

2012-11-11

金融工程(专题报告)

## 行业配置

### 财务预测数据以及分类评级与行业走势关系

分析师： 范辛亭

☎ (8621)68751859

✉ fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120008

联系人： 张放

☎ (8621)68751782

✉ Zhangfang2@cjsc.com.cn

执业证书编号:

联系人： 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

#### 报告要点

##### ■ 行业研究员的覆盖率与行业走势的分析

行业研究员对于热门行业与热门股票覆盖的较多，大量的机构会给出这些股票的预测数据，各行业的覆盖情况以及覆盖的改变情况是我们观察一个行业现在是否存在机会的角度。

我们分别通过对 30 天、90 天以及 180 天内的预测数据，算出有预测数据的行业覆盖率，然后我们分析覆盖率的变化率在截面上与行业收益率的关系，以及在时间序列上对各自行业进行分析。

在各行业内部，我们分析覆盖的股票和非覆盖的股票直接的收益率是否存在显著的差异。

##### ■ 财务预测数据与行业走势的分析

通过分析财务预测数据与行业走势的表现，我们发现了一定的规律：

- 1、净利润预测的变化率与行业收益率在截面做 Fama-macbeth T 值检验，结果显著。
- 2、行业的预测 PE 数据，各行业 PE 差别较大，与行业收益率在截面上不存在显著关系。
- 3、行业的预测 PE 数据，与行业的总市值在截面上存在显著关系。
- 4、行业的预测 PEG 数据，与行业的走势在截面上不存在显著关系。

##### ■ 分类评级与行业走势的分析

评级分类采用 wind 的投资评级综合值，wind 对评级分为 5 档，1 为买入，2 为增持，3 为中性，4 为减持，5 为卖出。wind 对给出投资评级的券商的结果进行算术平均，在某个时刻给出一个数值，数值越小表示评级越高。

我们在时间序列与截面两个角度进行了分析。

在时间序列角度，我们发现电子、纺织服装、黑色金属、家用电器、交运设备以及食品饮料行业与行业收益率的关系显著。

在截面角度，我们发现分类评级数据与行业走势关系不显著。

## 目录

一、本报告研究思路.....	4
二、财务预测数据覆盖率与行业走势的关系 .....	4
1. 预测数据平均覆盖率 .....	4
2. 覆盖率变化率与行业走势的关系 .....	5
3. 各行业内覆盖与非覆盖股票收益率差 .....	6
三、财务预测数据与行业走势的关系.....	8
1. 行业预测净利润与行业走势的关系.....	8
2. 行业预测 PE 及 EP 与行业走势的关系.....	12
3. 行业预测 PE 与行业总市值关系 .....	13
4. 行业预测 PEG 与行业收益率关系 .....	13
四、机构评级分类与行业走势的关系.....	14
五、总结.....	16

## 图表目录

图 1：行业预测净利润变化率前五行业减去后五行业收益率差 .....	10
图 2：行业预测净利润变化率前五行业减去后五行业净值表现 .....	10
表 1：平均覆盖率 .....	5
表 2：覆盖率变化率与行业收益率 T 值（时间序列） .....	6
表 3：覆盖率变化率与行业收益率 T 值（截面） .....	6
表 4：覆盖股票与非覆盖股票收益率差 .....	7
表 5：覆盖股票与非覆盖股票收益率差 T 值.....	8
表 6：行业预测净利润变化率与行业收益率 T 值（时间序列） .....	9
表 7：行业预测净利润变化率与行业收益率 T 值（截面） .....	10
表 8：行业预测净利润增长率与行业收益率 T 值（时间序列） .....	11
表 9：行业预测净利润增长率与行业收益率 T 值（截面） .....	12
表 10：行业预测 PE 与行业收益率 T 值（截面） .....	12
表 11：行业预测 EP 与行业收益率 T 值（截面） .....	12
表 12：行业预测 PE 与行业总市值 T 值（截面）（size 为总市值） .....	13
表 13：行业 PE 与 size 残差项以及 PE 与 log(size)残差项与行业总市值 T 值（截面）（size 为总市值） .....	13
表 14：行业预测 PE 与行业预测净利润增长率 T 值 .....	14

表 15: 行业预测 PEG 与行业收益率 T 值 (截面) .....	14
表 16: 行业评级与行业收益率 T 值 (时间序列) .....	15
表 17: 行业评级与行业收益率 T 值 (截面) .....	16

## 一、本报告研究思路

前面我们做行业配置时,利用的是宏观经济指标,以及行业基本面的数据,这是一种自上而下的做法,采用的是同宏观择时相同的多因素模型。(详细报告可见《宏观、行业基本面与行业走势的关系系列报告》)。

我们也考虑,是否可以采用自下而上的一些做法呢?在选股中,我们发现一些财务预测数据,如预测净利润,预测 PE,预测 PEG 等,是能够利用它们挑选出收益率高的股票。因此我们思考,能否将财务方面的预测数据加工到行业层面,利用它们来挑选出好的行业,进行行业配置呢?

本报告正是基于这样的一种想法,将财务预测数据,以及各机构给出的分类评级的数据,合成行业的数据后,来分析行业收益率之间的关系,进而利用这些规律来进行行业配置。因为采用的是机构的预测数据,有些行业和股票是比较热门的,研究员比较关注,因此有覆盖,而有些冷门的就没有覆盖,于是我们首先分析了预测数据的覆盖情况。我们检验了覆盖率的变化率与价格走势的相关性,也分析了覆盖与非覆盖股票的收益率的差异。进而,我们对财务预测数据与行业收益率在时间序列以及截面两个方面进行了相关性检验。首先在时间序列上,各个行业的走势与它们各自的预测数据之间进行了相关性的检验。其次,在截面上,我们做了 Fama-Macbeth 检验,从另外一个角度来分析了财务预测数据与行业走势的关系。

本报告采用的预测数据来源为 Wind,预测数据分别采用了 30 天、90 天以及 180 天的数据。

## 二、财务预测数据覆盖率与行业走势的关系

对于一些热门的行业以及热门的股票,关注它的行业研究员的数量就会增多,因此有关它们的报告数量就会多一些。在这些报告中,我们通常能看到研究员基于对宏观及行业基本面数据的分析,以及一些行业政策的影响,给出对于某些股票的财务预测数据。于是我们可以跟踪行业研究员近期关注的行业和股票,分析他们给出的预测数据与行业走势或股票走势是否存在显著关系。

### 1. 预测数据平均覆盖率

预测数据的覆盖情况反映了行业研究员对于本行业内股票的关注程度,因此我们首先分析了各行业从 2005 年 6 月到 2012 年 9 月的平均覆盖率。

从表 1 我们可以看到,黑色金属的覆盖率是最高的,房地产是最低的。当然,这与各个行业股票数目多少相关,例如黑色金属行业的股票数目偏少,只有 34 只,因此容易覆盖一些,也确实存在一定的时期内全覆盖;而房地产行业的股票数目偏多,因此覆盖率偏低。

表 1: 平均覆盖率

行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	39.12%	57.37%	66.72%
采掘	44.95%	60.47%	67.71%
餐饮旅游	50.79%	67.96%	77.13%
电子	43.17%	61.98%	71.99%
房地产	23.68%	37.53%	46.87%
纺织服装	32.53%	45.63%	54.04%
公用事业	36.33%	54.78%	64.98%
黑色金属	59.95%	82.16%	89.35%
化工	38.66%	56.96%	67.58%
机械设备	40.99%	59.59%	69.73%
家用电器	51.27%	69.56%	78.24%
建筑建材	39.39%	56.79%	66.22%
交通运输	49.78%	67.83%	77.07%
交运设备	42.59%	60.02%	69.83%
金融服务	56.87%	71.79%	78.63%
轻工制造	39.03%	57.92%	68.21%
商业贸易	36.23%	52.31%	60.26%
食品饮料	44.50%	59.92%	68.86%
信息服务	46.66%	63.25%	70.01%
信息设备	38.91%	54.51%	62.73%
医药生物	40.90%	58.57%	66.76%
有色金属	45.07%	64.68%	73.07%

资料来源: Wind、长江证券研究部

## 2. 覆盖率变化率与行业走势的关系

对于覆盖率的改变,这反映了研究员对于关注重点的改变,行业研究员近期关注的股票大多数为近期的热门股票,一般具有更好的收益率。因此我们分析了覆盖率的变化率与行业走势的关系,我们先从时间序列这个角度对各个行业进行了考虑。

从表 2 我们可以看到,当行业研究员对某个行业的覆盖率上升时,这个行业的收益率也是处于上升的。可以看到,表 2 中的大部分数字都表明覆盖率变化率与行业收益率呈现出正向的关系,红色的表明此关系显著,有纺织服装、公用事业、机械设备、食品饮料以及信息设备行业。但是,也存在部分行业是反向的关系,如采掘、金融服务行业,这是因为给出的预测数据也可以是提示风险,利空的数据。

表 2：覆盖率变化率与行业收益率 T 值（时间序列）

行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	1.31	-0.52	-1.16
采掘	-0.33	-1.05	-1.87
餐饮旅游	1.53	1.08	1.22
电子	0.83	0.58	0.27
房地产	0.12	-0.05	-0.53
纺织服装	1.73	1.42	1.69
公用事业	2.07	1.79	1.46
黑色金属	0.57	0.13	-0.58
化工	1.71	0.97	0.94
机械设备	2.88	1.39	0.16
家用电器	0.78	-0.04	0.41
建筑建材	0.06	-0.58	-1.11
交通运输	1.53	1.78	1.82
交运设备	1.53	0.56	0.07
金融服务	-1.43	-1.90	-2.48
轻工制造	1.60	1.19	1.52
商业贸易	0.44	-1.15	-1.33
食品饮料	2.13	1.31	0.51
信息服务	0.44	-0.71	-1.24
信息设备	2.41	1.55	1.38
医药生物	1.24	0.09	-0.61
有色金属	1.29	-0.09	-0.75

资料来源：Wind、长江证券研究部

在时间截面上，我们对覆盖率变化率与行业收益率进行了 Fama-Macbeth 检验，得到结果如下：

表 3：覆盖率变化率与行业收益率 T 值（截面）

	30 天	90 天	180 天
T 值	0.17	0.20	-0.03

资料来源：Wind、长江证券研究部

可以看到，覆盖率的变化率与行业收益率之间在时间截面上关系不明显。这是因为给出的预测数据可能是利好的，也可能是利空的，因此覆盖率与行业收益率之间不存在显著的关系。这同时间序列上的分析，存在正向关系和反向关系的原因是一样的。

### 3. 各行业内覆盖与非覆盖股票收益率差

在各行业内部，行业研究员近期关注的股票相对非关注的股票是否有比较好的表现，也是我们认为一个有意义的分析工作。因为行业研究员一般会关注近期比较有机会

的一些股票，给出预期数据，尤其是最短期的预测数据，更有意义。于是我们分析了覆盖的股票以及非覆盖的股票的收益率的差异，并检验了这个差异是否显著。

首先，我们来看覆盖与非覆盖的股票的收益率差。

表 4：覆盖股票与非覆盖股票收益率差			
行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	1.24%	0.15%	-0.38%
采掘	0.78%	-0.08%	-0.66%
餐饮旅游	0.45%	-0.49%	-0.43%
电子	1.28%	-0.08%	-0.40%
房地产	0.58%	-0.63%	-1.01%
纺织服装	0.16%	-0.50%	-0.83%
公用事业	0.26%	-0.40%	-0.69%
黑色金属	0.60%	-0.09%	-1.03%
化工	1.46%	0.53%	0.06%
机械设备	1.67%	0.67%	0.41%
家用电器	1.23%	0.49%	-0.15%
建筑建材	1.40%	0.25%	-0.02%
交通运输	0.33%	-0.54%	-0.56%
交运设备	0.99%	0.07%	-0.24%
金融服务	0.50%	0.43%	1.02%
轻工制造	0.17%	-1.13%	-1.42%
商业贸易	1.21%	0.56%	0.36%
食品饮料	2.03%	0.86%	0.51%
信息服务	1.39%	0.54%	-0.07%
信息设备	1.30%	0.25%	-0.06%
医药生物	1.79%	0.58%	0.02%
有色金属	2.54%	0.86%	0.84%

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 4 中，我们可以看到，在 30 天的预测数据下，有农林牧渔，电子，化工，机械设备，家用电器，建筑建材，商业贸易，食品饮料，信息服务，信息设备，医药生物，有色金属行业的覆盖股票和非覆盖股票的收益率差都大于 1%。近期行业研究员关注的重点股票，从股市的实际表现来看，确实是比非关注的股票要好。但是当预测的时间过长时，覆盖与非覆盖的差异就不明显了。这是因为随着时间的加长，覆盖的股票数目越来越多，且一些早期预测的热门股票，股价已经提前有所反映，导致差异不明显。

前面我们得到了覆盖股票和非覆盖股票的收益率差，这个差异是否显著，我们再来做显著性检验，得到结果如下表：

表 5：覆盖股票与非覆盖股票收益率差 T 值

	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	2.10	0.25	-0.57
采掘	1.06	-0.11	-0.88
餐饮旅游	0.56	-0.55	NaN
电子	1.78	-0.11	-0.54
房地产	0.80	-0.85	-1.37
纺织服装	0.23	-0.69	-0.97
公用事业	0.52	-0.72	-1.21
黑色金属	1.02	-0.12	NaN
化工	3.14	1.22	0.14
机械设备	3.24	1.24	0.73
家用电器	1.90	0.80	-0.22
建筑建材	2.05	0.37	-0.03
交通运输	0.59	-0.91	-0.99
交运设备	1.52	0.11	-0.36
金融服务	0.42	0.38	0.93
轻工制造	0.25	-1.43	-1.70
商业贸易	1.88	0.88	0.57
食品饮料	2.76	1.26	0.73
信息服务	2.03	0.71	-0.09
信息设备	2.22	0.40	-0.10
医药生物	2.73	0.77	0.02
有色金属	3.09	1.07	0.98

资料来源：Wind、长江证券研究部

注：NaN 表示存在一定时间行业股票全覆盖。

我们可以看到，农林牧渔，电子，化工，机械设备，家用电器，建筑建材，商业贸易，食品饮料，信息服务，信息设备，医药生物，有色金属这些覆盖与非覆盖收益率差大于 1% 的行业，其 T 值也都是大于 1.64 的，说明这个收益率的差异是显著存在的。

### 三、财务预测数据与行业走势的关系

财务预测数据在选股中有着明显的作用，利用它们可以选出表现好的个股。因此我们也希望能将这个办法拓展到行业配置上。

预测数据我们主要关注各机构给出的预测净利润，以及我们自己加工成的行业预测 PE、行业预测 PEG 等数据。

#### 1. 行业预测净利润与行业走势的关系

净利润 (Net Profit) 是指在利润总额中按规定交纳了所得税以后公司的利润留存，一般也称为税后利润或净收入。净利润是一个企业经营的最终成果，净利润多，企业的经营效益就好；净利润少，企业的经营效益就差，它是衡量一个企业经营效益的主要指



标。因此行业研究员给出的预测净利润数据能够反映出研究员对于该公司经营情况的判断。

对于给出预测净利润的股票，我们通过简单的加工，合成行业的预测净利润当月相对上月的变化率，来从时间序列与截面两个角度来分析。

首先在时间序列上，我们认为，当行业净利润增加时，对行业是利好，因此行业指数也会有一定幅度的上升。于是我们分析各个行业的预测净利润变化率与行业收益率之间的关系。

表 6：行业预测净利润变化率与行业收益率 T 值（时间序列）

行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	-1.09	1.34	0.76
采掘	0.66	0.12	-0.59
餐饮旅游	0.94	2.24	1.37
电子	1.33	2.54	0.58
房地产	1.04	1.85	1.44
纺织服装	0.46	0.35	-1.93
公用事业	0.63	0.92	0.74
黑色金属	1.74	2.12	1.67
化工	0.51	3.16	1.80
机械设备	1.10	1.59	1.40
家用电器	0.58	0.88	-1.25
建筑建材	1.59	0.41	1.13
交通运输	0.53	1.26	1.23
交运设备	1.87	2.74	1.93
金融服务	0.79	0.52	-0.13
轻工制造	1.18	1.80	1.90
商业贸易	-0.61	-0.79	-0.06
食品饮料	0.86	1.43	0.27
信息服务	2.23	1.05	1.29
信息设备	0.55	-0.20	-1.36
医药生物	-0.60	-0.55	0.21
有色金属	1.16	1.54	1.56

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 6 中我们可以看到，黑色金属、化工、交运设备以及轻工制造等行业在时间序列上有显著关系。

在时间截面上，我们认为，预测净利润变化率高的行业的表现比预测净利润变化率低的行业的表现要好。于是我们做了预测行业净利润变化率与行业指数收益率的 Fama-Macbeth 检验来验证我们的看法。其结果如下表：

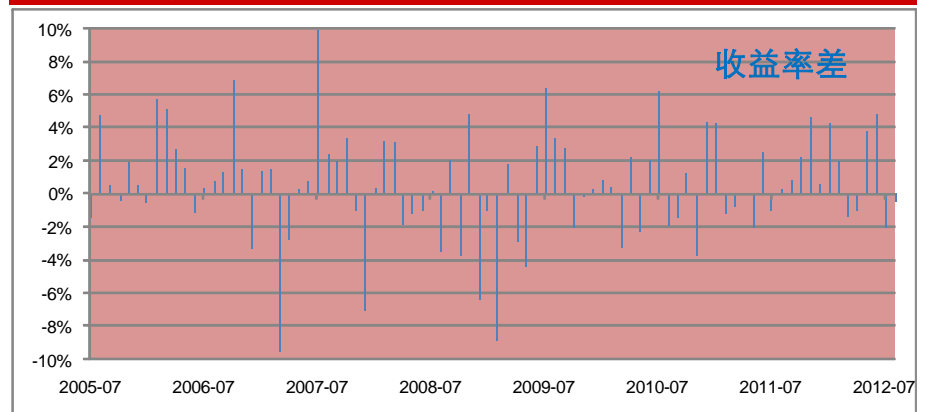
**表 7：行业预测净利润变化率与行业收益率 T 值（截面）**

	30 天	90 天	180 天
T 值	0.22	0.23	1.64

资料来源：Wind、长江证券研究部

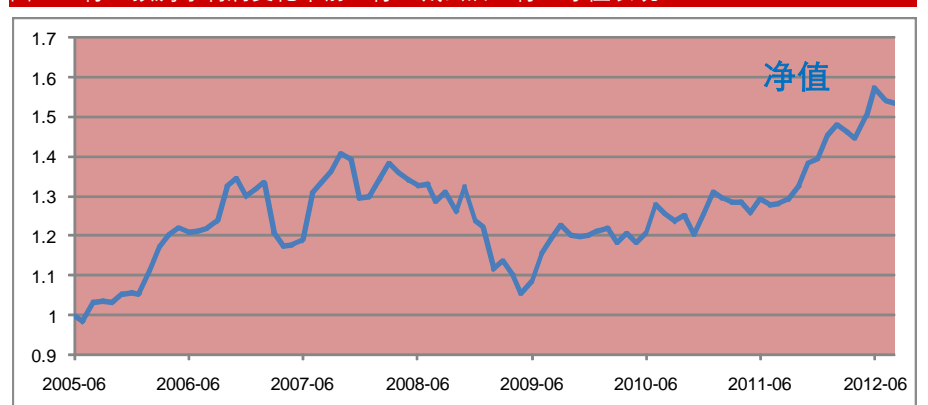
从表 7 中可以看到，当选取的预测时间长度为 180 天时，Fama-Macbeth 检验的 T 值是显著的。这也确实验证了预测净利润增长率高的行业的表现比预测净利润增长率低的行业的表现要好这样一个观点。

因为行业预测净利润变化率与行业收益率在截面上表现出正向的关系，我们可以利用行业预测净利润的变化率来进行行业配置。我们选择预测净利润变化率排在前五的行业进行推荐，排在后五的进行回避，得到收益率差的结果：

**图 1：行业预测净利润变化率前五行业减去后五行业收益率差**


资料来源：Wind，长江证券研究部

我们可以看看如果按照上面所述的方式进行行业配置，其净值表现的结果为：

**图 2：行业预测净利润变化率前五行业减去后五行业净值表现**


资料来源：Wind，长江证券研究部

可以看到，基本上除了在 08 年出现较大回撤外，其余时刻净值基本都是处于上升阶段。而 08 年那样的行情下，研究员预测净利润的变化情况不能准确的表现出市场的

情况。

每个季度公司的报表中，会公布实际的净利润。通过分析行业研究员的预测净利润和实际净利润之间的增长情况，可以看到研究员对于该行业未来净利润增长情况的判断，我们认为净利润增长率高的行业应当会表现得较好。为了验证这个想法，我们分析了净利润增长率与行业收益率之间的关系。

首先在时间序列角度，我们看各个行业的预测净利润增长率与行业收益率之间的关系。

**表 8：行业预测净利润增长率与行业收益率 T 值（时间序列）**

行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	-1.16	-0.89	-0.95
采掘	-0.58	-0.10	-0.88
餐饮旅游	0.56	1.35	1.43
电子	0.68	-0.75	-0.10
房地产	-1.45	-0.71	-0.68
纺织服装	0.19	1.19	0.66
公用事业	1.27	1.59	1.21
黑色金属	-0.65	-0.87	-1.28
化工	0.86	1.32	-0.04
机械设备	-0.59	-2.35	-2.35
家用电器	0.56	1.19	0.48
建筑建材	0.00	0.80	0.56
交通运输	0.64	0.56	0.58
交运设备	1.28	1.52	2.22
金融服务	-1.31	-1.31	-0.33
轻工制造	-0.66	-1.51	-0.61
商业贸易	-0.86	-0.94	-1.23
食品饮料	-0.12	-0.67	-0.72
信息服务	-1.01	-1.21	-0.44
信息设备	-0.83	-0.94	0.63
医药生物	0.76	0.76	0.76
有色金属	-1.02	-0.61	-1.60

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 8 我们可以看到，结果与我们前面的想法不一致。基本所有行业都不存在的显著的关系，一些行业呈现出负相关的关系，例如机械设备行业，反向关系还非常显著。我们认为，这是由于实际的报告公布的数据可能已经提前在股价上有所反映，因此预测数据相对它的增长情况与股市的关系不明显。

在时间截面上，我们做了预测行业净利润相对实际行业净利润增长率与行业指数收益率的 Fama-Macbeth 检验。其结果如下表：

表 9：行业预测净利润增长率与行业收益率 T 值（截面）

	30 天	90 天	180 天
T 值	-1.61	-1.82	-1.28

资料来源：Wind、长江证券研究部

这与时间序列上的结果一致，与我们最初的想法刚好相反，因为可能股价提前反映了年报上的数据，而研究员的预测则相对滞后，因此行业研究员的预测数据相对于实际公布的增长率与行业收益率的关系反而呈现出了反向的关系。

## 2. 行业预测 PE 及 EP 与行业走势的关系

PE 即市盈率，指在一个考察期（通常为 12 个月的时间）内，股票的价格和每股收益的比率。投资者通常利用该比例值估量某股票的投资价值，或者用该指标在不同公司的股票之间进行比较。因为市盈率把股价和企业盈利能力结合起来，其水平高低更真实地反映了股票价格的高低。市盈率是很具参考价值的股市指针，容易理解且数据容易获得。我们前面在选股时，也是发现 PE 是个很好的选股工具。因此，我们将这个方法拓展到行业上去。

首先通过行业研究员预测的个股净利润数据，我们可以合成得到行业预测 PE

预测 PE 的算法为：

$$(\text{股票在指定交易日期的收盘价} \times \text{截至当日公司总股本}) / \text{预测净利润}$$

因为 PE 在时间序列角度来看，就是股价的变化情况，分析的意义不大，于是我们想通过分析各行业 PE 与行业收益率在时间截面上是否存在显著关系。

表 10：行业预测 PE 与行业收益率 T 值（截面）

	30 天	90 天	180 天
T 值	-0.38	-0.47	-0.92

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 10 中，我们可以看到，行业预测 PE 与行业收益率之间的关系不显著。这是因为各个行业的 PE 差别很大，有的行业如黑色金属、采掘的估值水平一直很低，而有的行业如医药生物、食品饮料等的估值水平一直很高，因此直接利用行业预测 PE 来选择好的行业的做法不行。

前面在选股时，发现 PE 在净利润变小时，PE 的增大得非常明显，因此我们考虑用 PE 的倒数 EP 来进行计算，这样可以克服这种非线性变化的情况。同样的，我们在截面上进行 Fama-Macbeth 检验，得到效果如下表：

表 11：行业预测 EP 与行业收益率 T 值（截面）

	30 天	90 天	180 天
T 值	0.88	1.07	1.12

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 11 我们可以看到，相对于行业预测 PE 与行业收益率的 T 值，其值的确提高了，但是结果仍然不显著。

### 3. 行业预测 PE 与行业总市值关系

我们发现，虽然行业的 PE 之间存在差别，但是各个行业同它们的总市值之间存在显著关系。我们在截面做了 Fama-Macbeth 检验，发现 PE 与行业总市值存在反向的关系。

表 12：行业预测 PE 与行业总市值 T 值（截面）（size 为总市值）		
	PE 与 size	PE 与 log(size)
T 值	-9.05	-11.68
资料来源：Wind、长江证券研究部		

从表 12 我们可以看到，T 值很大，结果非常显著，这表明 size 对 PE 有影响，因此我们试图消除 size 对 PE 的影响。于是我们再来分析 PE 与 size 的残差项以及 PE 与 log(size)残差项与行业收益率的关系。

我们做了 PE 与 size 残差项以及 PE 与 log(size)残差项与行业走势在截面上的 Fama-Macbeth 检验，得到如下结果：

表 13：行业 PE 与 size 残差项以及 PE 与 log(size)残差项与行业总市值 T 值（截面）（size 为总市值）		
	PE 与 size	PE 与 log(size)
T 值	-0.36	-0.71
资料来源：Wind、长江证券研究部		

从表 13 的 T 值我们发现，即使减掉了总市值对行业 PE 的影响项，其与行业走势的关系仍然是不显著的。我们认为，这是因为行业的 PE 不只与总市值有关，还有很多其他因素导致了各个行业 PE 之间的差别。因此我们只消除掉这样一个因素的影响，仍然与行业收益率的关系不显著。

### 4. 行业预测 PEG 与行业收益率关系

前面我们用到了 PE，我们也知道 PE 本身也有很多的缺陷：

第一，市盈率是和收益直接对应的，收益越高，市盈率越低，而企业的收益是不稳定的。对于业绩非常稳定的企业来说，用当前市盈率来评估是简单易行的，而对于业绩不稳定的企业来说，当前市盈率是极不可靠的，很低的当前市盈率也未必代表低估，相反，很高的当前市盈率也未必代表是高估的；

第二，对于一个面临重大事项的企业来说，用当前市盈率或者历史平均市盈率来估值都是不可行的，而应当结合重大事件的影响程度而确定，或者是重大事件的不确定性

而定；

第三，有些行业的市盈率注定是比较高的，比如，医药行业因为拥有更为稳定增长的盈利预期，整个行业的市盈率估值都会比金融地产这两个行业的高，而高科技类的企业则更甚；

第四，对具有某种爆发性增长潜力的行业或者企业来说，通常意义的市盈率估值也是不可滥用的。

由于上述多方面的原因，我们考虑用 PEG 这个指标。PEG 指标(市盈率相对盈利增长比率)是彼得·林奇发明的一个股票估值指标，是在 PE (市盈率) 估值的基础上发展起来的，它弥补了 PE 对企业动态成长性估计的不足，其计算公式是： $PEG = PE / \text{企业年盈利增长率}$ 。粗略而言，PEG 值越低，股价遭低估的可能性越大。前面我们在选股时，也发现能够利用预测 PEG 挑选出好的股票，因此我们分析预测 PEG 与行业走势的关系。

我们可以先看一看预测 PE 与预测净利润增长率的关系。

表 14：行业预测 PE 与行业预测净利润增长率 T 值	
	pe 与预期净利润增长率
T 值	4.36
资料来源：Wind、长江证券研究部	

从表 14 我们可以看到，行业预测 PE 与预测净利润增长率的正向关系非常明显。这是因为有预测高的净利润增长的行业，一般能够享受到高估值，这也是非常符合逻辑的。

因此我们采用 PEG 这个指标，就把股票当前的价值和该股未来的成长联系了起来。我们将市盈率和公司业绩成长性相对比，那些超高市盈率的股票看上去就有合理性了。

预期 PEG 的算法为：

预测  $PEG = \text{预测 PE} / \text{预测净利润增长率}$

但是因为预测净利润增长率可能为负，我们这里将 PEG 算法稍加调整：

预测  $PEG = \text{预测 PE} - 100 * \text{预测净利润增长率}$

这样，预测 PEG 应当与行业收益率呈现反向的关系。

我们想通过分析各行业 PEG 的差别，来看在时间截面上是否存在区别。

表 15：行业预测 PEG 与行业收益率 T 值（截面）			
	30 天	90 天	180 天
T 值	-1.04	-1.24	-1.23
资料来源：Wind、长江证券研究部			

从表 15 我们看到，行业预测 PEG 的确与行业收益率呈现出反向的关系，但是仅仅利用这样一个指标可能不能完全的描述行业收益率之间的差别，因此关系不显著。

## 四、机构评级分类与行业走势的关系

机构对于关注的股票，一般会给出自己的观点，如推荐或回避等，这个是各机构对于股票的未来观点的总体评价。我们采用的评级分类数据为 wind 的投资评级综合值，

wind 对评级分为 5 档，1 为买入，2 为增持，3 为中性，4 为减持，5 为卖出。Wind 对给出投资评级的券商的结果进行算术平均，在某个时刻给出一个数值，数值越小表示评级越高。

利用个股的评级数据合成行业的评级数据时，我们对个股采用了按照市值加权的方式合成行业的评级数据。

首先在时间序列上，我们分析各个行业评级数据与行业收益率的关系。

表 16：行业评级与行业收益率 T 值（时间序列）

行业	30 天	90 天	180 天
农林牧渔	0.25	0.62	1.69
采掘	-0.70	-0.83	-1.27
餐饮旅游	0.05	-1.60	-0.53
电子	-1.34	-1.77	-0.58
房地产	-0.17	-0.15	-0.12
纺织服装	-1.69	-1.83	-1.01
公用事业	0.78	-1.20	-0.71
黑色金属	-1.17	-2.47	-1.45
化工	0.98	-0.96	0.74
机械设备	-0.25	-1.21	-0.69
家用电器	-0.20	-2.34	0.38
建筑建材	0.47	-1.20	-0.11
交通运输	-0.85	-0.33	-1.27
交运设备	-0.15	-1.74	-1.78
金融服务	-0.50	-1.42	-1.60
轻工制造	0.25	-0.90	-1.78
商业贸易	0.59	-0.08	0.44
食品饮料	-0.70	-1.97	-1.24
信息服务	-1.11	-0.47	0.07
信息设备	-0.27	-0.03	1.10
医药生物	-0.62	-0.96	-0.71
有色金属	-1.07	-0.41	-2.15

资料来源：Wind、长江证券研究部

因为评级是数字越低越推荐，因此评级数据应与行业收益率呈现出反向的关系。从上表中我们可以看到，在 90 天内的预测数据下，电子、纺织服装、黑色金属、家用电器、交运设备以及食品饮料行业的反向关系是显著的。当然，也存在一些行业，呈现出正向的关系，这表明这些行业的评级误差较大。

在时间截面上，我们对行业评级与行业收益率做了 Fama-Macbeth 检验，得到结果如下表：

表 17：行业评级与行业收益率 T 值（截面）

	30 天	90 天	180 天
T 值	-1.16	-0.83	-0.91

资料来源：Wind、长江证券研究部

从表 17 我们看到，在截面上，关系的确是反向的，即机构推荐买入的比卖出的行业表现要好，但是这个关系不显著。这个主要是某些行业的研究不够准确，导致整个结果不明显。

## 五、总结

本报告采用了一种自下而上的行业配置的思路。主要将在选股选股中表现较好的财务预测数据用到行业配置上来。

报告主要做了三个方面的工作：

首先，考察了行业研究员的覆盖率变化与行业收益率的关系，发现了纺织服装、公用事业、机械设备、食品饮料以及信息设备行业收益率与覆盖率的变化率有正相关的关系。在各行业内部，分析了覆盖股票和非覆盖股票的收益率的差异。

其次，直接分析了财务预测数据与行业收益率之间的关系，分为时间序列和截面两个角度。主要考察的财务数据有预测净利润、预测 PE 以及预测 PEG。我们发现预测净利润的变化率与行业收益率存在显著的关系。预测 PE 和预测 PEG 因为各行业差别较大，直接用来选择行业效果不佳。

最后，分析了机构给出的分类评级数据与行业收益率之间的关系。发现电子、纺织服装、黑色金属、家用电器、交运设备以及食品饮料行业的分类评级数据与行业收益率关系较显著。



对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。