

政策调整是近期核心逻辑

核心要点:

- 上周(11月28日-12月2日)各大指数仍然延续前期跌势,已连续第四周收阴。其中,上证综指跌0.82%,深成指跌0.79%,两大指数跌幅较前周显著收窄。而中小板指、创业板指则形势相反,上周跌幅分别放大至2.35%和3.97%。不同风格指数也基本普跌,但大盘指数表现显著优于中、小盘指数。
- 行业指数方面,前期一直保持相对强势的食品饮料、餐饮旅游和信息服务等板块开始调整,其中尤其以信息服务和餐饮旅游较为明显,而食品饮料调整幅度有限。上周实现正收益的三个行业中,位居前两位的金融服务和房地产出现明显的超跌反弹迹象。总体来看,尽管连续两周都以跌势为主,但比较单周表现可发现周期性行业如采掘、有色、交运设备、房地产、建筑建材、金融服务,其表现较前期有明显改善。
- 行业估值方面,估值水平普遍再次下降比较明显。其中,建筑建材的市盈率水平已完全与其历史估值下限持平,超跌迹象非常明显。同样具有类似迹象的还包括交运设备、家用电器等。上周市盈率水平保持相对稳定的仅食品饮料和金融服务。
- 估值偏离度角度,各行业分布未发生显著变化。

分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130511030001

特此鸣谢

王维诚 博士 策略研究员

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

☎: (8621) 2025 7809

对本报告的编制提供信息

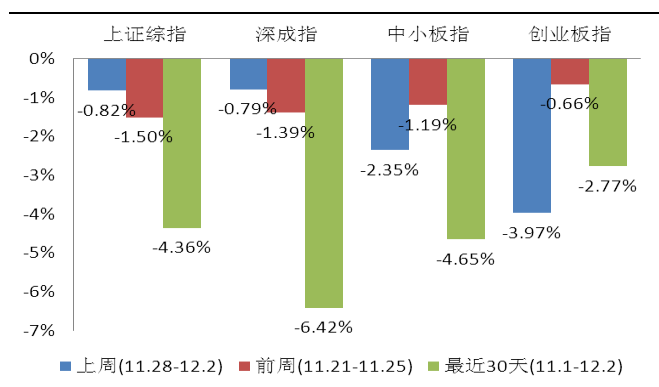
目 录

一、弱平衡延续、等待破局点.....	1
二、不同行业当前估值的相对位置.....	2
三、行业估值动态比较.....	4
插图目录	6

一、弱平衡延续、等待破局点

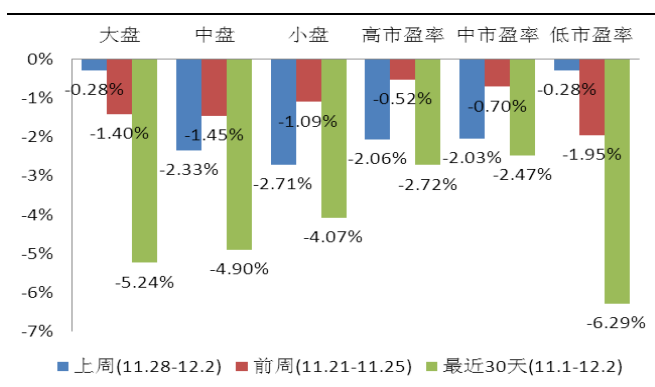
上周(11月28日-12月2日)各大指数仍然延续前期跌势,已连续第四周收阴。其中,上证综指跌0.82%,深成指跌0.79%,两大指数跌幅较前周显著收窄。而中小板指、创业板指则形势相反,上周跌幅分别放大至2.35%和3.97%。不同风格指数也基本普跌,但大盘指数表现显著优于中、小盘指数。我们认为市场对于经济下滑的悲观预期使得短期内整体做多情绪有限,但政策的提前调整和未来继续调整的步伐将给指数提供有力支撑。短期内,指数仍将以震荡为主,国内政策调整将起主导作用。

图 1: 主要指数近期涨跌幅比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

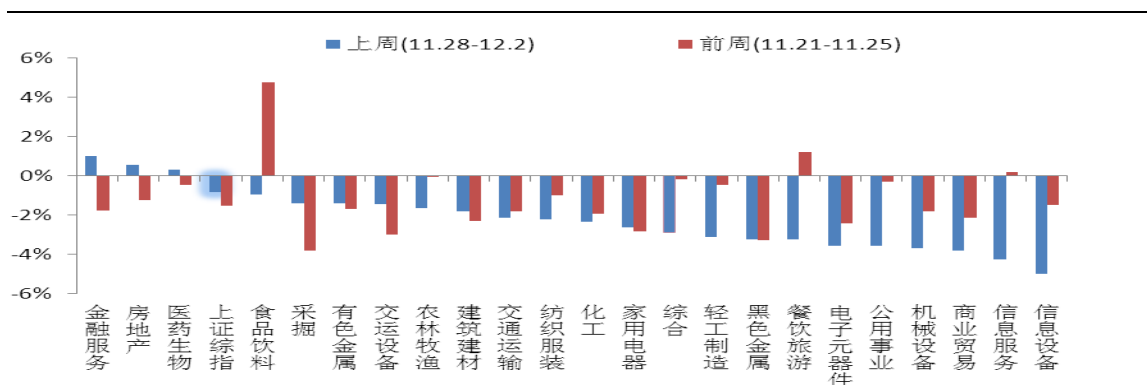
图 2: 不同风格指数近期涨跌幅比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

行业指数方面,亮点不多。前期一直保持相对强势的食品饮料、餐饮旅游和信息服务等板块开始调整,其中尤其以信息服务和餐饮旅游较为明显,获利回吐压力较大。而食品饮料调整幅度有限,其业绩增长的确定性使其仍然受到投资者欢迎。上周实现正收益的三个行业中,位居前两位的金融服务和房地产出现明显的超跌反弹迹象。尤其是在政策调整提前出现的背景下,部分投资者开始关注两大权重超跌板块。这也解释了上周大盘指数表现明显强于中、小盘指数的原因。总体来看,尽管连续两周都以跌势为主,但比较单周表现可发现周期性行业如采掘、有色、交运设备、房地产、建筑建材、金融服务,其表现较前期明显改善。

图 3: 行业最近两周涨跌幅比较

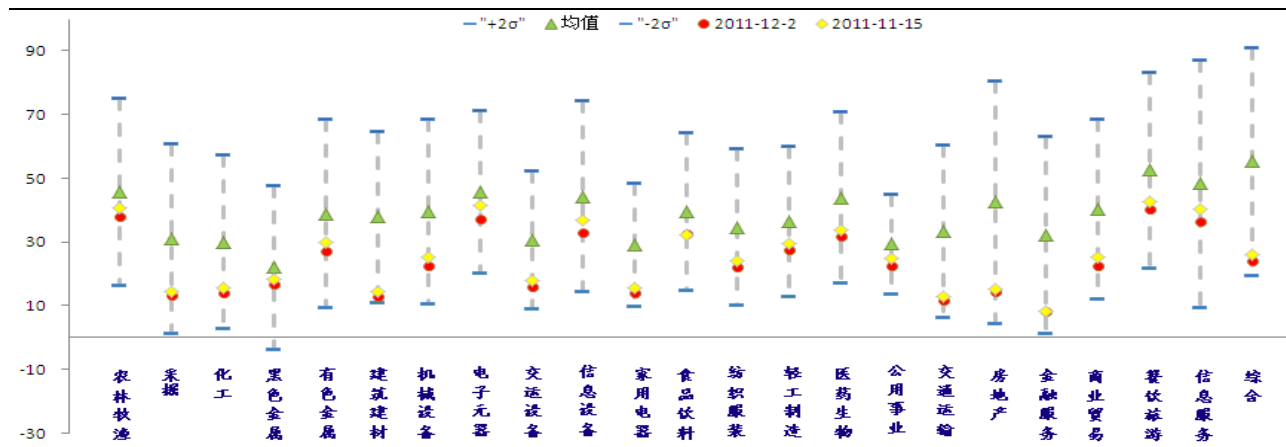


数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

二、不同行业当前估值的相对位置

上周大盘仍为跌势,体现在行业估值方面,估值水平普遍再次下降比较明显。其中,建筑建材的市盈率水平已完全与其历史估值下限持平,超跌迹象非常明显。同样具有类似迹象的还包括交运设备、家用电器等。上周市盈率水平保持相对稳定的仅食品饮料和金融服务。前者业绩的确定使得其人气不减,估值仅略低于历史平均且稳定性已保持相当长的时间,而后者则体现出对估值水平进一步下跌的某种抵抗性。

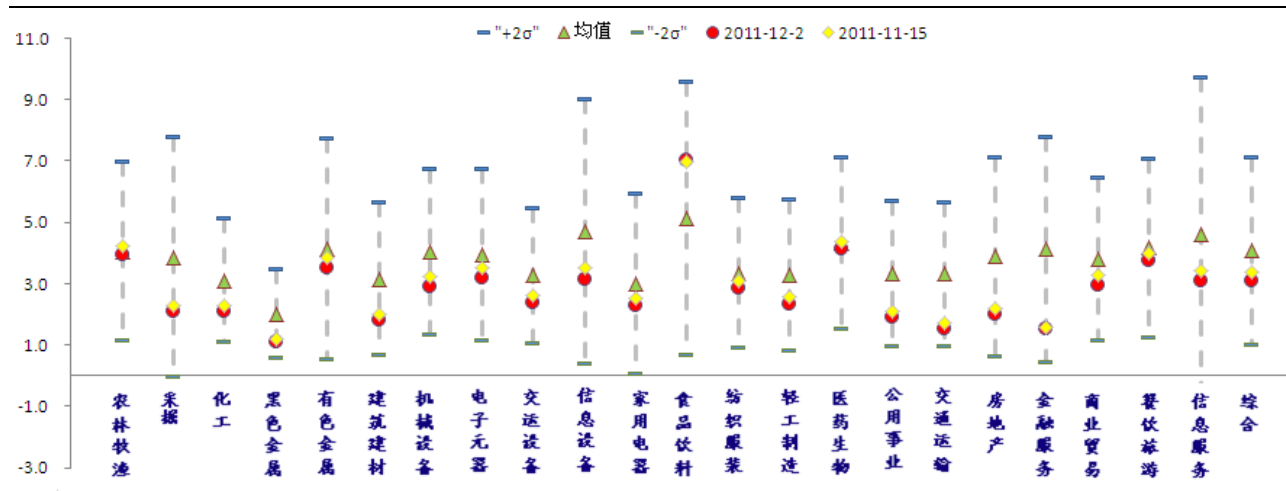
图 4: 不同行业当前市盈率的历史相对位置 (1997-至今) (整体法, TTM)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

市净率方面与市盈率极其类似。大多数行业 PB 水平普遍下调,而食品饮料与金融服务则保持稳定。

图 5: 不同行业当前市净率历史相对位置 (1997-至今) (MRQ)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

从 PE、PB 偏离度的角度看，估值负向偏离度最大，即估值最便宜的行业集中于第三象限，而估值水平最贵的行业则集中于第一象限。对比近半个月的情况，行业的估值偏离度分布并未发现显著的变化。

图 6：估值偏离度¹（2011-12-2）

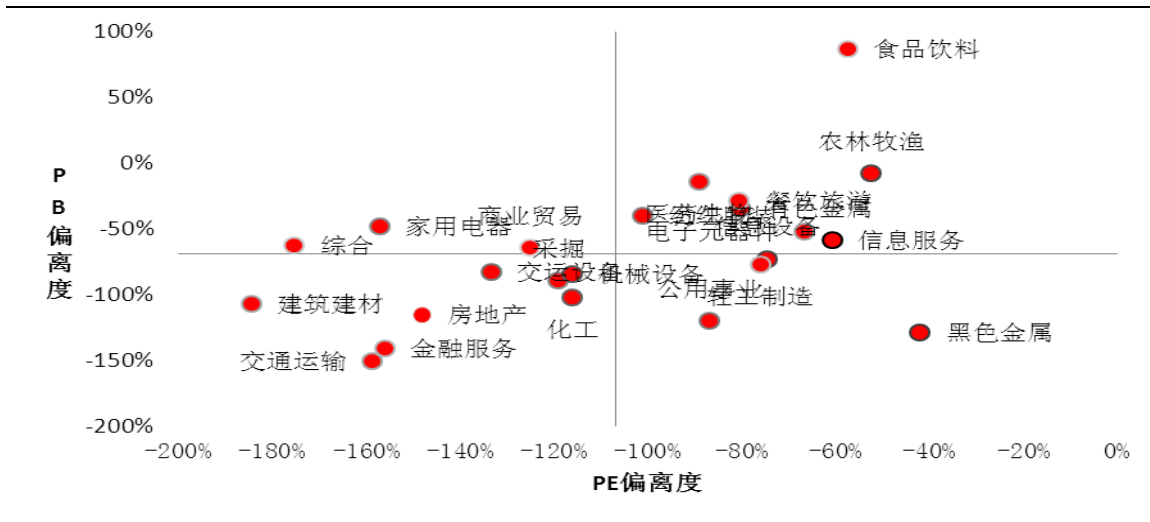
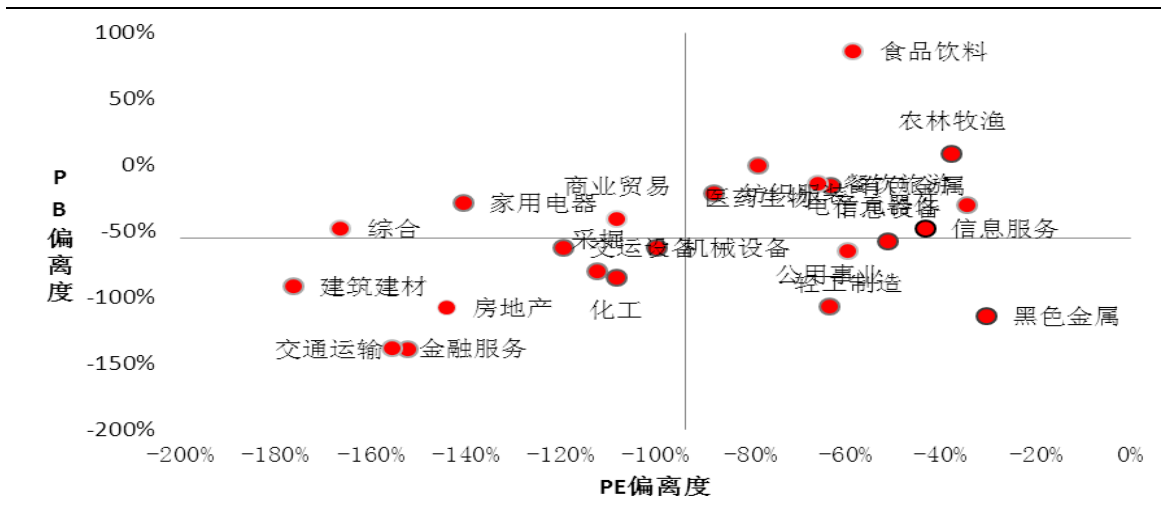


图 7：估值偏离度（2011-11-14）



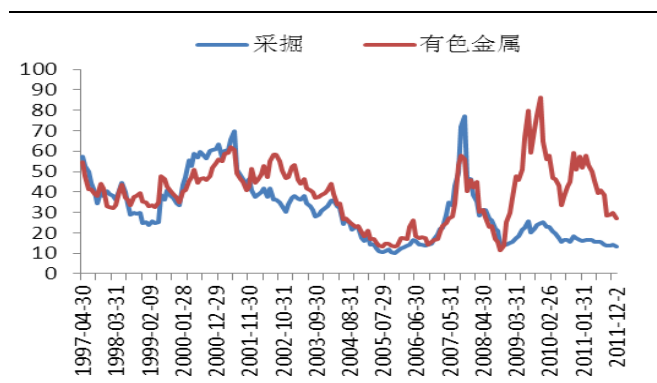
数据来源：Wind，中国银河证券研究部

¹为了量化 PE 和 PB 当前偏离历史均值的程度并使该偏离度在不同行业间可比，我们对每个行业的市盈率和市净率“正态化”，即取当前值与历史均值之差，并取该差值与标准差的比值，然后将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中。

$$\Delta_{PE} = \frac{PE_{now} - \overline{PE}}{\sigma_{PE}}, \quad \Delta_{PB} = \frac{PB_{now} - \overline{PB}}{\sigma_{PB}}$$

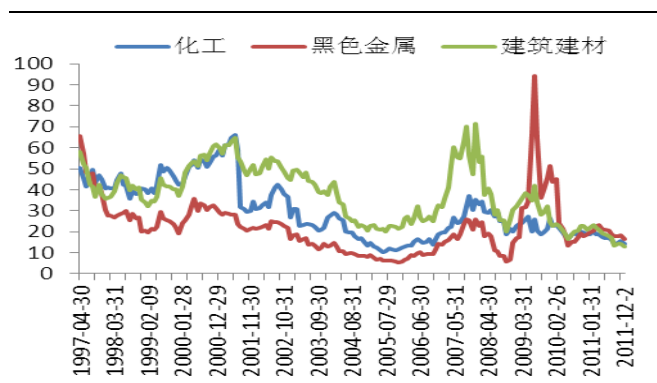
三、行业估值动态比较

图 8: 采掘、有色金属市盈率比较



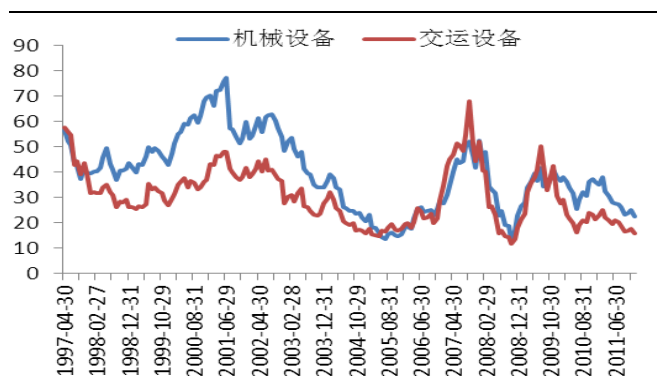
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 9: 化工、黑色金属、建筑建材市盈率比较



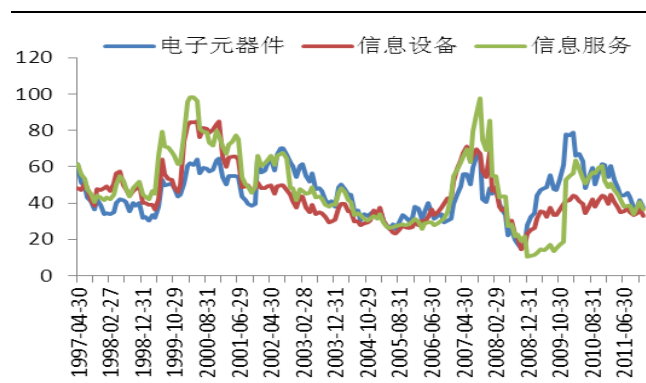
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 10: 机械设备、交运设备市盈率比较



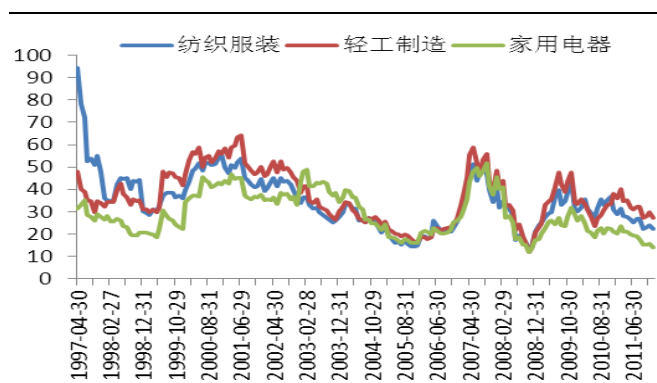
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 11: 电子元器件、信息设备、信息服务市盈率比较



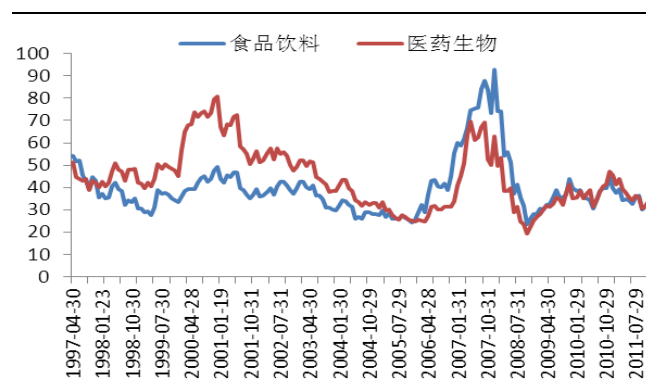
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 12: 纺织服装、轻工制造、家用电器市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 食品饮料、医药生物市盈率比较



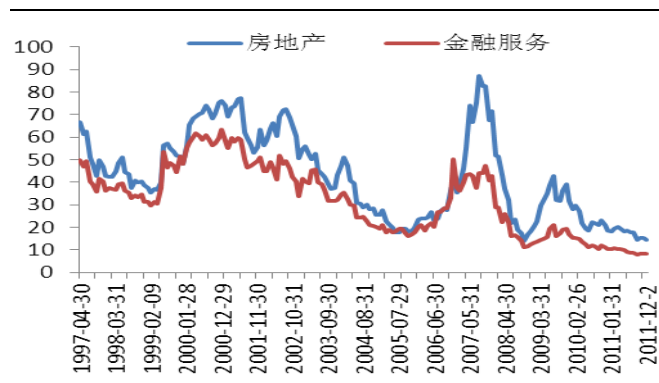
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 14: 商业贸易、餐饮旅游市盈率比较



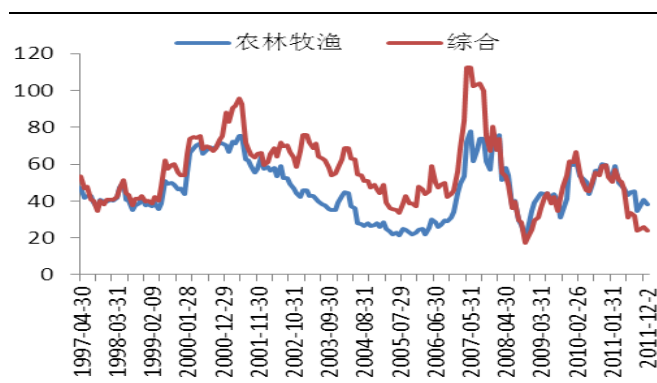
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 15: 房地产、金融服务市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 16: 农林牧渔、综合市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 17: 公用事业、交通运输市盈率比较



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 主要指数近期涨跌幅比较	1
图 2: 不同风格指数近期涨跌幅比较	1
图 3: 行业最近两周涨跌幅比较	1
图 4: 不同行业当前市盈率的历史相对位置 (1997-至今) (整体法, TTM)	2
图 5: 不同行业当前市净率历史相对位置 (1997-至今) (MRQ)	2
图 6: 估值偏离度 (2011-12-2)	3
图 7: 估值偏离度 (2011-11-14)	3
图 8: 采掘、有色金属市盈率比较	4
图 9: 化工、黑色金属、建筑建材市盈率比较	4
图 10: 机械设备、交运设备市盈率比较	4
图 11: 电子元器件、信息设备、信息服务市盈率比较	4
图 12: 纺织服装、轻工制造、家用电器市盈率比较	4
图 13: 食品饮料、医药生物市盈率比较	4
图 14: 商业贸易、餐饮旅游市盈率比较	5
图 15: 房地产、金融服务市盈率比较	5
图 16: 农林牧渔、综合市盈率比较	5
图 17: 公用事业、交通运输市盈率比较	5

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，策略分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn