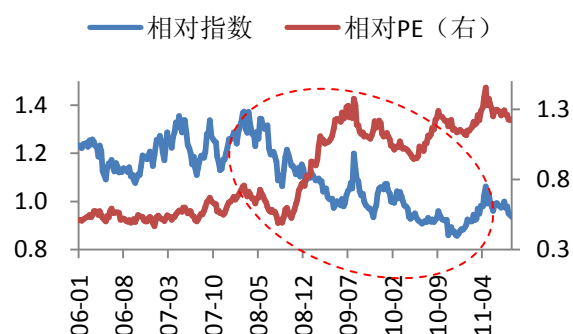


图 14: 交运股绝对 PE 及相对 PE

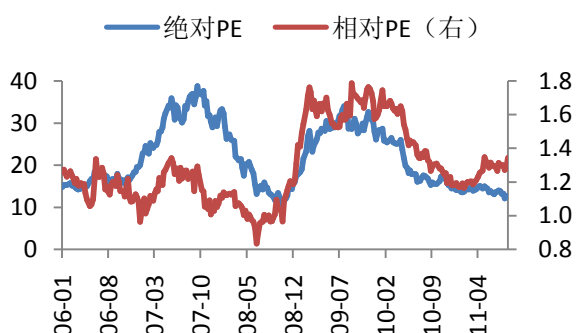


图 15: 交运股相对指数与相对 PE

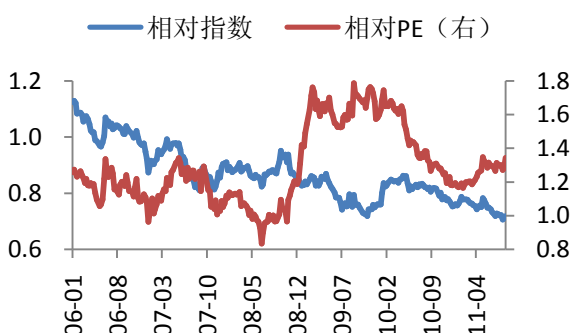
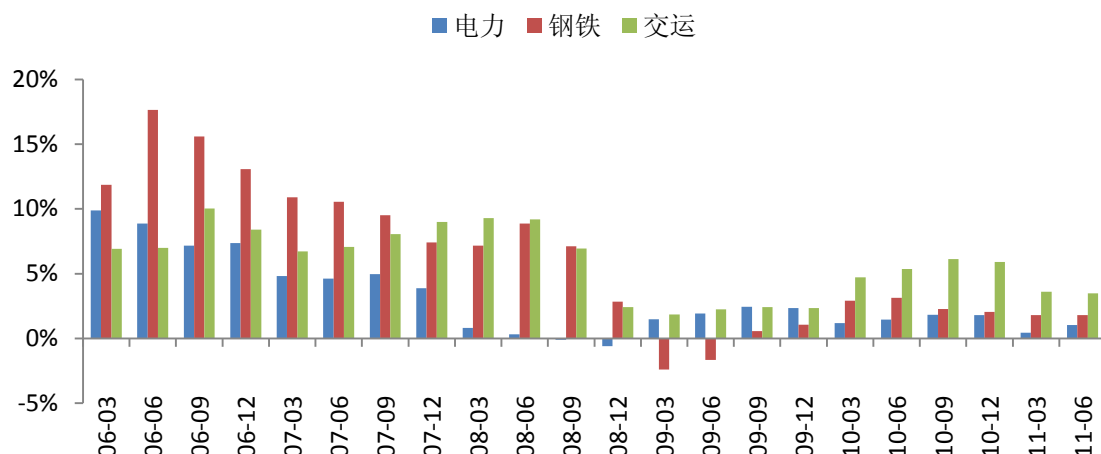


图 16: 三个行业净利润占比近年来明显下降



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

3、汽车、家电、水泥、机械——销量驱动型行业

这四个行业的共同之处在于都先后出现过一波十分可观的上涨行情。值得关注的是，除了10年下半年机械相对PE有所提高之外，其他各行业在上涨的过程中其相对PE并未发生太大的变化，也就是说，行业指数的上涨主要归功于盈利的大幅增长。结合基本面，我们便可以看出，市场对于这四个行业的定位并未改变，其行业指数的上涨反映的主要是由于补贴政策、下游需求爆发等因素所带来的产品销量增长。实际上，这正是由其行业属性所决定的，因为汽车、家电属于耐用消费品，而水泥、机械属于消耗型投资品。

图 17: 汽车股绝对 PE 及相对 PE

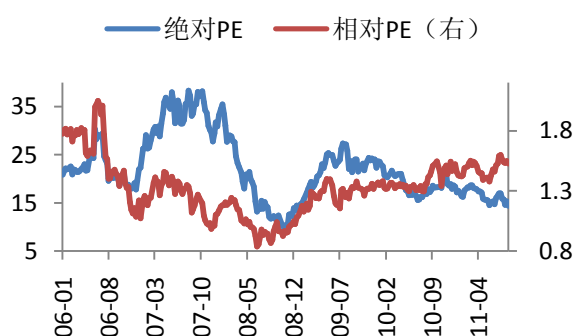


图 18: 家电股绝对 PE 及相对 PE

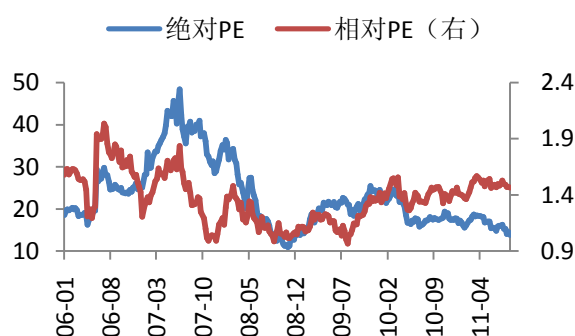


图 19: 水泥股绝对 PE 及相对 PE

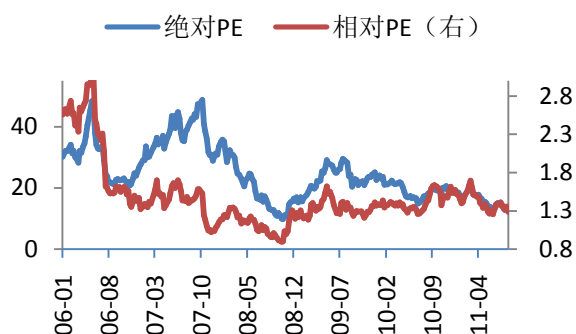


图 20: 机械股绝对 PE 及相对 PE

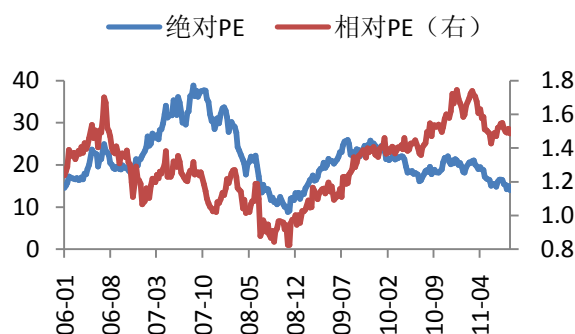


图 21: 四个行业都曾有一波可观的上涨行情 (图为相对指数)

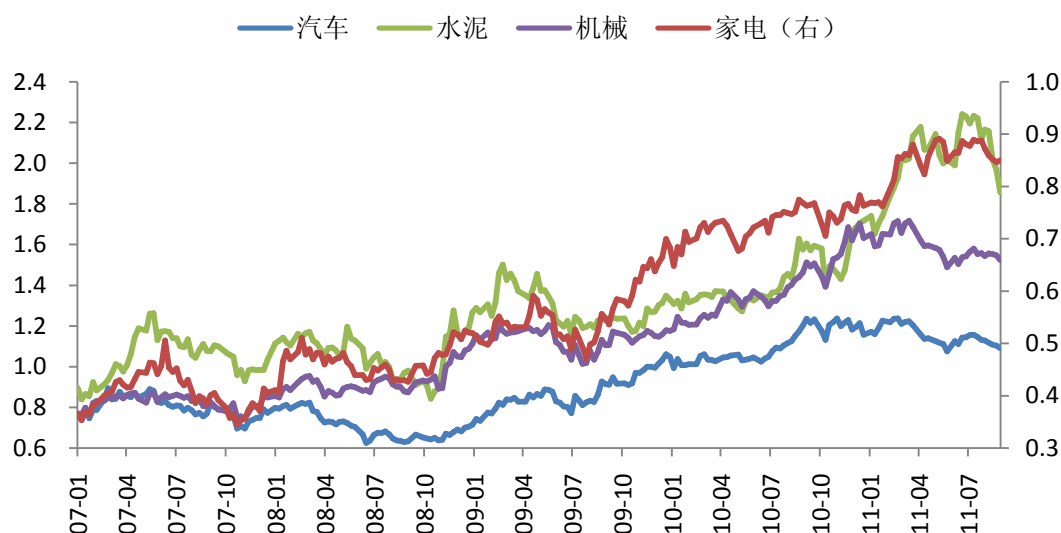
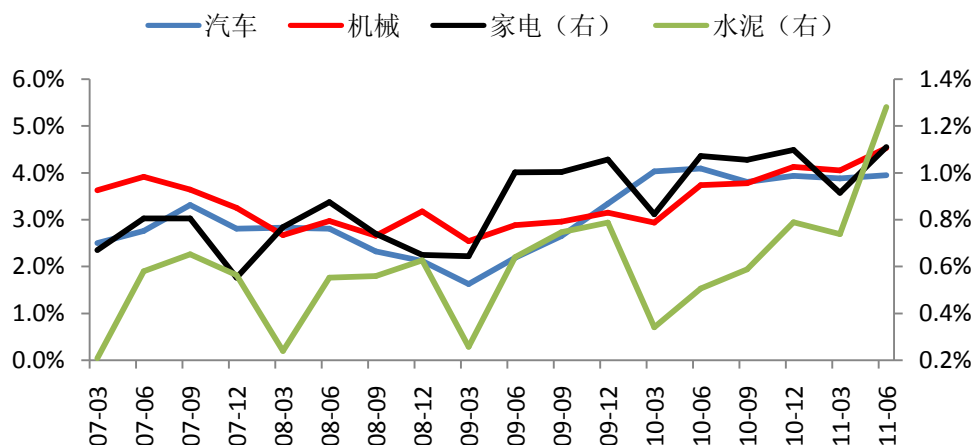


图 22: 上涨源于产品销售增加所带来的盈利增长 (图为净利润同比增速)



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

4、有色、化工、煤炭、轻工

这四个行业的共同特点是：从历史走势来看，在 09 年上半年的上涨行情结束之后至今，基本只有几轮持续时间不长的交易性机会。更进一步来看，其中有色、化工存在明显的估值提前反映盈利预期变动趋势，进而驱动行情演绎的情况。我们认为，这可能与市场对于各类有色金属及化工品价格情况跟踪紧密，并以其作为股价驱动因素有关。

图 23：有色股相对指数与相对 PE

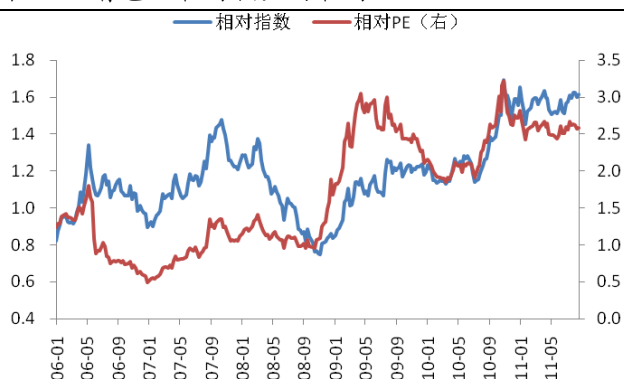


图 24：有色股估值提前反映盈利预期变动

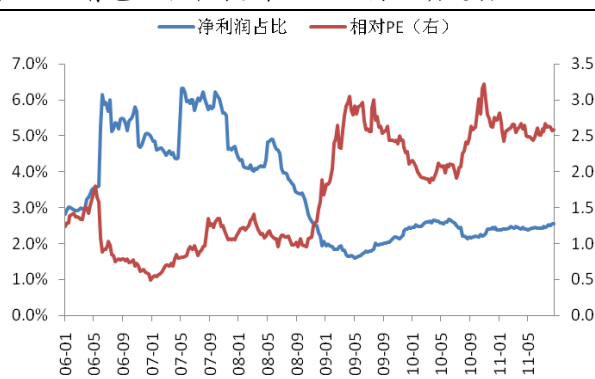


图 25：化工股相对指数与相对 PE

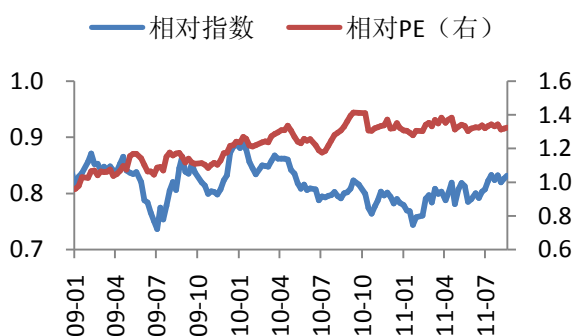
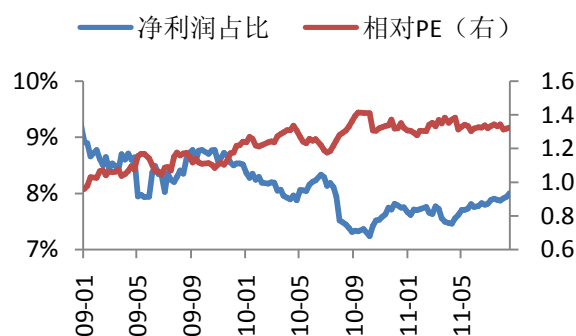


图 26：化工股估值提前反映盈利预期变动



数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

对于煤炭、轻工行业而言，行业指数走势与相对 PE 水平总体保持一致，只是在部分时期，由于盈利预期的调整，引起股价一定程度上小幅的超调。我们认为，这种特性可能与市场较为关心产品毛利走势而非产品价格有关。

图 27：煤炭股绝对 PE 与相对 PE

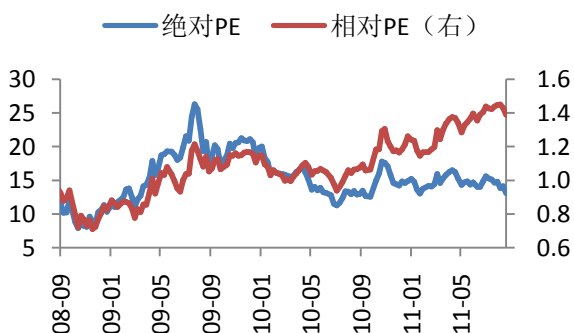


图 28：煤炭股相对指数与相对 PE

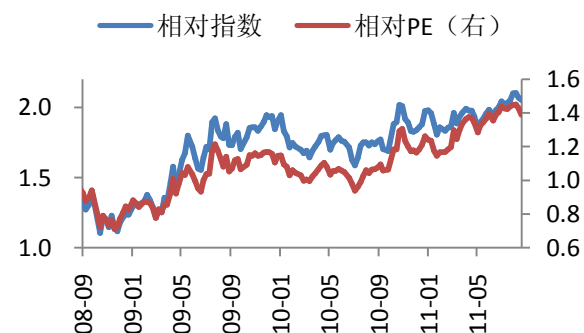


图 29: 轻工股绝对 PE 与相对 PE

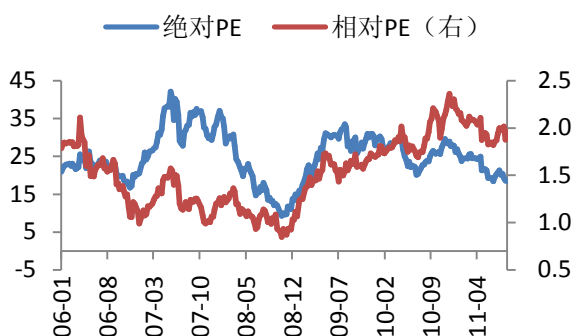
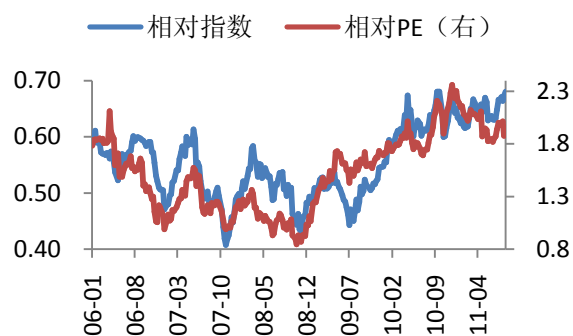


图 30: 轻工股相对指数与相对 PE



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

5、食品饮料、医药、商业、纺织、餐饮旅游、电子、信息设备等大消费行业

众所周知，大消费行业在 09 年下半年以来的结构性牛市中取得了相当可观的收益。从根本上来说，这是市场在预期到中国宏观经济波动趋于平稳，而未来中国经济面临转型，消费将成为新的经济增长动力的大背景下所做出的选择。实际上，我们也看到，尽管总体上受大盘拖累，各消费类行业的绝对 PE 已出现下降趋势，但由于市场预期这些行业盈利增速将较为稳定，因此下降幅度仍较小，其相对 PE 仍总体处于高位水平。

图 31: 09 年 9 月以来，大消费行业大幅跑赢大盘（图为板块涨幅）

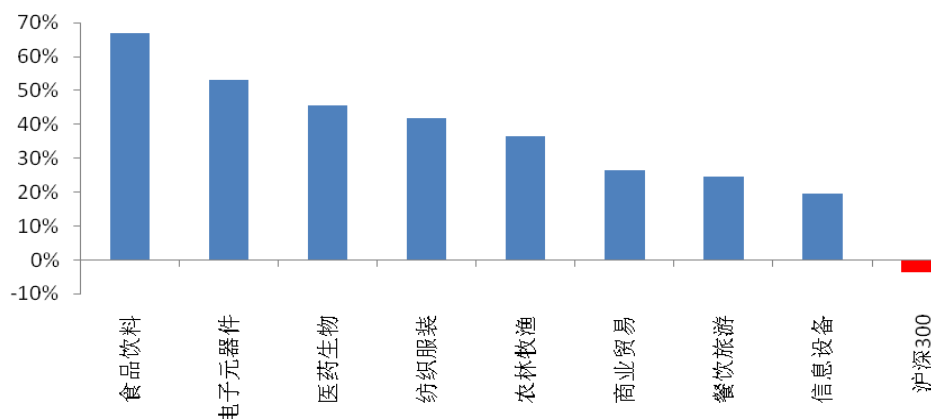


图 32: 大消费行业绝对及相对 PE (TTM) 走势

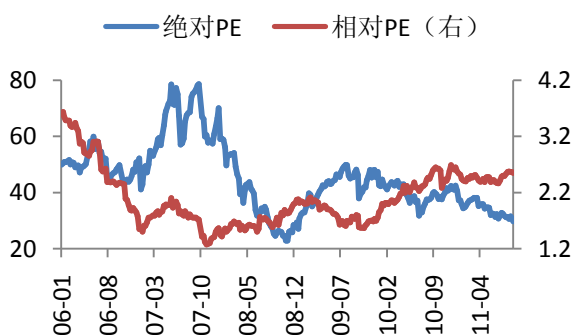


图 33: 大消费行业相对指数与相对 PE

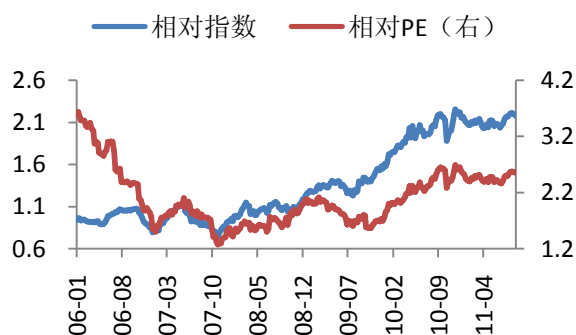
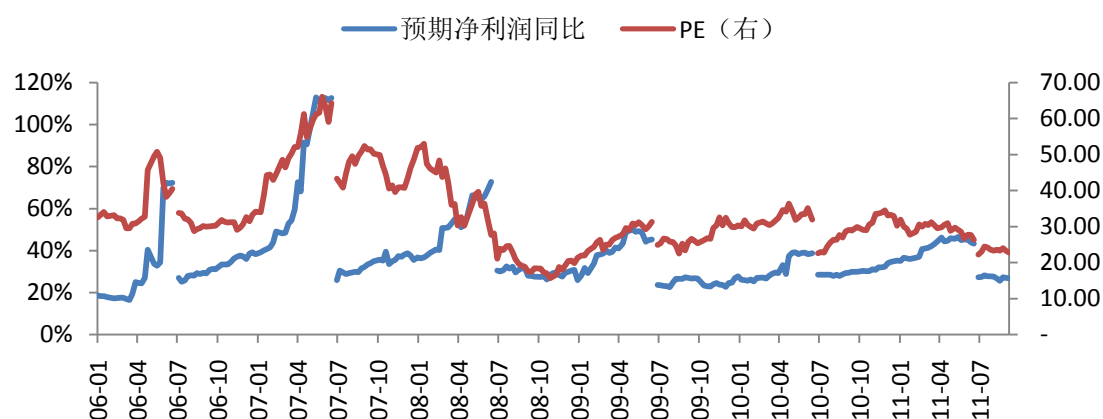


图 34：食品饮料板块盈利增速及估值相对稳定



图 35：医药板块盈利增速及估值相对稳定



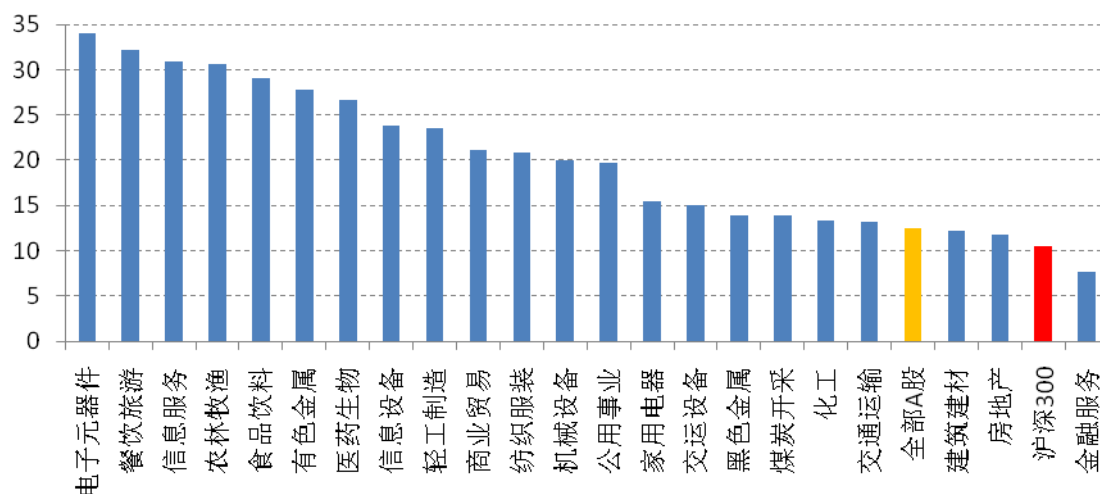
数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

三、从估值结构演变过程看市场

（一）估值分化反映经济结构演变预期

从横向上看，当前 A 股估值呈现出周期股较低，而非周期股较高的格局，这一方面既反映了投资者对于宏观经济未来增长不确定性及周期性行业盈利预测波动性的折价，另一方面也反映了对于各种非周期股未来增长前景的预期。此外，当前 A 股的这种估值分化结构还在很大程度上反映了投资者对于未来中国经济结构演变的预期。

图 36: 各行业 2011 年动态市盈率横向对比



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

(二) 估值短期或难提升, 分化格局恐将维持

考虑到近期沪深 300 再次创出阶段新低, 我们将大盘于 2008 年金融危机的 1664 点底部、2010 年 7 月的阶段性底部 2319 点以及近期的估值结构做一对比。

总体而言, 我们发现, 10 年底部的估值结构与 08 年底部存在巨大差异, 主要体现在大消费行业估值大幅提升, 这种变化则反映了投资者对于宏观经济背景转变的预期。

相比之下, 近期大盘触及阶段性底部时, 其估值结构却总体十分接近于 2319 点, 显示估值分化格局并未发生根本性的改变。

图 37: 估值结构对比 1 (相对 PE)

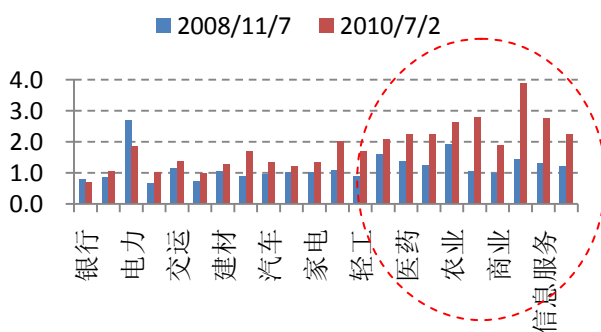
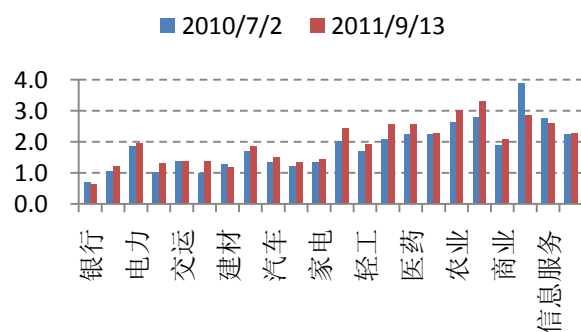


图 38: 估值结构对比 2 (相对 PE)



数据来源: Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

另一方面, 结合去年 7 月以来大盘阶段性顶/底部各行业绝对 PE 及指数的绝对及相对涨幅来看, 多数行业受沪深 300 估值下行影响, 其绝对 PE 大幅下降, 但由于盈利增长贡献较为可观, 使部分行业指数跌幅相对较小。由此可见, 近一年多以来, 各

行业估值分化格局未变，而盈利增长与估值下行并存的格局则与沪深 300 整体基本类似。

结合此前对于估值的理解，我们认为，各行业估值水平的下行实际上是市场在悲观预期下对于中国经济增速及各行业上市公司盈利增速放缓的提前预期，因此，尽管当前多数行业盈利仍呈现较快增长，但只有当市场消除对于盈利下降的担忧，或者提前看到盈利下降的底部时（具体催化剂可能包括货币政策开始放松、经济转型趋势明朗化、市场情绪反转等），估值水平才可能存在较大的提升空间。

表 1：各行业绝对 PE 及指数涨跌幅（2010/7/2 底部 vs 2011/9/13）

	绝对 PE				行业指数	
	2010/7/2	2011/9/13	绝对涨幅	相对涨幅	绝对涨幅	相对涨幅
银行	8.28	5.95	-28%	-7%	-2%	-10%
地产	12.55	11.15	-11%	10%	10%	3%
电力	21.69	18.00	-17%	4%	-5%	-12%
钢铁	11.84	12.30	4%	25%	9%	1%
交运	16.06	12.80	-20%	1%	-6%	-14%
煤炭	11.54	12.81	11%	32%	36%	28%
建材	14.87	10.94	-26%	-5%	38%	31%
机械	19.99	17.21	-14%	7%	24%	16%
汽车	15.60	13.83	-11%	10%	10%	2%
化工	14.02	12.33	-12%	9%	13%	5%
家电	15.81	13.29	-16%	5%	26%	18%
有色	23.66	22.73	-4%	17%	44%	36%
轻工	20.08	17.90	-11%	10%	19%	11%
食品	24.34	23.88	-2%	19%	48%	40%
医药	26.23	23.81	-9%	12%	17%	9%
纺织	26.40	20.97	-21%	0%	22%	15%
农业	30.86	28.09	-9%	12%	27%	20%
餐饮	32.73	30.65	-6%	15%	15%	7%
商业	22.15	19.27	-13%	8%	9%	2%
电子	45.78	26.44	-42%	-21%	15%	8%
信息服务	32.55	24.19	-26%	-5%	-2%	-10%
信息设备	26.24	21.12	-20%	2%	3%	-5%
沪深 300	11.79	9.31	-21%		8%	

表 2：各行业绝对 PE 及指数涨跌幅-2（2011/4/11 顶部 vs 2011/9/13）

	绝对 PE				行业指数	
	2011/4/11	2011/9/13	绝对涨幅	相对涨幅	绝对涨幅	相对涨幅
银行	7.64	5.95	-22%	0%	-16%	3%
地产	13.88	11.15	-20%	2%	-16%	3%
电力	21.81	18.00	-17%	5%	-20%	-1%
钢铁	15.68	12.30	-22%	0%	-24%	-5%
交运	14.71	12.80	-13%	9%	-21%	-2%
建材	17.78	10.94	-38%	-16%	-29%	-10%

	绝对 PE				行业指数	
	2011/4/11	2011/9/13	绝对涨幅	相对涨幅	绝对涨幅	相对涨幅
机械	23.73	17.21	-27%	-5%	-26%	-7%
汽车	17.40	13.83	-21%	2%	-25%	-6%
家电	18.33	13.29	-27%	-5%	-20%	-1%
煤炭	16.30	12.81	-21%	1%	-17%	2%
化工	16.15	12.33	-24%	-2%	-15%	4%
有色	31.89	22.73	-29%	-7%	-23%	-4%
轻工	24.30	17.90	-26%	-4%	-16%	3%
食品	25.91	23.88	-8%	14%	6%	25%
医药	27.49	23.81	-13%	9%	-12%	7%
纺织	25.97	20.97	-19%	3%	-13%	6%
农业	32.52	28.09	-14%	8%	-11%	8%
餐饮	35.10	30.65	-13%	9%	-12%	7%
商业	23.21	19.27	-17%	5%	-14%	5%
电子	34.75	26.44	-24%	-2%	-21%	-2%
信息服务	30.81	24.19	-21%	1%	-15%	4%
信息设备	27.35	21.12	-23%	-1%	-24%	-5%
沪深 300	11.94	9.31	-22%	0%	-19%	

数据来源：Wind 资讯、朝阳永续、广发证券研发中心

广发投资策略研究小组

林鲁东，分析师，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。

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。

苏舟，分析师，上海交通大学经济学硕士，2009 年入围新财富策略研究最佳分析师（团队），2011 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学经济学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xly2@gf.com.cn，020-87555888-8086。

相关研究报告

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。