

2.4.1 猜透市场-一致预期

今天第22期内容是【猜透市场】中的第一讲【一致预期】。

从前三周的课程中，我们学会了如何找到最新业绩、怎么判断业绩增速和业绩的“质量”。但知道了这些业绩，是骡子是马，还要拿到市场上去“遛一遛”，才能知道市场怎么看待这个业绩，股价将有什么反映。

市场如何看待业绩，就是我们常说的市场【预期】，但有句话叫：100个人对同一支股票可能有101个意见，那我们怎么知道市场的一致预期？我们又能如何利用这个预期？

本期就先来看看市场的【一致预期】是怎么回事：

1. 【“权威”预期】

市场上最“权威”的预期，一定是券商研究员给出的【盈利预测】了。但是这里带引号，不是为了强调，是因为大部分的预测都不太准。准不准，也要知道他们怎么得到这个数，我们接下来看看研报里是怎么预测股价的，以万华化学（600309）的这份研报为例：

首先，券商预测业绩会用我们以前提到的业绩增速，或EPS这个指标来预测， $EPS = \text{归母净利润} / \text{总股本}$ ，这个指标避免了因股本扩大（定向增发、并购等影响股本）而高估了净利润：

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	30,099.86	53,123.17	60,932.28	67,330.17	74,736.49
增长率(%)	54.42	76.49	14.70	10.50	11.00
EBITDA(百万元)	9,299.44	20,163.07	21,922.02	24,004.35	25,631.04
净利润(百万元)	3,679.42	11,134.79	11,983.99	13,583.08	14,527.33
增长率(%)	128.57	202.62	7.63	13.34	6.95
EPS(元/股)	1.35	4.07	4.38	4.97	5.31
市盈率(P/E)	27.08	8.95	8.31	7.33	6.86
市净率(P/B)	6.72	3.65	2.84	2.27	1.87
市销率(P/S)	3.31	1.88	1.64	1.48	1.33
EV/EBITDA	7.40	6.12	5.03	4.89	4.14

上方年份右侧的“E”就是预期的意思，有的研报还会在已发生的业绩年份加“A”，表示实际发生了这么多业绩。

下方的市盈率等指标，就是依靠研报的业绩预期得到的未来几年数值。因为分子的总市值都以现在为准，并不随业绩增长而增长，所以未来几年的PE等估值都会变得很低很低。

对公司主营业务有重大影响的产品价格走势，券商也会列出来。比如万华主营的MDI（一种化工品原料）：

图 13：2013-2020 年全球 MDI 供需关系（万吨）



先来说说它的整体供需，按照经济学理论，供需决定价格嘛。这里一看2013年开始都是供大于求，而且预计2018、2019也是这样。所以券商得到一个MDI价格下行周期的结论，之前的MDI价格也在一路下滑。

但这个判断在2016年发生了改变，一方面油价攀升，一方面很多不可抗因素同时发生，包括设备老化、自然灾害等：

表 2：2016-2017 全球 MDI 不可抗力事件统计

企业	装置	产能	开始时间	结束时间	时长/天	不可抗因素
万华	匈牙利	30	2017/8/14	2017/8/22	8	原材料供应商遭遇技术问题
	烟台	60	2016/9/20	2016/11/24	65	一个 12 立方米粗 M 产品中间缓冲罐发生爆裂，造成 8 名工作人员受伤，抢救无效死亡 4 人。
	宁波	120	2016/8/15			由于 G20 会议临近，政府实行化工限产政策，国内最大的万华宁波 MDI 装置被迫减产
巴斯夫	重庆	40	2017/12/12			合成气供应商的天然气管道供应短缺，具体重启时间待定。
			2017/6/13	2017/6/14	1	空气压缩机突发故障导致 MDI 装置停车
			2017/2/27	2017/3/30	31	原料合成气供应商设备出现问题，据了解装置关停时间至少长达一个月。但是相关消息并未得到厂家官方的认证。
	韩国	25	2017/8/10			韩国丽水的 GS-Caltex 炼油厂发生火灾，导致对锦湖三井，

不同的问题对应着不同的产能调整，供给少了，需求还在，价格就容易向上抬升。

谈完行业整体，再看MDI细分的需求和它们分别的增速：

图 16：国内聚合 MDI 下游需求分布

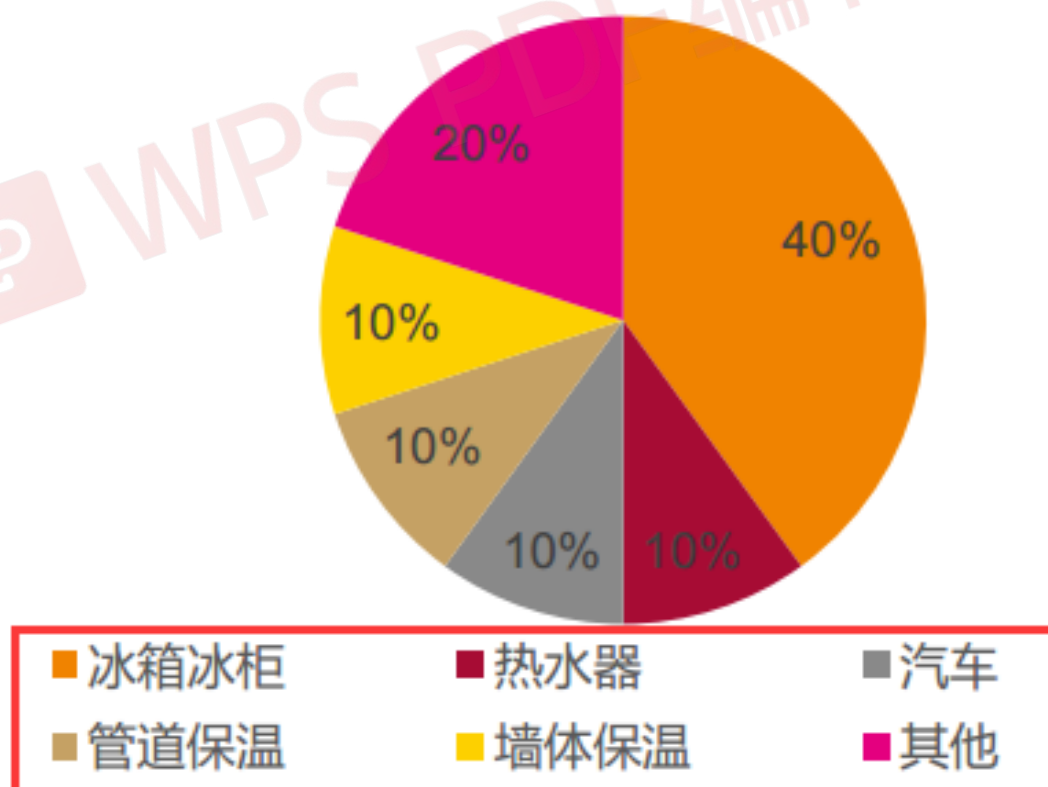
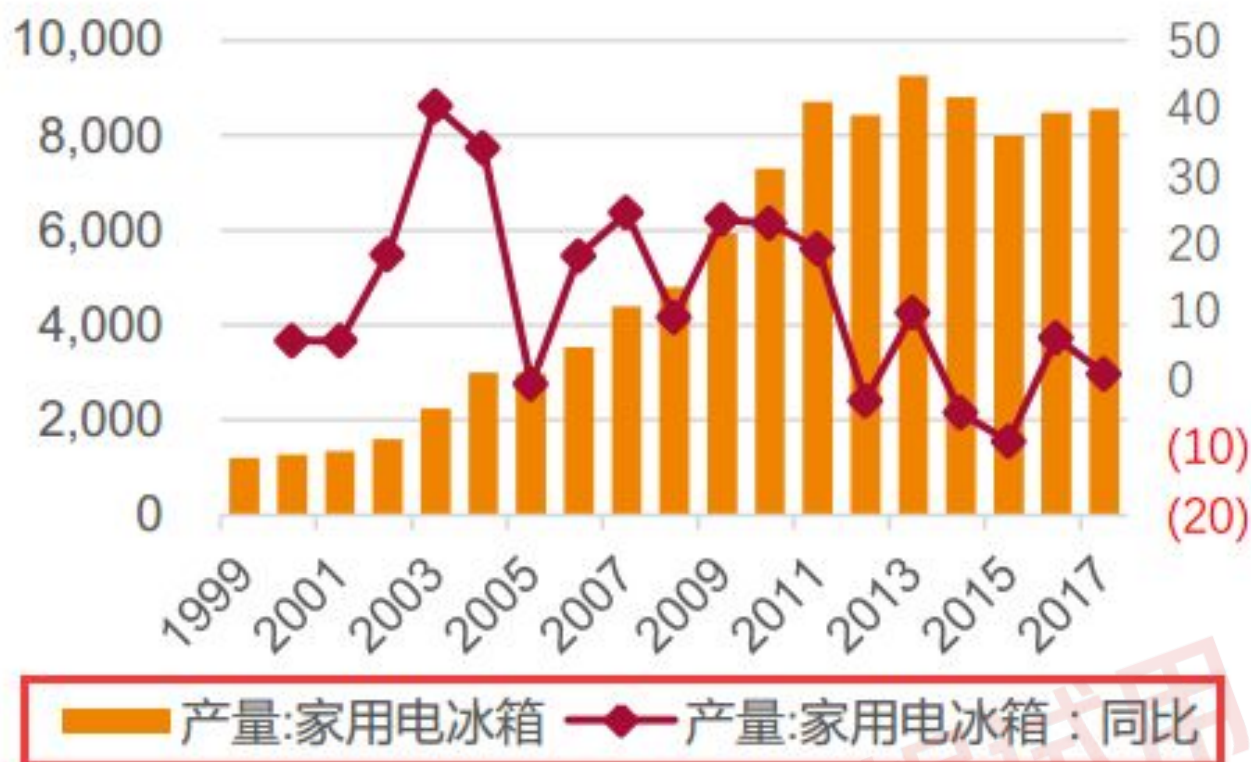


图 18：国内家电产量及增速（万台）



券商能做到这个程度已经比较细致了。有了每个细分需求的预期增长，也就有了整体需求的总增长。

然后再分析一下其他生产MDI的公司（同行对手）供给如何：

表 3：目前全球 MDI 各厂商 2021 年前扩产计划

公司	地点	目前产能	新增产能	投产时间
万华化学	烟台	60	50	2019 年
万华化学	美国路易斯安纳	0	40	2020 年
科思创	德国布鲁斯特	20	20	2019 年
科思创	中国上海漕泾	50	10	2021 年
科思创	西班牙 Tarragona	17	5	2020 年
巴斯夫	美国路易斯安纳	30	30	2020 年
合计			155	

供给越多价格就容易跌，如果这些同行扩产不顺利，而万华自己顺利投产，自然是再好不过了。

分析完行业，再看万华自己的实力呢？这里预估了万华的生产成本：

配套，MDI 原料主要是苯胺，公司苯胺 90%以上自行配套，2012-2017 年苯胺-纯苯平均价差为 2700 元/吨，目前已扩大至 6400 元/吨，公司自配套苯胺成本优势显著。我们预计稳态情况下，苯胺配套能为公司至少**节约 500 元/吨**。**2) 规模效应**，公司单位投资成本仅为竞争对手的 67%，按照 14 年折旧，每年仅折旧就能**节省 500 元/吨**。另外装置规模放大后，对物料、能源的消耗会有所降低，预计能有几百元的成本节约。

加一起比同行业低1000元/吨，说明有一定的竞争优势。

万华自己还要做其他产品的扩产，这里给了TDI、乙醚和乙烯（都是化工品）的增产项目：

3.3. 做大 TDI 和聚醚，继续扩张聚氨酯业务版图

MDI、TDI 和聚醚均为聚氨酯的原材料，万华将 MDI 做大做强后，近几年在加大培育 TDI 和聚醚业务：**1) TDI**：BC 公司目前拥有 25 万吨 TDI 产能，上市公司目前正投建 30 万吨 TDI 产能，未来万华化学 TDI 产能将达 60 万吨，规模位居全球第一，市场份额高达 20%；**2) 聚醚**：公司 30 万吨聚醚多元醇项目 2014 年已建设完成。通过布局 TDI 和聚醚，公司能够实现聚氨酯业务板块的横向延伸，相关多元化布局下，凭借 MDI 耕耘多年积累的技术经验、成本控制能力、营销网络和对下游客户的理解，未来能够在产品间实现资源的协同和联动。

4. 石化项目奠定发展基石，新材料驱动公司持续增长

4.1. 乙烯项目 2020 年投产，LPG 路线成本优势显著

4.1.1. 100 万吨乙烯项目正报批，未来产业链配套更加均衡

公司 100 万吨乙烯项目正在报批，累计投资约 175 亿，如果今年报批顺利，按照 3 年建设周期，预计将于 2020 年投产。按规划每年消耗 216 万吨丙烷，具备 100 万吨乙烯产能、51.6 万吨丙烯产能，5 万吨丁二烯产能，下游配套 40 万吨 PVC、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE 产能。项目投产后，PVC 产能可消耗园区多余的盐酸，为园区稳定开工提供有力保障，同时环氧乙烷可为聚醚多元醇提供原料。

那么计算未来业绩的时候，这块也得计算进去。后面还有对这几块扩产项目的供需和成本分析，内容与之前MDI的分析思路类似，就不做过多介绍了。

除了这些公司产能相关的内容，近期公司的重大事项，券商也要分析到，比如万华近期要把集团整体放到万华化学这个股票里，那么这个股票背后代表的公司就和之前不同了，券商在这里做了详尽的分析：

表 5：资产重组前后各项指标对比

	2018.6.3	重组后	变动值	变动比例
上市公司 2017 归母净利：亿	111.4	157.8	46.5	41.7%
股价（假设维持停牌时价格不变）：元/股	36.4	36.4		
总股本：亿股	27.3	31.4	4.06	14.8%
上市公司市值	996.3	1143.9	147.6	14.8%
PE(对应 2017 年利润)	8.9	7.2	-1.7	-19.0%
EPS	4.1	5.0	1.0	23.4%

这么看下来，主要的业绩预测方式：看公司主营产品的未来（供需、价格），再看以后要拓展的项目前景（还是供需、价格），看自身的竞争力（考虑之前说过的波特五力），以及公司是否有重大变化。因为万华的产品较为单一，所有产品都在石化、聚氨酯这个产业链上，只需要搞懂供需就好。

像是电子消费产品，更新换代极快，会对老产品产生毁灭性打击（例如诺基亚为代表的功能机，短时间就把王位让给了智能机）；或者科技迭代，之前的预测很有可能都会失效，比如现在谁能把电池的储能瓶颈大幅度突破，不光是业绩变好，可以说是造福人类了。

最后，研究详细一些的券商，会给出【假设】，来证明自己的预测：

表 6：盈利预测与假设

亿元	2018 年	2019 年	2020 年
总销量：万吨	151	167	183
MDI 净利（含少数股东权益）	115	127	126
万华 mdi 平均价格	22163	22163	21000
万华 MDI 吨净利	7579	7579	6879
万华 MDI 吨完全成本：不含税	9876	9876	9876
石化净利	14	16	18
新材料净利	10	13.5	18.2

比如这里研究员给出了MDI、石化业务和新材料业务的净利假设。

整体看下来，券商研究员就是这么一步步的去做业绩预测，从读者的角度比较好理解。至于预测的好坏，一方面要看分析部分，论据是否能支撑论点，参加过训练营的学员肯定知道这一步的重要性。如果只是胡乱摆一堆图而不做说明，肯定不是什么好研报。

另一方面，做再多充分的调研，现实仍有可能不像预期那样发展，这一定是无法避免的情况。所以看研报的时候，【重逻辑而轻预测】，不用过多纠缠业绩增速多少。

2.【预期差距】

如果是国内的明星公司，跟踪的研究员络绎不绝，那么这些公司的一致预期相对还算比较靠谱。

相反地，如果国内这么多研究员都没注意到一家公司，那么这个公司大概率确实没什么基本面上的亮点，甚至有可能是潜在“雷股”。这个点提醒大家一定要注意，尤其是在国内券商研报没有做空，只有看多的情况下，如果一个上市公司长期没有券商cover，那么这个时候要谨慎了。

而一些冷门公司，或者当年热门现在冷下来的公司，预测业绩已经是老掉牙的数据了，这种盈利预测就不能用。

很多行情软件都有盈利预测的内容，汇总了对这支股票的所有预测信息。我们以同花顺为例：



这里就写着预测机构的数量和预测的业绩值、与同行业的对比（可以看出本公司相对于同业的规模大小），下方还有研究员什么时候做出的预测。预测机构数量少不可靠，老数据不可靠，这点切记切记。

相对于国内的年业绩预测，美股的研究员就更“玩命”一些了，每个季度都要做一次预测。我们以在国外股价早已风生水起的百度为例。百度2018年一季度营收209亿人民币，超出华尔街普遍预测的202亿元，股价在财报发布的4月27日时留了一个跳空高开的缺口：



开盘价高开了6.4%，这也侧面证明了，百度的业绩信息在财报发布前没有泄露——否则早就有异动。

最新的例子是Facebook，公司公布最新Q2业绩：收入增长42%，净利增长32%的成绩单。然后股价一夜跌去了19%，成交了300亿美元，蒸发了1200亿市值，差不多等于一个茅台了。

很多人困惑，明明业绩差不多啊，为什么股价跌这么夸张？

原因就在于，不仅当季的业绩增速下滑，对脸书来说相当于一个常年考90分以上的学生，突然交出了一份85分的成绩单。更可怕的是，它的首席财务官说，今年三四季度的增速将进一步下滑高个位数，接下去成绩还会变差，80分难保...

Our total revenue growth rate decelerated approximately 7 percentage points in Q2 compared to Q1.
Our total revenue growth rates will continue to decelerate in the second half of 2018, and we expect our revenue growth rates to decline by high single digit percentages from prior quarters sequentially in both Q3 and Q4.

在业绩的背后，脸书的活跃用户增长进一步放缓，在美国和欧洲甚至出现了下滑。不仅成绩在下降，学习的时间也在减少。这就是经典的戴维斯双杀！

股价体现的是对预期的反应，高于预期，涨。低于预期，跌。

A股现在正逐渐走向成熟，这样因预告快报或定期报告而产生的跳空高开只会越来越多，以后这种高开可就不仅仅是炒概念的现象了。

如果想获取超额利润（超出市场平均涨幅的利润），就得去抓住这些超预期的股票，比如之前提到从跌幅榜找“错杀”股票的方法，形成戴维斯双击（估值和业绩两个方向提振股价）。

当然，即使没有超预期，只拿着业绩上涨带来的股价上扬也不错。

这也是为什么在机构为主的股市，散户很不占优的原因：热门公司的一举一动都被机构紧紧咬住，股价也会短小时内调整到市场认可的价位，散户占不到丝毫“错杀”的便宜；而冷门股没有资金关注，成交量寥寥无几，散户进去了也没肉吃。

3. 【从未来看历史】

与美股不同的是，对于中国这个新兴市场而言，未来业绩预期，与之相匹配的增速，以及由增速带来的估值，正在处于一个【中枢下移】的阶段。

为什么会下移？最简单的就是看GDP增速，曾经两位数的辉煌未来很难见到，以后几年大概率在6%的增速上下浮动。这就导致，A股，特别是上证深证这些历史比较悠久的指数，成分股业绩增速放缓，估值也就同样下降了。

对于行业指数更是如此，房地产行业还能维持以前的高增速吗？二手房成交增多，城市化进程趋缓，买地盖楼模式转型地产服务，种种主营的变化，带来的是业绩增速与历史差异巨大。

我们之前提到的历史PE（也叫PE Band）或历史PB，对于判断高估或低估很有帮助。但考虑到行业或个股的发展历程，估值中枢随业绩增速的减缓而下移，千万别对着行业鼎盛时期的增速看估值，那样只会陷入到高增速的美梦之中。但估值中枢早已落了下来，低估区间同时下移了。

【知识延伸：投资思考】

券商研究员给出业绩预测，往往容易涉及【内幕交易】（注意不是内“部”消息，内部消息指的是已公开的公司内的信息）这种违法犯罪的活动。

这些行为，一部分是上市公司管理层向卖方研究员（券商养的研究员，向公众和客户发布研报）泄露了公司内部的重大信息，提前买好股票，卖方研究员再“推票”（把股票推荐给客户），抬高股价从中牟利的行为。

高管作为公司核心机密的直接接触者，其增减持行为受到交易所规定的约束，一切增减持行为都要进行公告。在特殊时间节点还要有更多的限制，例如深交所就规定，定期报告公布前30日不允许买卖本公司股票，快报预告前10日不允许买卖，重大事项（比如有并购、定增计划等）决策期间也不能买卖。一切都是为了让这些天然的“信息领先者”和其他投资者站在同一起跑线上。

高管自己和亲属不能买卖，所以就有了透露给研究员的牟利动机。卖方研究员由于能接触大量的公司机密，也不能买卖这些公司的股票。之前有研究员往微信群里“不小心”群发某公司的未来重大计划，被监管严肃调查。同时，群内其他成员纷纷退群并截图证明，就是为了俩字：避嫌。否则好不容易拿到的金饭碗，这么砸了太不值得。

卖方研究员如果做一些“草根调研”，是可以公开的。比如跑到公司厂房门口数数卡车数量，以预估生产进度和产能；或者去销售点看看人流量、棚户区看看拆迁状态、逛街的时候记录一下马路边的品牌有没有“消费升级”，这种公开而零散的信息，公布出来就无所谓了，如果写得好，市场还会觉得这个研究员有水平。

但如果是从上市公司那里拿到了什么未公开的行业信息，就只能自己写报告的时候用，千万别群发出来。

内幕消息令市场参与者深恶痛绝，但是A股股价提前异动，特别是收盘前突然抬拉，重大利好利空提前泄露的事情也屡见不鲜。诱惑太大，乱世须用重典才行。

【知识点总结】

1. 了解市场最重要的一致预期——盈利预测，研报中关于业绩预测应该怎么解读；
2. 预期差距是怎么一回事，会给股价带来什么影响；
3. 行业增速下滑带来估值中枢下移，对照历史时注意不要简单照搬高增速时期的估值

