

## 行业估值跟踪及风险分析——多数行业绝对估值低估，可关注商贸行业估值修复机会

金融工程分析师：郑雅斌

SAC 执业证书编号：S0850511040004

zhengyb@htsec.com

021-23219395

行业配置策略在投资中所占的地位长久以来都备受关注，如何把握行业的风格切换，不仅需要投资者对市场经济环境、行业基本面、情绪指标有着全局把握，同时也必须关注行业估值水平对行业走势的压力或是支撑。一般而言，行业估值总会在其合理水平附近波动，当其出现背离时，如相对于历史均值明显过高或是过低，认为其会向均值回归。本篇报告意在跟踪不同行业的估值水平，指示其当前所处位置，分析行业是否存在风险或是估值修复的投资空间，从而为行业配置观点的形成提供有力支撑。

### 1、研究方法

我们分别从两个维度考察行业的估值水平。一个维度是行业自身的绝对估值演变过程；一个维度是行业相对于市场的相对估值变动趋势。两个维度的综合分析，不仅能够考虑行业自身的发展趋势，同时也将市场风险考虑其中。

对于行业绝对估值水平的变动趋势，我们首先分析行业的历史估值水平（PE、PB），观察行业当前的估值相对于历史而言是否接近临界值。当行业 PE 或是 PB 接近临界值，即处于低估或是高估状态，则进一步结合当前行业的一致预期估值，具体分析行业未来的估值走势。

历史估值数据的处理，按照海通二级行业的分类标准，计算各行业的历史滚动 PE、PB 估值。剔除行业内亏损的公司，市盈率的计算方法采用滚动最近一年的盈利数据获得。从 1998 年 1 月开始计算行业估值数据，更新频率为每周更新一次。

行业估值水平高低的判断方法：

通过历史回溯观察，发现移动平均 $\pm$ 波动率的阈值作为划定行业是否高估/低估的界限，是较为有效的方法。统计从 1998 年 1 月开始的估值数据（如果估值数据在 1998 年 1 月还不可得，则从可得的时间点开始统计），计算截止至最新时刻点，每个行业估值数据的移动平均 mean，以及波动率 std。如果行业当前的估值水平：

当前  $PE > mean(PE) + std(PE)$ ，认为行业 PE 高估，给出风险提示；

当前  $PE > mean(PE) + 2*std(PE)$ ，认为行业 PE 过度高估，PE 下行风险增大；

当前  $PE < mean(PE) - std(PE)$ ，认为行业 PE 低估，建议关注；

当前  $PE < mean(PE) - 2*std(PE)$ ，认为行业 PE 过度低估，估值反转的概率进一步提高；

PB 的评估方法相同。

如果行业的历史 PE 和 PB 数据同时显示高估，那么投资者对于该行业的潜在风险应该更为警惕；如果两个指标同时显示低估，那么可以关注该行业的后期投资价值。

对于行业相对估值水平的分析，计算（行业估值/海通综指估值）的变动趋势。相对估值高低点的判断方法与上述规则保持一致。绝对估值的考察方法，无法回避当市场整体上涨或是下跌时产生的行业估值高点或是低点。这种市场走势带来的高低点，并不能充分说明行业存在的风险或是机会。相对估值方法有效避免了这一现象的存在。通过绝对以及相对估值相结合，能够更好的刻画行业估值所处位置，从而对投资提供更有价值的信息。

## 2、行业估值水平分析

### 2.1 行业绝对估值水平分析

表 1 中罗列了海通二级行业截止至最近，各个行业的历史 PE 以及 PB 的估值水平。

表 1 行业绝对估值水平（截止至 2011-11-25）

行业	PE	PB	行业	PE	PB	行业	PE	PB
石油天然气	--	--	交通运输	低估	低估	医药与健康护理	--	--
化工	低估	低估	汽车与零配件	低估	低估	金融	低估	低估
建材	低估	--	家用电器与器具	低估	低估	房地产	低估	--
造纸	--	--	纺织与服装	--	--	信息服务	--	低估
有色金属	--	--	旅游服务业	低估	--	信息设备	--	--
非金属	--	--	传媒	--	--	通讯服务	高估	--
钢铁	--	--	商业贸易	低估	低估	公共事业	--	低估
机械工业	低估	低估	食品	--	--	综合	--	--
建筑工程	低估	低估	农业	低估	--	煤炭	--	--

资料来源：海通证券研究所

11 月份市场大幅下跌-5.46%，带动多数行业指数的绝对估值水平大幅下降，进入低估区域。尤其是周期性行业如化工、机械建筑工程等，其 PE 和 PB 水平都同时进入低估。一般而言周期性行业的走势并非主要由估值因素驱动，行业的上涨动力还需要寻找更多基本面因素的支撑。在前期的报告中我们曾经提到，商贸行业的估值驱动效应较为明显，尤其是对于绝对估值的反应，截止最新数据，发现商贸行业的 PE、PB 均低估，虽然 11 月份行业走势跑输大盘，但后期还是可以关注商贸行业的估值修复机会。

### 2.2 行业相对估值水平分析

表 2 中为各个行业相对于海通综指相对估值变动的最新数据。相对估值计算方法为行业估值/海通综指估值，我们统计各个行业相对于市场估值水平的变化情况，当行业在市场中所处的估值水平发生大的变动时，给予投资者提示。

表 2 行业相对估值水平的变动分析（截止至 2011-11-25）

行业	PE	行业	PE	行业	PE
石油天然气	相对估值上升	交通运输	--	医药与健康护理	相对估值上升
化工	--	汽车与零配件	--	金融	--
建材	相对估值大幅下降	家用电器与器具	--	房地产	相对估值下降
造纸	相对估值大幅上升	纺织与服装	--	信息服务	相对估值上升
有色金属	--	旅游服务业	--	信息设备	相对估值上升
非金属	--	传媒	相对估值大幅上升	通讯服务	相对估值大幅上升
钢铁	--	商业贸易	--	公共事业	--
机械工业	--	食品	相对估值大幅上升	综合	--
建筑工程	相对估值下降	农业	--	煤炭	--

资料来源：海通证券研究所

11 月市场的大幅变动，使得不少行业的相对估值水平也发生了较大的变化。截止到 11 月 25 号，传媒和食品行业的走势非常强势，大幅跑赢指数，相对估值水平体现出大幅上升的态势。其绝对估值并没有高估，故而不认为这两个行业存在估值因素导致的下跌风险。通讯服务和造纸行业相对估值也被行业走势带动，大幅上升，其中通讯行业的绝对估值处于高估水平，提示关注行业后期下行风险。建材行业 11 月份大跌，绝对和相对估值水平都较低，由于行业的周期性特征明显，估值的下跌难以构成充分的上涨动力。

## 信息披露

### 分析师声明

郑雅斌：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。