



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

均衡配置、波段攻防

——2011年中期A股市场行业配置策略

策略研究团队

2011年6月16日

主要观点

◆ 市场特征判断

- 下半年市场区间震荡；市场估值窄幅波动；业绩增长窄幅波动

◆ 行业配置思路：估值位置/业绩弹性模型

- 总体上保持攻守均衡，并根据经济与市场波动进行攻防转换，波段操作；
- 估值位置和业绩弹性是我们判断行业攻守特性的重要因素
- 进攻选择：业绩弹性高、且低估值的行业
- 防守选择：业绩弹性小、且低估值的行业

◆ 当前的行业配置建议

- 煤炭、水泥、钢铁、银行、证券、纺织服装

内容提要

一、下半年市场特征及行业配置策略

二、估值位置/业绩弹性行业配置模型

三、行业盈利判断

四、当前的配置思路与结论

估值：缺乏大趋势，随通胀起伏波动

◆估值上下都缺乏大趋势

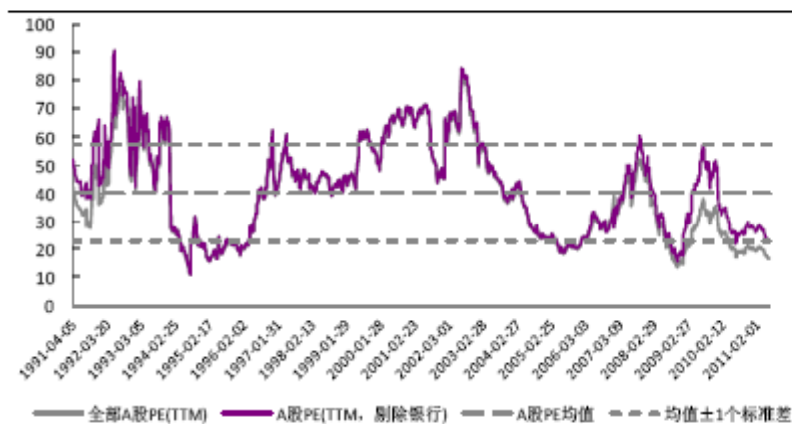
- 低于历史均值1倍标准差，下行空间有限
- 通胀将长期处于高位，上行空间也有限

◆下半年估值将随着通胀起伏而波动

- 在通胀出现回落时，估值将有小幅的回升
- 但通胀随之的快速反弹也会制约估值上升的幅度与时间

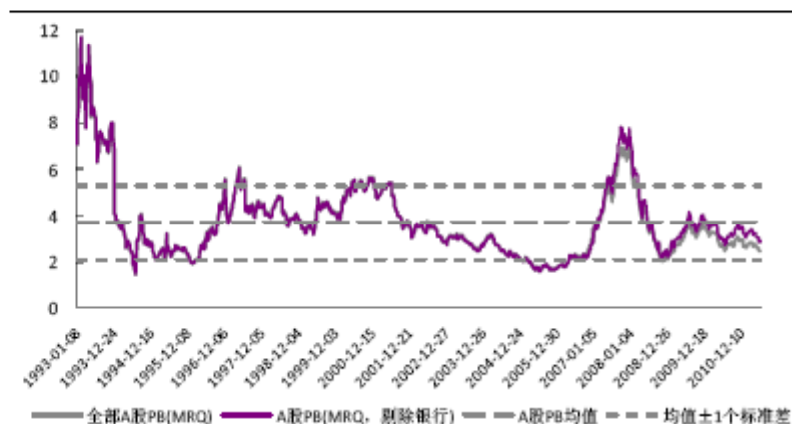
估值：下行空间有限

A股市场估值 PE 16.8 倍



数据来源: Wind, 光大证券

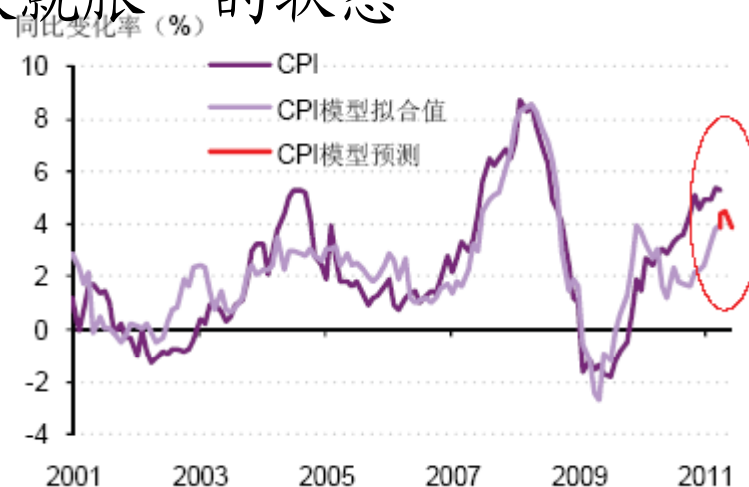
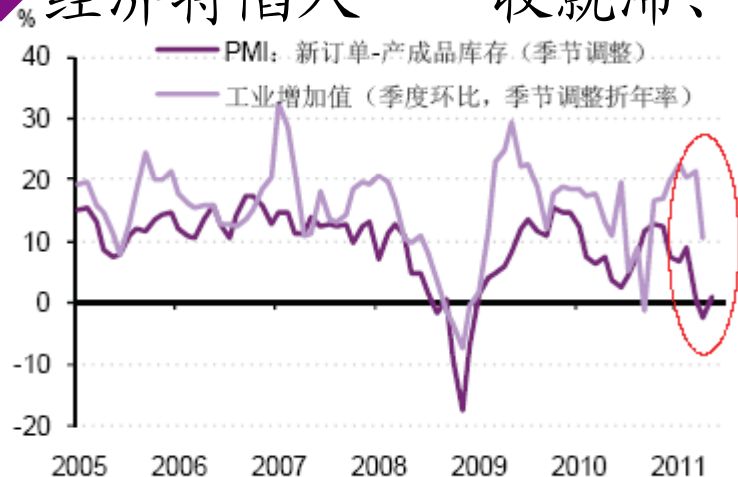
A股市场估值 PB 2.44 倍



数据来源: Wind, 光大证券

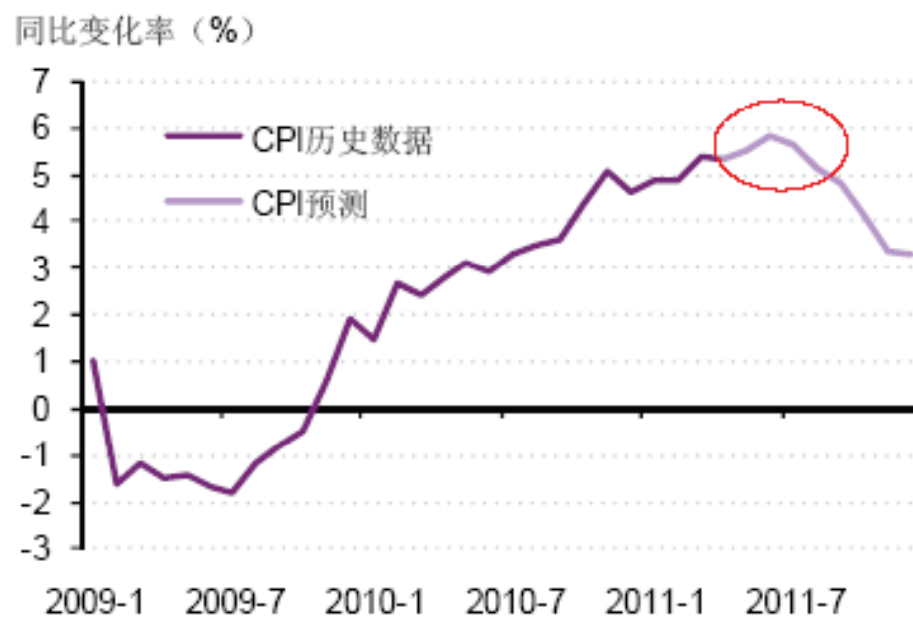
估值：上行空间受“高通胀”的约束

- ◆ 经济潜在增长率下降带来的问题：较低的增长就能带来较高的通胀
- ◆ 在政府进一步调低经济增长目标前，“高通胀”将成为常态
- ◆ 经济将陷入“一收就滞、一放就胀”的状态



资料来源：CEIC，光大证券研究所

估值：下半年将迎来一波反弹



数据来源：CEIC，光大证券

业绩：工业企业盈利的大趋势与小周期

- ◆ 宏观经济在寻找到新的内生动力之前，没有大趋势；只是在政策作用下存在小周期
- ◆ 工业企业盈利与宏观经济高度相关，也缺乏大趋势，但存在小周期

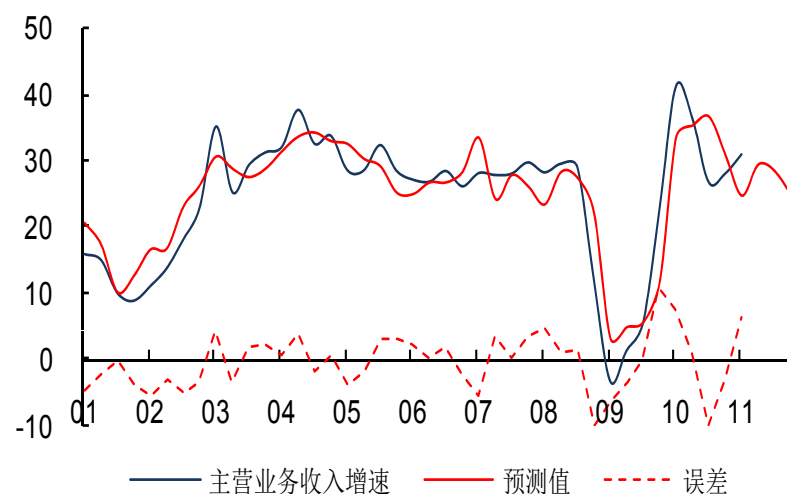


业绩：银行业绩的思辨

- ◆ 长期增长来源有限，资产规模受到经济发展模式和资本的约束，息差已处于保护之下，中间业务贡献小且占比已经不小。
- ◆ 资产质量问题也是困扰银行盈利的长期问题
- ◆ 从今年来看，我们认为银行盈利仍然能保持平稳快速的的增长。

业绩：下半年盈利的小周期

- ◆企业盈利目前面临收入和毛利率的双杀，但最坏的时间可能已经过去
- ◆下半年企业盈利存在小幅回升的可能



资料来源：WIND，光大证券研究所

市场特征：小趋势震荡市

- ◆ 业绩与估值都呈窄幅波动特征
- ◆ 市场整体为小趋势震荡市，没有大趋势机会
- ◆ 板块与行业也缺乏持续性的大机会，3个月以上的持续行情就是很长的了

行业配置策略：均衡配置、波段攻防

- ◆ 从战略上看，不应缘木求鱼，执着于寻找年度大趋势可能带来不佳的表现
- ◆ 从策略上看，总体上需保持均衡的行业配置，进攻与防守应“执两端”。
- ◆ 从操作上看，应注重波段操作，否则缺乏操作空间。

板块选择：低估值行业

- ◆ 市场的防御性来自于低估值，在行业选择来说，低估值的行业仍然更具有防御性
- ◆ 在通胀回落的过程中，估值存在反弹的机会，低估值的行业比高估值的行业更具优势
- ◆ 高估值行业的估值下跌时弹性很大，在跌到合理水平前向上的弹性还是不足

板块选择：高业绩弹性VS低业绩弹性

- ◆从防御的角度来看，低业绩弹性行业的防御性要更强。由于目前经济已经处于下滑小周期的尾声，高业绩弹性行业也没那么恐怖了。
- ◆从进攻的角度来看，高业绩弹性行业的进攻性要更强。在经济进入上升小周期的时候，高业绩弹性行业的盈利将表现出更强的增长。

内容提要

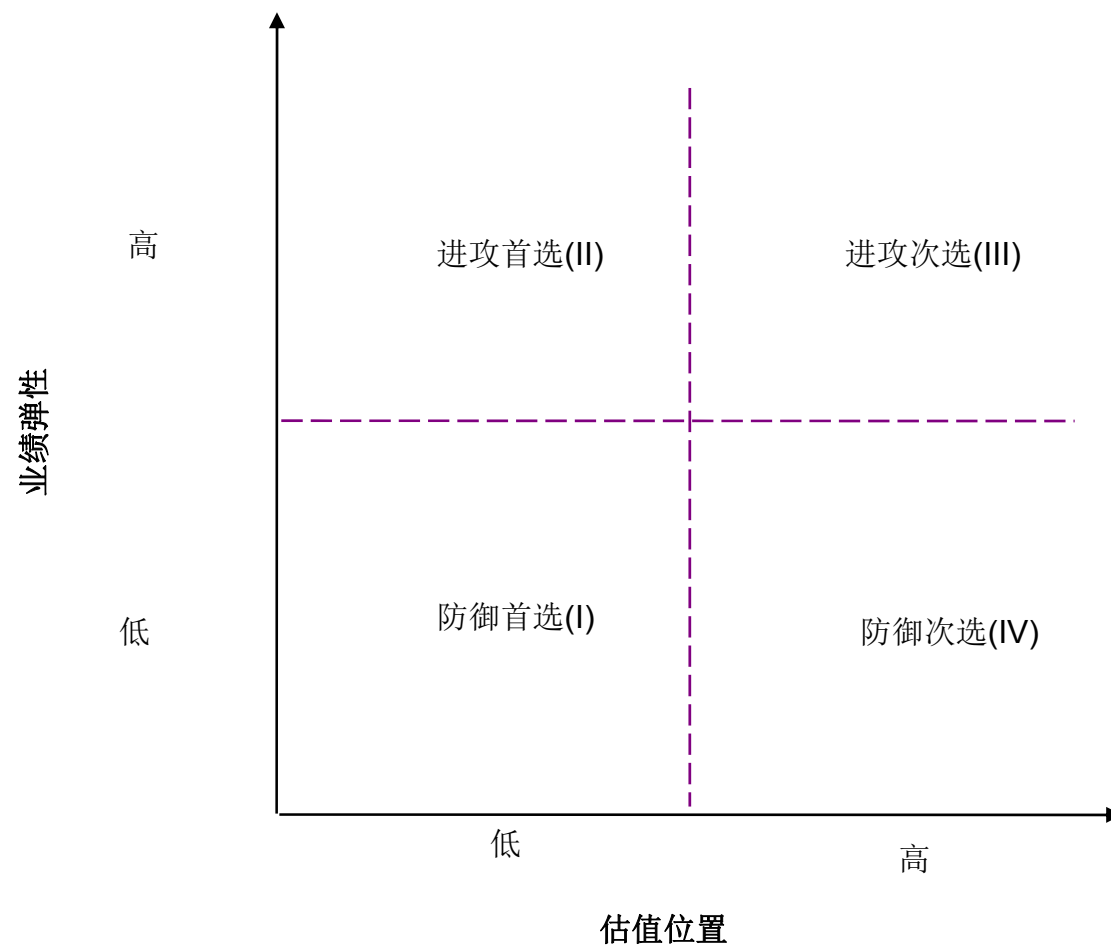
一、下半年市场特征及行业配置策略

二、估值位置/业绩弹性行业配置模型

三、行业盈利判断

四、当前的配置思路与结论

行业配置模型：估值位置/业绩弹性模型

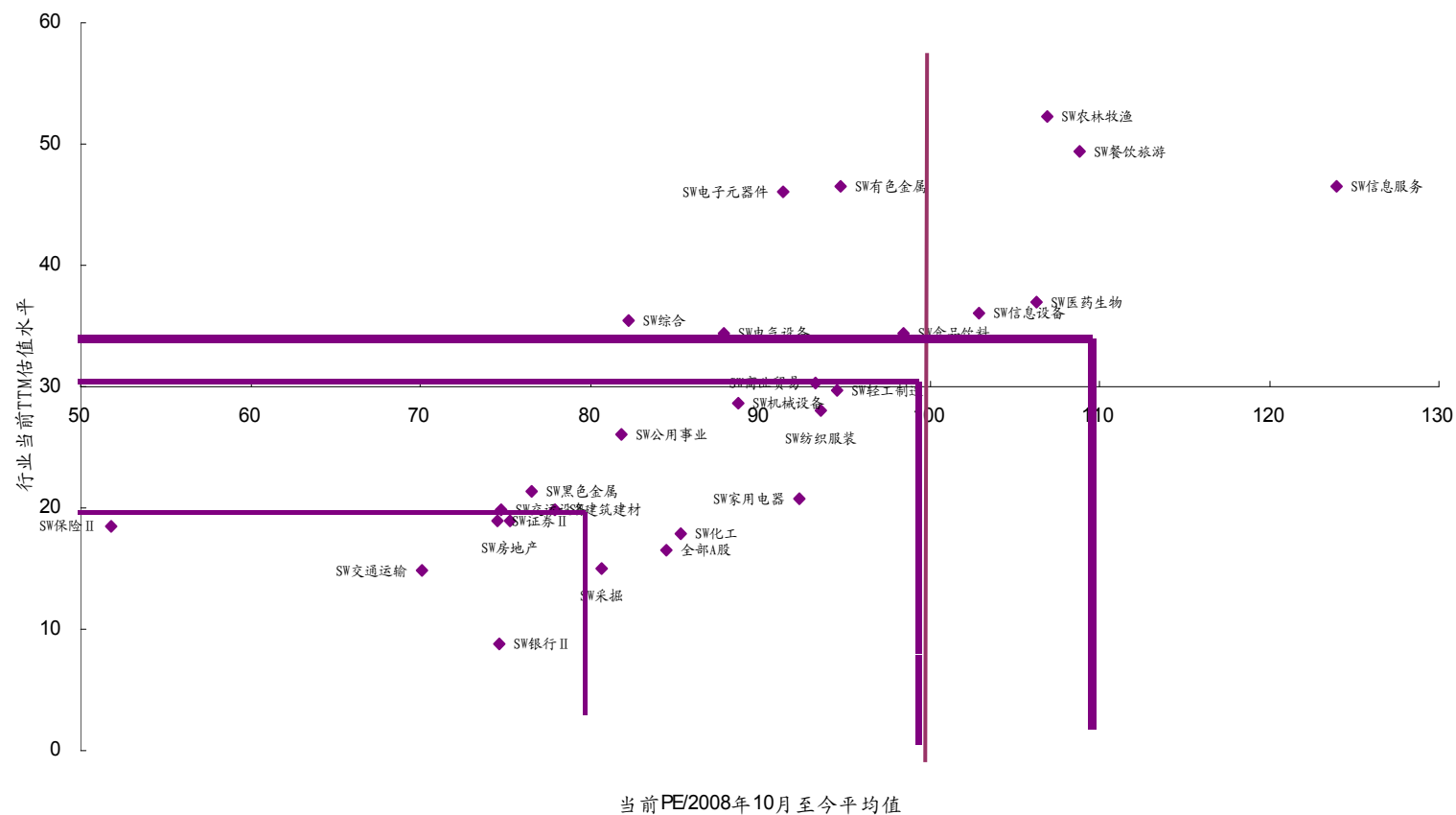


根据经济周期和市场周期进行攻守转换

- ◆ 总体上维持攻守平衡的行业配置，在I和II之间均衡配置
- ◆ 当市场处于震荡区间底部区域时，应偏向于进攻，加大II的配置
- ◆ 当市场处于震荡区间顶部区域时，应偏向于防守，加大I的配置

估值位置：绝对/相对估值平面

各行业估值水平在历史区间中所处位置



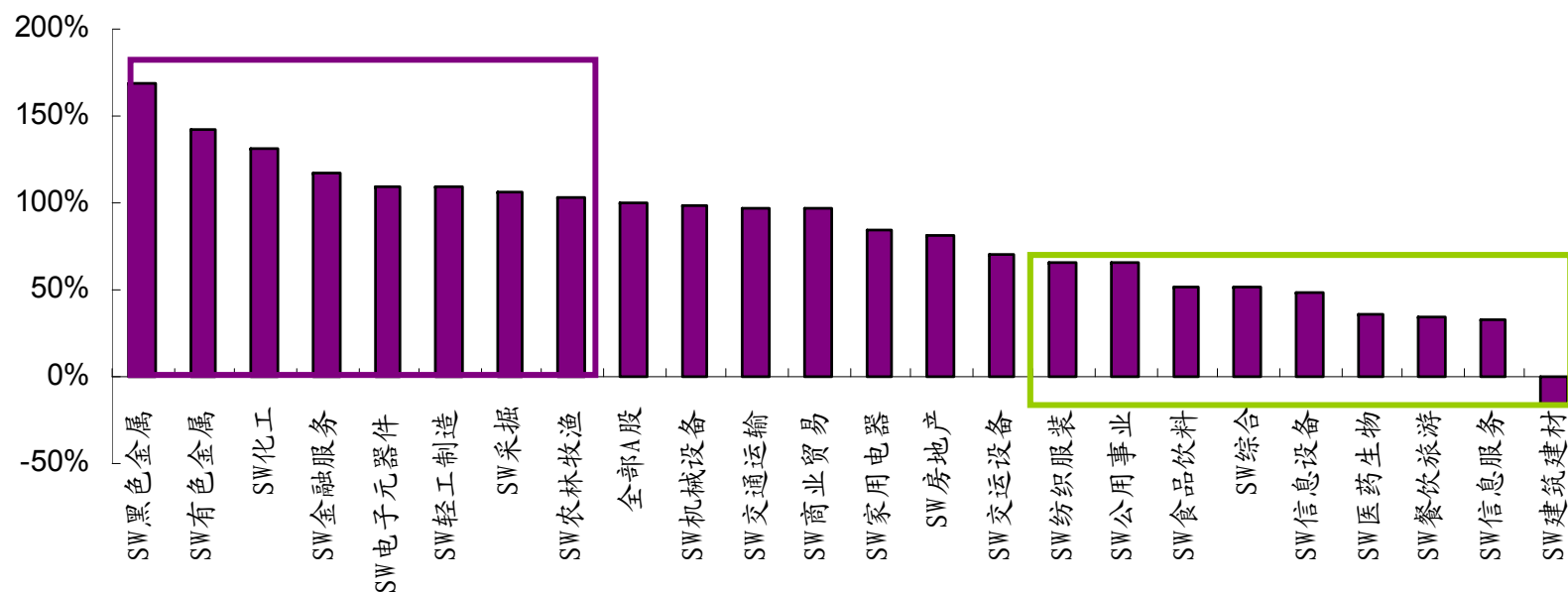
资料来源：Wind，光大证券研究所

估值位置：两组低估行业+1组轻度高估行业

- ◆ 最低估：TTM PE在20倍以下，相对估值80%以下
 - 银行、交运、保险、地产、证券、建筑建材、交运设备
- ◆ 中等低估：TTM PE在20-30倍，相对估值80-100%
 - 家电、采掘、黑色金属、公用事业、纺织服装、机械设备、轻工制造
- ◆ 轻度高估：TTM PE在30-35倍，相对估值在100-110%
 - 商贸、食品饮料

收入弹性：周期与非周期非常明显

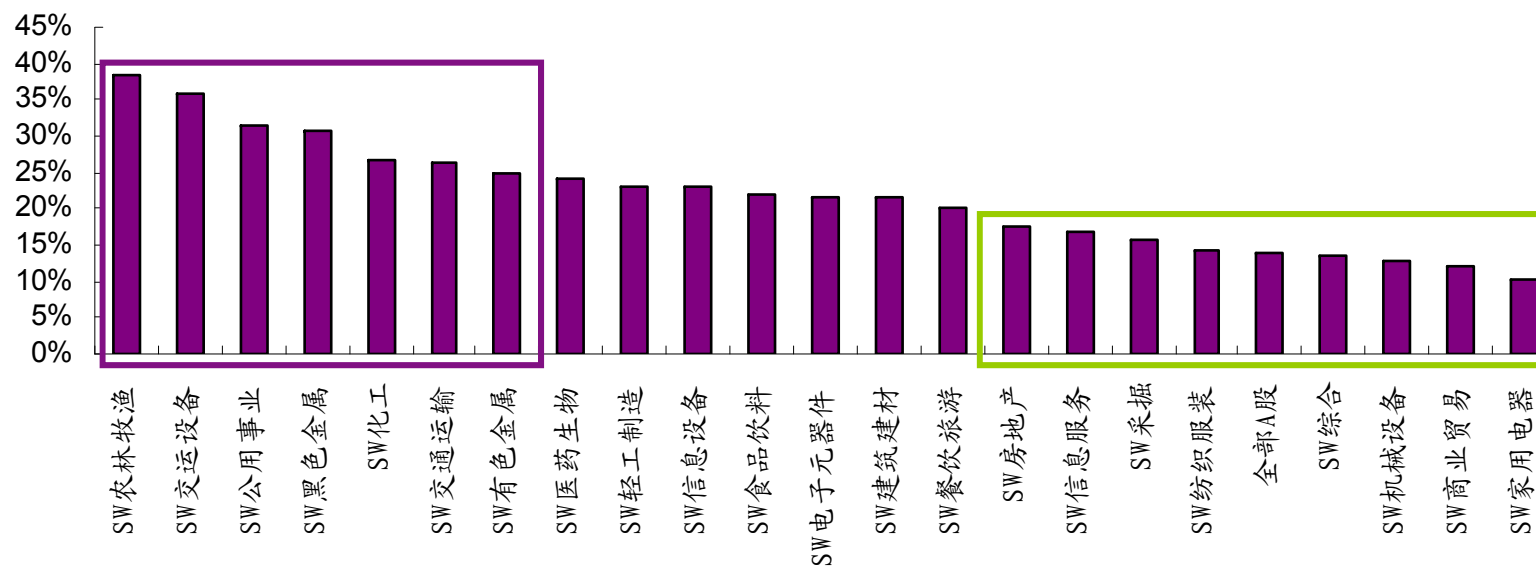
各行业收入弹性



资料来源：Wind，光大证券研究所

毛利率波动性：周期与非周期较为明显

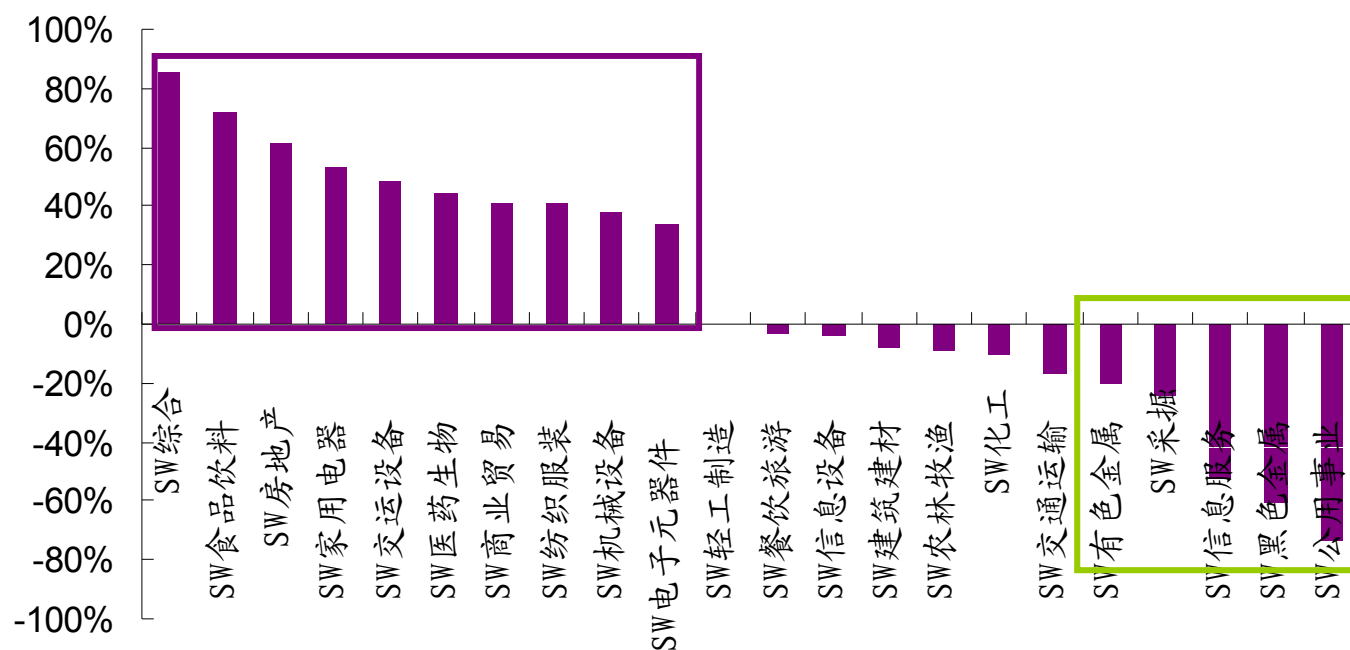
各行业毛利率标准差/均值



资料来源：Wind，光大证券研究所

净利率弹性：净利率在历史中的位置

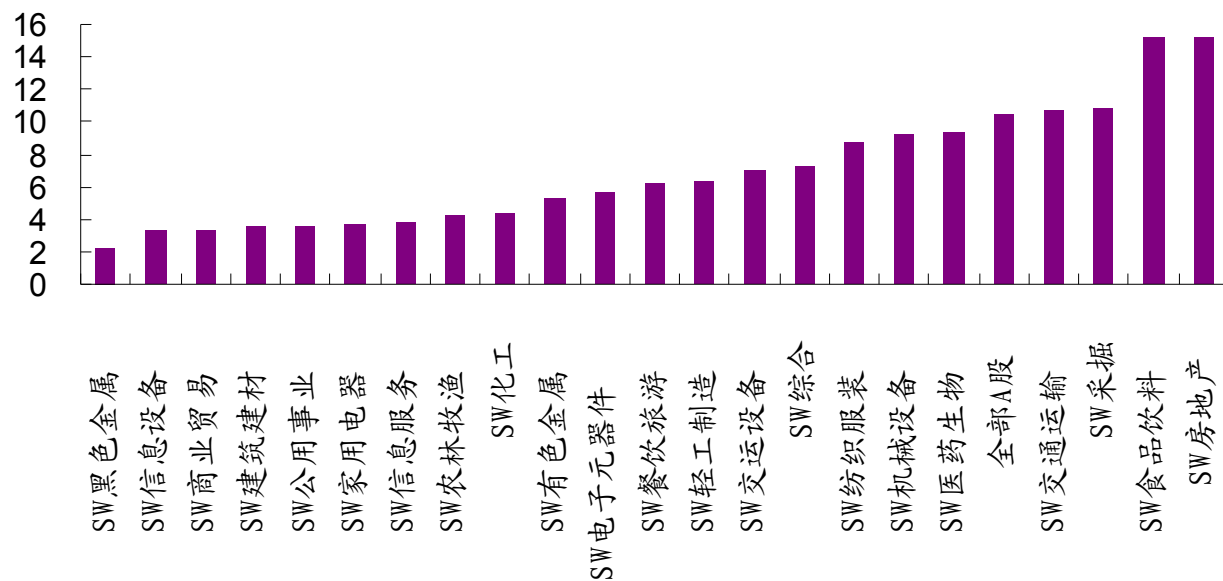
图表：各行业当前毛利率超出历史均值的水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

净利率弹性：净利率绝对水平

图表：各行业绝对净利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

业绩弹性：三个维度选择判断弹性

◆ 收入弹性

- 高弹性：黑色、有色、化工、电子、采掘、农业
- 低弹性：信息、餐饮旅游、信息、医药、食品饮料、纺织服装

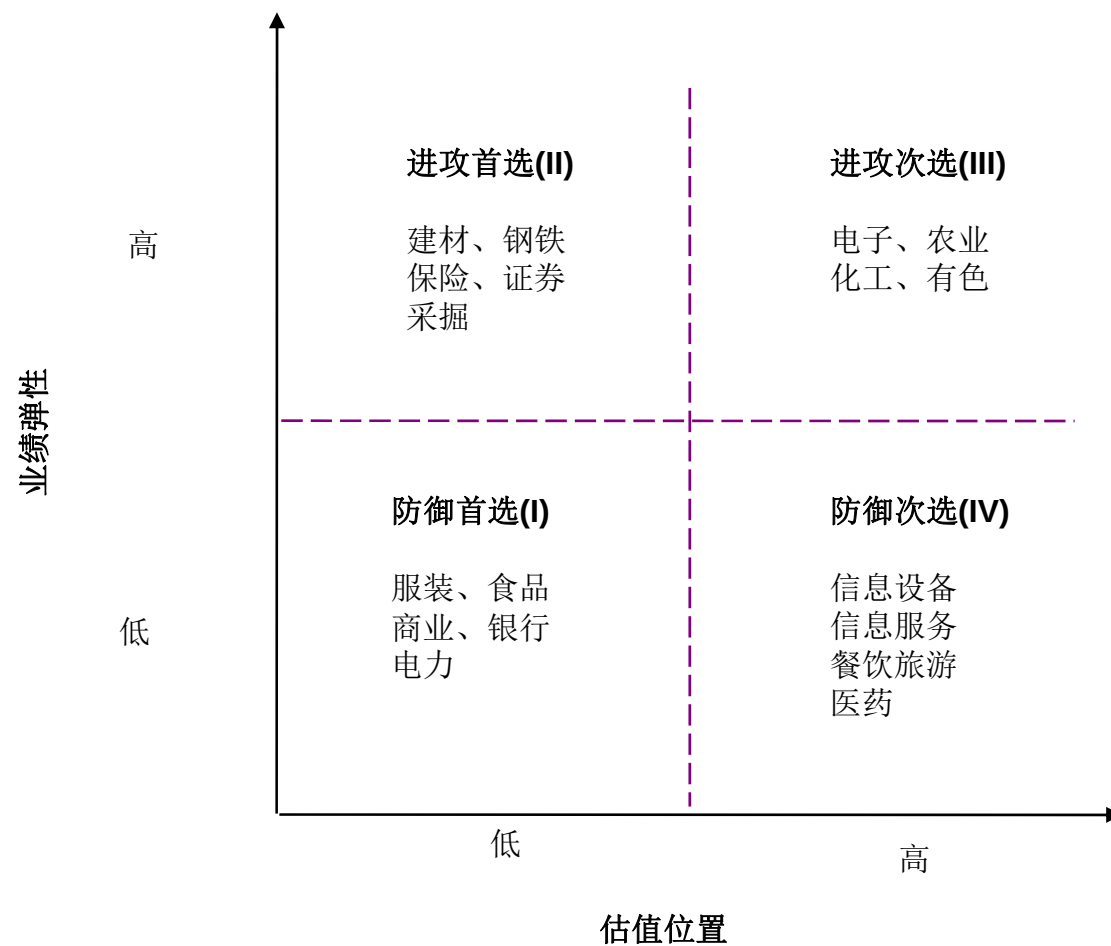
◆ 毛利率波动性

- 高波动性：农业、公用事业、汽车、钢铁、化工、交运、有色
- 低波动性：商贸、纺织服装、电子、食品饮料、家电、机械

◆ 净利率位置

- 高位：食品饮料、地产、家电、汽车、医药、商业
- 低位：公用事业、钢铁、信息服务、采掘、有色

行业配置模型



内容提要

一、下半年市场特征及行业配置思路

二、估值位置/业绩弹性行业配置模型

三、行业盈利判断

四、当前的配置思路与结论

主要经济假设

◆采取光大宏观团队的基准预测

- 条件：通胀年中见顶，上半年增长温和放缓
- 政策：决策者在下半年主动放松抗通胀政策
- 结果：经济增长在下半年重拾升势

盈利调整的主要因素

◆ 宏观经济假设与前提

- 通胀见顶的时间点和幅度都好于我们先前的预期
- 当前经济的下滑幅度大于我们的预期，但随后的恢复较快

◆ 1季度盈利数据

- 稳定类行业收入增速和毛利率的表现超出我们先前的预期，调高了稳定类行业的盈利增速
- 周期类行业1季度的盈利数据分化，建材、有色等行业超预期，主要表现为毛利率超预期；而钢铁、化工、电力则低于预期；机械基本符合预期

◆ 2季度经营情况

- 稳定类行业增速从1季度的低点回升明显
- 周期性行业下滑的范围扩大，机械、钢铁、化工都表现出疲态，电力和汽车的情况也不佳

小幅调低了2011年上市公司的盈利预测

板块名称	2008	2009	2010	2011E调整后	2011E调整前	调整幅度
全体上市公司净利润	9,387	11,879	16,553	20,342	20,519	-0.86%
	-13.75%	26.55%	39.35%	22.89%	23.96%	
金融地产	4,975	6,528	8,462	10,518	10,535	-0.15%
YOY	6.71%	31.23%	29.63%	24.30%	24.49%	
SW银行 II	4,341	5,132	6,851	8,780	8,819	-0.44%
YOY	28.99%	18.22%	33.48%	28.17%	28.73%	
工业	3,740	4,498	6,546	8,057	8,149	-1.12%
	-23.79%	20.26%	45.52%	23.09%	24.49%	
SW采掘	1,947	1,721	2,333	2,716	2,670	1.74%
YOY	4.79%	-11.61%	35.55%	16.45%	14.46%	
SW化工	362	826	1,085	1,378	1,526	-9.71%
	-56.26%	128.24%	31.43%	27.00%	40.66%	
SW黑色金属	244	107	311	403	420	-3.97%
	-56.76%	-56.39%	191.81%	29.71%	35.07%	
SW建筑建材	69	115	182	277	236	17.64%
	-0.34%	54.96%	58.18%	52.47%	29.60%	
SW机械设备	343	424	606	770	846	-9.01%
	-5.00%	23.53%	42.98%	27.11%	39.69%	
SW交运设备	195	369	621	698	744	-6.14%
	-30.91%	-30.91%	-30.91%	12.50%	19.86%	
其他行业	672	852	1,544	1,766	1,835	-3.75%
	-48.84%	26.91%	81.17%	14.35%	18.81%	
SW公用事业	-10	266	316	303	389	-22.25%
	-106.68%	2153.24%	18.67%	-4.29%	23.10%	
SW交通运输	219	242	808	925	941	-1.76%
	-70.81%	9.69%	233.99%	14.51%	16.56%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

券

调高了主要稳定类和部分周期类行业的盈利预测

板块名称	2006	2007	2008	2009	2010	2011E调整后	2011E调整前	调整幅度
SW纺织服装	25	74	50	83	121	160	114	41.31%
	78.34%	189.58%	-32.57%	67.95%	45.14%	32.56%	-6.19%	
SW食品饮料	67	107	101	195	253	342	294	16.45%
	52.85%	59.72%	-5.51%	92.79%	29.39%	35.34%	16.22%	
SW商业贸易	71	122	123	147	198	265	232	14.15%
	94.54%	73.72%	-8.61%	13.91%	34.47%	34.24%	17.59%	
SW电子元器件	2	58	-3	-2	68	86	78	10.13%
	-108.45%	3332.96%	-105.23%	-31.70%	6682.36%	25.81%	14.24%	
SW建筑建材	36	69	69	115	182	277	236	17.64%
	137.37%	92.01%	-0.34%	54.96%	58.18%	52.47%	29.60%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

与一致预期预测的主要差异

板块名称	2008	2009	2010	2011E调整后	2011E 一致预期	与一致预期的差异
全体上市公司净利润	-13.75%	26.55%	39.35%	22.89%	24.73%	-1.84%
金融地产	6.71%	31.23%	29.63%	24.30%	25.98%	-1.68%
SW银行 II	28.99%	18.22%	33.48%	28.17%	23.32%	4.85%
工业	-23.79%	20.26%	45.52%	23.09%	29.81%	-6.72%
SW采掘	4.79%	-11.61%	35.55%	16.45%	16.57%	-0.12%
SW化工	-56.26%	128.24%	31.43%	27.00%	21.05%	5.95%
SW黑色金属	-56.76%	-56.39%	191.81%	29.71%	35.60%	-5.89%
SW建筑建材	-0.34%	54.96%	58.18%	52.47%	45.29%	7.18%
SW机械设备	-5.00%	23.53%	42.98%	27.11%	43.84%	-16.73%
SW交运设备	-30.91%	-30.91%	-30.91%	12.50%	34.34%	-21.84%
其他行业	-48.84%	26.91%	81.17%	14.35%	17.30%	-2.96%
SW公用事业	-106.68%	2153.24%	18.67%	-4.29%	13.48%	-17.77%
SW交通运输	-70.81%	9.69%	233.99%	14.51%	1.01%	13.50%

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

一致预期调整的滞后

与行业业绩调整与总市值涨幅 算法：朝阳永续一致预期 统计周期：2011-03-01 ~ 2011-5-30

行业名称	样本数	报告覆盖 样本数	净利润	净利润占比	2011(E) 净利润同比	净利变化率	PEI变化率	总市值涨幅	流通市值占比
综合	300	295	17,762	100.00%	24.60%	2.26%	2.26%	-5.78%	100.00%
餐饮旅游	3	3	12	0.07%	75.49%	9.01%	9.01%	-17.81%	0.22%
金融服务	1	1	7	0.04%	62.57%	6.39%	6.39%	-23.06%	0.04%
家用电器	35	34	9,528	53.64%	23.25%	5.63%	5.63%	0.74%	32.41%
建筑建材	6	6	139	0.78%	29.25%	3.49%	3.23%	-5.38%	1.36%
轻工制造	15	15	672	3.78%	44.88%	2.72%	2.72%	-14.31%	3.75%
有色金属	1	1	8	0.04%	14.29%	2.07%	2.07%	-13.84%	0.06%
交运设备	24	24	351	1.97%	74.98%	1.75%	1.75%	-14.72%	5.49%
机械设备	21	21	586	3.30%	34.28%	1.32%	1.32%	-19.88%	3.43%
化工	24	24	489	2.75%	42.36%	1.06%	1.06%	-21.15%	4.04%
采掘	13	12	932	5.25%	20.24%	-0.17%	-0.17%	-4.98%	5.63%
信息设备	21	21	2,543	14.32%	16.51%	-0.76%	-0.76%	-2.56%	20.35%
食品饮料	5	4	69	0.39%	28.28%	-0.95%	-0.95%	-20.75%	0.84%
黑色金属	13	13	290	1.63%	48.88%	-1.31%	-1.31%	-0.09%	4.18%
公用事业	11	11	321	1.81%	34.95%	-1.48%	-1.48%	-2.92%	2.27%
房地产	11	11	199	1.12%	13.59%	-2.07%	-2.07%	-7.01%	1.41%
商业贸易	26	26	502	2.82%	37.89%	-2.94%	-2.94%	-7.03%	3.30%
医药生物	8	8	124	0.70%	37.03%	-4.50%	-4.50%	-13.44%	1.54%
交通运输	20	20	189	1.06%	28.50%	-6.39%	-6.39%	-17.23%	2.53%
电子元器件	23	22	667	3.75%	1.11%	-9.02%	-9.02%	-13.43%	4.48%
农林牧渔	3	3	18	0.10%	273.41%	-9.11%	-9.11%	-13.79%	0.25%
纺织服装	6	6	32	0.18%	97.79%	-12.33%	-12.33%	-15.21%	0.56%
信息服务	2	1	24	0.14%	-11.18%	-13.29%	-13.29%	-10.98%	0.20%
	8	8	63	0.36%	46.75%	-17.32%	-17.32%	-10.96%	1.67%

资料来源：Wind，光大证券研究所

EVERBRIGHT SECURITIES

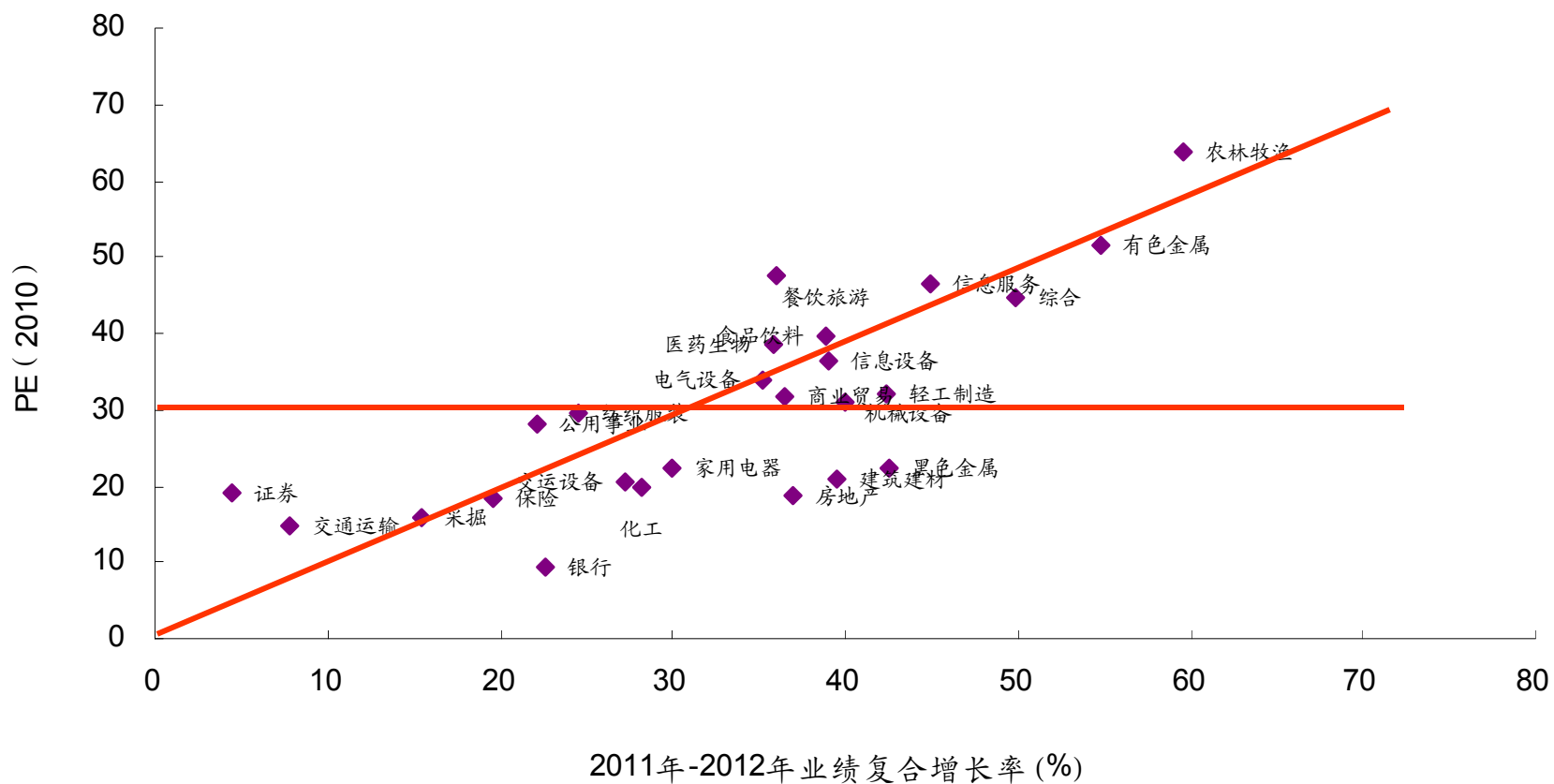
券

行业盈利判断面临的风险

- ◆ 主要的风险来自周期类行业；稳定类行业的盈利目前看不出有大幅调整的需要。
- ◆ 在悲观经济假设下，周期性盈利判断有进一步下调的风险，初步预计有10-15个百分点的下调空间，最可怕的是来自毛利率的下调和银行不良资产的影响。
- ◆ 在乐观经济假设下，周期性行业面临上调风险，但主要来自工业类，上调空间在5%左右。

行业盈利估值平面

各行业估值及业绩增长



资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

内容提要

一、下半年市场特征及行业配置思路

二、估值位置/业绩弹性行业配置模型

三、行业盈利判断

四、当前的配置思路与结论

当前的行业配置结论

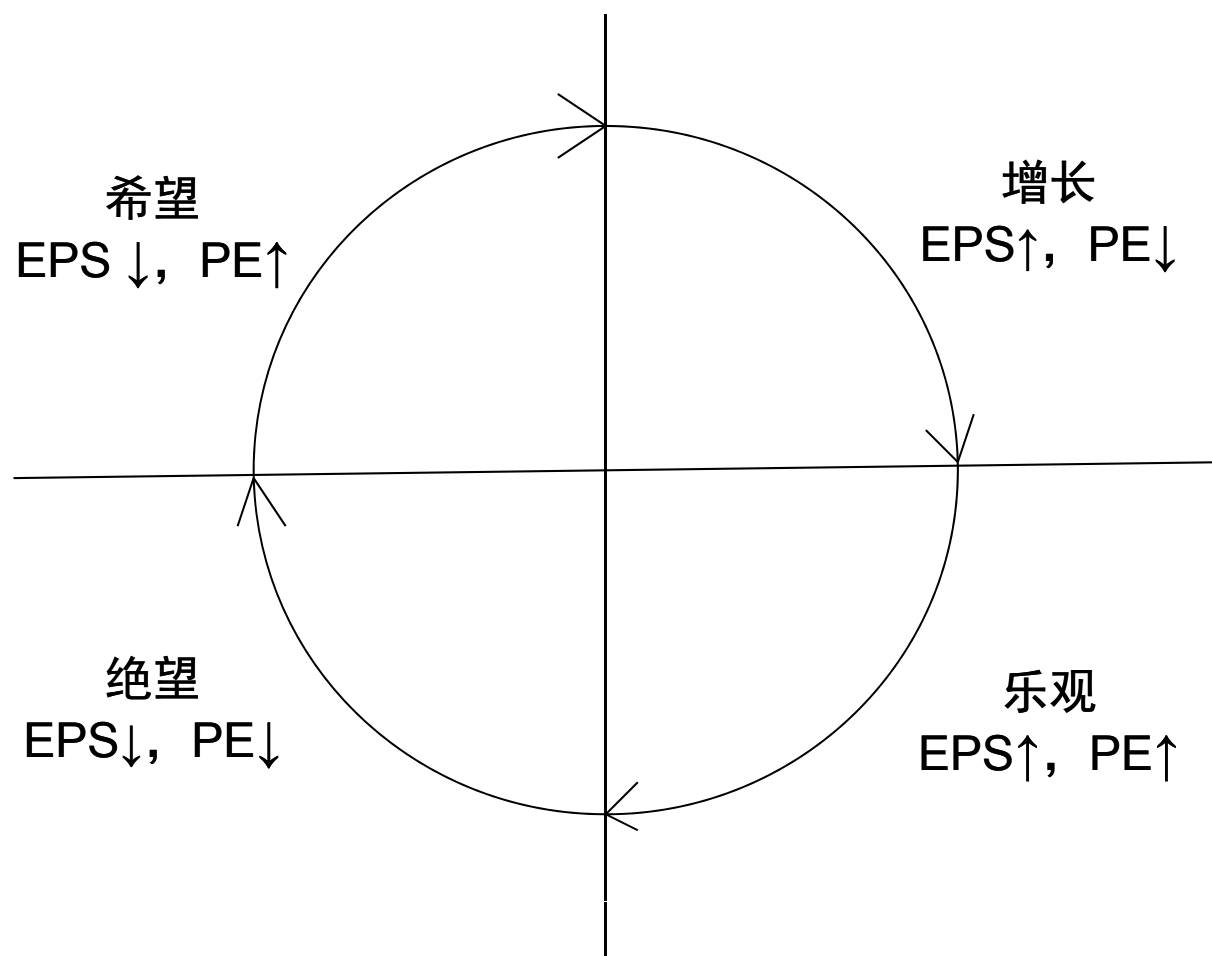
◆ 市场判断

- 从底部开始反弹，目标位3150
- 催化剂有三：市场超跌；通胀阶段性回落；紧缩政策放缓预期

◆ 最看好的行业

- 煤炭、水泥、钢铁、银行、证券、纺织服装

市场逐步从绝望阶段进入希望阶段



三条行业选择思路

◆ 希望型行业（EPS ↓，PE ↑）

- 投资品、可选消费、证券保险，希望分别来自于政策预期、政策预期和市场预期
- 煤炭、建材、钢铁同时受益于保障房和紧缩货币政策放缓预期
- 证券的希望来自于市场上涨预期

◆ 防御性行业（EPS稳定，PE稳定）

- 必须消费品，在绝望阶段具有防御价值，但必须仔细考察估值。纺织服装在增长和估值方面都优于其他必须消费品。
- 银行：下半年业绩稳定增长，估值水平有提升

◆ 增长型行业（EPS ↑，PE ↓或稳定）

- 行业独立于经济周期进入增长期，但估值提升困难
- 电子行业可能具有这样的特征

煤炭

- ◆政策紧缩放缓将提升煤炭的需求，主要包括钢铁、电力、水泥等行业的需求
- ◆煤炭价格上涨的预期
- ◆估值水平明显偏低，低于历史平均20%

水泥

- ◆行业供求关系在边际上继续偏紧，落后产能淘汰力度仍然很大
- ◆运输半径和产业集中度上升是价格坚挺的重要原因
- ◆政策紧缩放缓将引起投资加速
- ◆一旦投资加速，价格将继续上涨，推动盈利超预期
- ◆估值水平明显偏低
- ◆缺点是行业涨幅偏大，位置偏高

钢铁

- ◆政策紧缩放缓将提升钢铁的需求，主要来自于投资需求
- ◆钢铁的供求关系在边际上有改善，今年几乎没有净新增产能。在需求没明显增长的情况下，产能利用率已在高位
- ◆铁矿石的供求关系也出现改善，成本压力减缓
- ◆目前处于去库存阶段，但总体库存水平并不低
- ◆估值水平明显偏低，低于历史平均20%

银行

- ◆ 防御是我们选择银行的主要原因，在经济下滑幅度有限的情况，其业绩将保持快速增长。估值低提供了安全保证。
- ◆ 在政策紧缩放缓的情况下，加息、调准和信贷控制等手段的频率会下降，对银行的业绩增长未必是坏事。
 - 第一，即便紧缩放缓，今年的信贷依然会偏紧，银行的议价能力并非会随之下降
 - 第二，调准频率下降，对银行是偏利好
 - 第三，经济回升会降低对坏账的担忧
 - 第四，紧缩放缓的背景下，原有的加强监管的趋势会在边际上缓解
- ◆ 整体市场资金的宽裕也会推高银行的估值，但银行业绩向上的弹性不大，不是进攻的首选行业

证券

- ◆ 市场出现反弹，证券公司最确定受益，且弹性很大
- ◆ 长期的利空应已反映到股价中了，而经纪业务佣金率下降的趋势已经趋缓
- ◆ 潜在的市场制度创新也对行业形成利好
- ◆ 估值低于历史均值，且位置极低

纺织服装

- ◆ 防御是我们选择纺织服装的主要原因，在经济下滑的情况下，其业绩受到的影响小。估值低提供了安全保证。
- ◆ 纺织服装是消费类行业中相对估值最低、增长最快的。
- ◆ 国内处于消费升级的过程中，中低端人群对品牌服饰的需求增加，是服装行业保持稳定增长的根本原因。经济下滑对销售影响不大。
- ◆ 品牌服饰的毛利率有望提升

谢 谢!

光大证券研究所 策略研究团队

肖超虎

执业证书编号: S0930210010237)

Email: xiaoch@ebcn.com

电话: 021-22169120

开文明(负责人)

执业证书编号: S0930210020002)

Email: kaiwm@ebcn.com

电话: 021-22169160

薛俊

执业证书编号: S0930510120022)

Email: xuejun1@ebcn.com

电话: 021- 22169045

熊伟

执业证书编号: S0930511060001)

Email: xiongwei@ebcn.com

电话: 021-22169110

冯钦远

执业证书编号: S0930510120014)

Email: fengqy@ebcn.com

电话: 021- 22169119

范敏

执业证书编号: S0930510120021)

Email: fanmin@ebcn.com

电话: 021- 22169039

联系人: 刘名斌

执业证书编号: S0930110012944)

Email: liumb@ebcn.com

电话: 021- 22169170

特别声明

- ◆ 本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。
- ◆ 光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一，经营业务许可证编号：z22831000。
- ◆ 本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。
- ◆ 本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。
- ◆ 本证券研究报告报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。
- ◆ 在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。
- ◆ 在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。
- ◆ 本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。
- ◆ 本证券研究报告报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。