

2011-06-27

行业配置半年度报告

均衡配置，波段攻防

◆ 2011 年震荡市特征明显，组合配置面临挑战

上半年市场以窄幅区间运行为主，在市场风格、大类板块和重要的投资主题方面都没有出现适合大资金把握的趋势性机会。这既不同于 2009 年（市场趋势明显），也不同于 2010 年（强势板块贯穿始终）。

我们认为，这样的格局很有可能在下半年得以持续。一方面，我们相信经济下滑的幅度和时间均相对有限，经济增长有望保持在较高的平台上；企业盈利水平的温和下行早已在明显偏低的估值水平中得到充分反映，市场进一步下行的空间极其有限。另一方面，在缺少新的经济增长动力的情况下，宏观经济亦难以解决增长与通胀的矛盾，政策在保增长和抑通胀间摇摆将不可避免地增加经济的不确定性；股票的供求关系也较为紧张，市场不具备出现大牛市的基本条件。总体上我们认为下半年上证指数的运行区间在（2650，3350）。

◆ 均衡配置、波段攻防

我们建议投资者顺势而为，采取“均衡配置、波段攻防”的应对策略。在战略层面上，改变过去两年的投资思路，将投资目标由趋势性行情转向波段性行情。在策略层面上，采取守正居奇的投资方法：总体上保持相对均衡的组合配置，保证组合不会在市场反复震荡中偏离方向；同时根据市场在震荡箱体中的相对位置对组合进行调整，在低位增强进攻性，在高位增强防御性。在操作层面上，将波段操作提到更高的位置。考虑到市场整体振幅可能相对有限，我们认为下半年即使是 10%-15% 左右振幅的行情也值得积极参与。

◆ 震荡市组合配置工具：估值位置/业绩弹性模型

我们以业绩弹性/估值位置为维度，将各主要行业分为四类，以探究其攻守特性。在考核各行业业绩弹性的过程中，我们引入了收入弹性、毛利率波动性、净利率位置等变量，发现部分结果与传统分类方法有所不同。

我们认为，理想的进攻型行业(II)应当具有低估值、高业绩弹性的特征，在经济温和下行的过程中受到低估值的保护，在经济触底回升后受益于业绩强烈上行的预期；而理想的防御型行业(I)应当具备低估值、低业绩弹性的特征，业绩增长受宏观因素冲击较小，在市场下行时有望实现相对受益。

上述模型指出，当前理想的进攻型组合(II)主要包括建材、钢铁、保险、证券、采掘等行业；而理想的防御型组合(I)则包括纺织服装、食品饮料、商业贸易、银行、电力等行业。

◆ 市场处区间底部附近，增强组合进攻性正当其时

我们已于 21 日将市场评级上调至“买入”。我们相信目前时点上市场正处于震荡区间底部附近，加大组合进攻性正当其时。我们估计未来三个月上证指数的运行区间在（2650，3150），建议投资者在目前点位上增加仓位，待市场运行到区间上沿后可适度降低仓位。

我们相信，中期内市场上行的主要推动力量将来自投资者对通胀失控、政策超调和经济硬着陆过度悲观情绪的修正以及政策、经济相继见底后市场预期的实质性改善。而短期来看，近期政府在中小企业信贷、保障房融资、财政支出及对通胀的判断等方面均发出了正面的信号。

◆ 推荐煤炭、建材、钢铁、银行、证券、纺织服装

在行业配置方面，我们建议投资者总体上在(I)、(II)间作均衡配置，但阶段性加大对(II)的配置力度。站在半年度行业配置的角度，我们推荐煤炭、建材、钢铁、证券、银行、纺织服装。

煤炭、建材、钢铁的进攻性可能来自于经济下滑过程中过度悲观预期的逐步修正和下滑后期市场对经济反弹导致相关行业业绩环比快速增长的期望；而证券的进攻性则来自市场由震荡区间底部反弹对价、量的贡献。银行明显偏低的估值和位置以及相对确定的业绩增长使之在市场下行趋势中具备防御价值；而纺织服装受经济波动影响小，成本转嫁能力强，业绩增长高度确定，属于理想的稳定类防御品种。

策略分析师：

冯钦远（执业证书编号：S0930510120014）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

肖超虎（执业证书编号：S0930510120011）

021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

开文明（执业证书编号：S0930510120012）

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

薛俊（执业证书编号：S0930510120022）

021-22169045

xuejun1@ebsecn.com

范敏（执业证书编号：S0930510120021）

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

联系人：

刘名斌

021-22169170

liumb@ebsecn.com

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、 震荡市的挑战：行业配置何去何从

2011 年以来近 6 个月市场表现和板块轮动的特征,给包括我们在内的策略分析师的工作带来了巨大的挑战。在这半年里,无论是市场整体、大类板块、还是重要的投资主题,都没有出现适合大资金把握的趋势性机会。这既不同于 2009 年(市场趋势明显),也不同于 2010 年(强势板块贯穿始终),而属于典型的震荡市特征。

我们认为,如果宏观经济和调控政策都沿着大概率路径演绎,下半年市场很可能将继续处于震荡之中。在重大上行/下行风险出现之前(我们尚未看到),市场向上/向下突破的可能性都相对较小。由此看来,对震荡市中行业配置策略的深入思考,不仅有助于更好地总结与反思上半年行业配置的经验教训,对下半年策略工作的开展也有重要的指导意义。

市场窄幅震荡,缺乏持续性强势板块

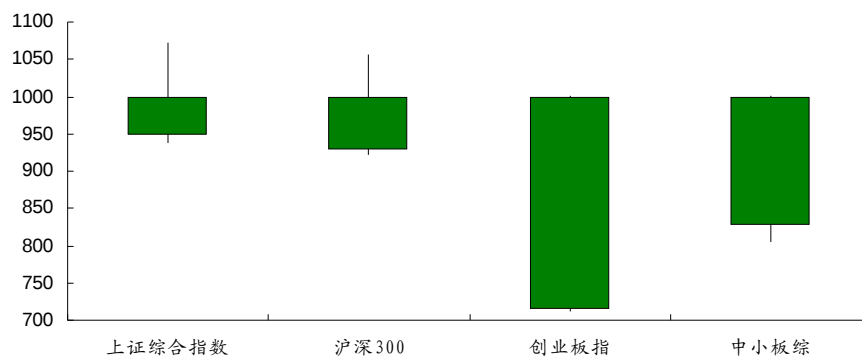
从主要风格指数的表现看,上半年大盘股小幅震荡,中小盘股大幅下行,市场呈现出结构性熊市的特征。截至 6 月 10 日,上半年沪深 300 最大涨幅仅为 15%,剔除交易损耗后,留给大资金操作的空间较为有限;相比之下,中小板和创业板涨幅远大于沪深 300,但其跌幅亦显著超出后者,二、三月份的反弹更多的是为投资者提供了一个退出的时间窗口。

从大类板块角度观察,上半年缺少持续强势的板块。在主要大类板块中,只有金融板块由于明显偏低的估值和位置以及相对确定的基本面表现而实现了一定的相对收益;而中证上游、中游、下游、新兴指数跌幅均超过了 7%,其中新兴和下游指数受前期涨幅过大拖累下跌最为明显。但即使是表现最好的金融板块也只维持了 3 个月的涨势,并且 5 月份以来随着资金面逐步收紧以及负面监管政策的出台/报道,股价出现了大幅下挫,上半年并未录得正的绝对收益。

从各行业涨跌幅统计中也可以得出与大类板块类似的结论。在我们跟踪的 26 个主要行业中,只有黑色金属、家电、银行、综合四个行业上半年取得了绝对收益。其中家电涨幅主要来自 2 月的脉冲式行情,故实际上存在趋势性机会的行业只有黑色金属和银行,而这两个行业的累计收益亦相当有限。相反,大部分行业上半年绝对收益为负,且以科技类和部分高估值稳定类为代表的行业跌幅在 10%以上。

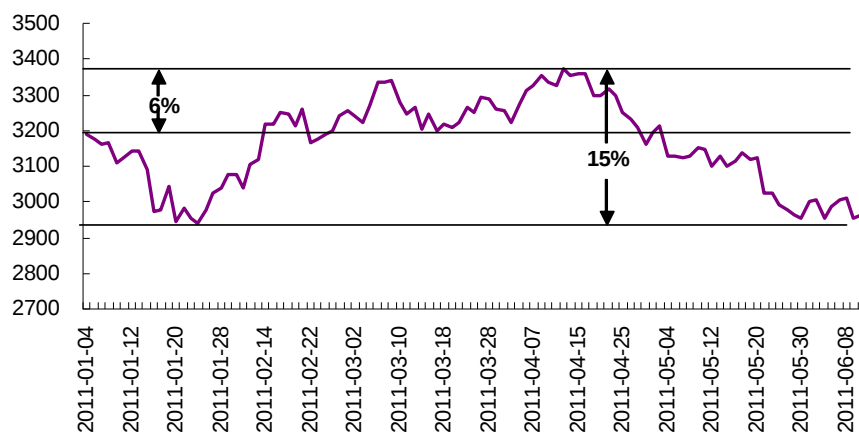
总体上看,在上半年的市场当中,要想取得显著的相对收益相当困难。一方面,市场窄幅震荡,未呈现单边趋势;板块轮动频繁,没有持续的强势板块和足够的强势行业,自上而下的行业配置方法难以奏效;另一方面,以沪深 300 为代表的基准指数成为强指数,中小盘个股大幅走弱,自下而上选股策略风险有所加大。

图表 1、上半年主要风格指数表现（截至 6 月 10 日）



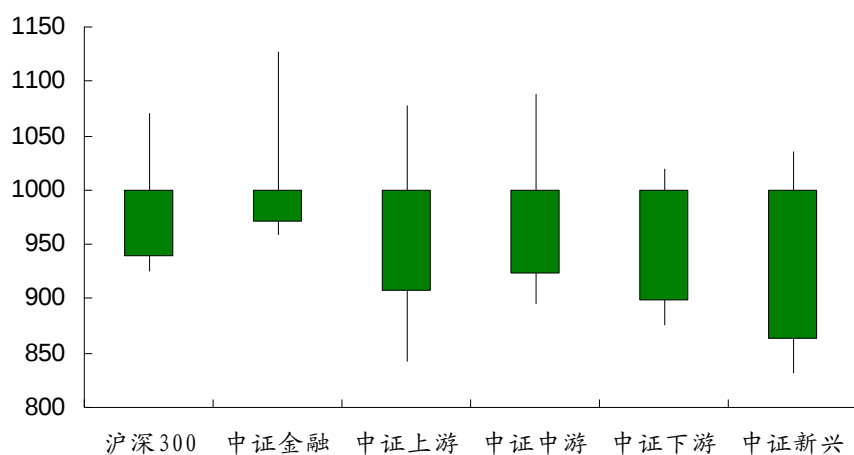
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 2、上半年沪深 300 表现（截至 6 月 10 日）



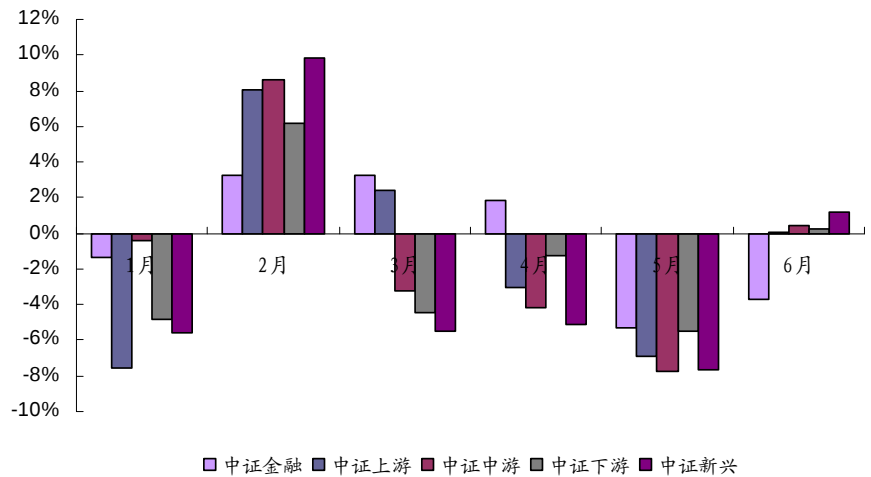
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 3、上半年大类板块表现（截至 6 月 10 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 4、上半年大类板块月度表现（截至 6 月 10 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 5、上半年大类板块月度表现（截至 6 月 10 日）

指数	1月	2月	3月	4月	5月	6月	累计
黑色金属	3.32%	5.76%	5.78%	1.23%	-9.52%	0.92%	6.83%
家用电器	-4.23%	18.30%	-1.17%	-1.16%	-5.61%	0.04%	4.49%
银行	1.17%	0.90%	6.36%	4.04%	-4.30%	-6.06%	1.54%
综合	-3.27%	12.47%	-0.07%	-2.33%	-6.56%	1.32%	0.53%
房地产	-1.93%	5.89%	5.16%	-3.00%	-7.37%	1.81%	-0.10%
纺织服装	-5.21%	10.76%	2.41%	-3.43%	-6.74%	1.64%	-1.57%
食品饮料	-5.62%	4.26%	-0.93%	-1.99%	0.13%	2.03%	-2.38%
公用事业	-2.15%	5.59%	-0.59%	3.75%	-8.27%	-0.66%	-2.90%
化工	-5.36%	11.70%	-1.88%	-1.03%	-7.40%	0.75%	-4.23%
建筑建材	3.34%	6.91%	-1.05%	-3.92%	-8.55%	-1.24%	-5.14%
轻工制造	-4.53%	11.29%	-1.95%	-0.15%	-9.07%	0.17%	-5.25%
采掘	-7.28%	6.55%	3.71%	-0.73%	-6.38%	-1.49%	-6.20%
交通运输	1.22%	3.97%	-3.31%	-0.34%	-7.42%	-1.01%	-7.06%
交运设备	5.01%	6.16%	-5.09%	-6.62%	-8.68%	2.35%	-7.67%
证券	-3.06%	13.31%	-5.70%	-3.97%	-4.62%	-2.69%	-7.68%
商业贸易	-5.66%	6.79%	-2.98%	0.13%	-6.78%	-0.13%	-8.89%
有色金属	-10.93%	12.20%	2.66%	-6.60%	-8.42%	2.32%	-10.21%
农林牧渔	-7.32%	11.45%	-8.58%	-2.96%	-3.93%	-0.09%	-12.05%
餐饮旅游	-5.15%	9.39%	-3.67%	-2.54%	-10.83%	0.81%	-12.45%
机械设备	-2.34%	9.24%	-4.66%	-6.43%	-8.50%	-0.16%	-13.06%
保险	-8.22%	0.28%	-0.94%	5.42%	-7.13%	-3.02%	-13.43%
医药生物	-9.17%	5.83%	-4.21%	-1.51%	-6.59%	0.66%	-14.74%
信息服务	-7.11%	5.32%	-4.66%	-4.05%	-5.80%	0.12%	-15.59%
信息设备	-8.85%	13.83%	-6.50%	-6.92%	-8.10%	0.25%	-16.81%
电气设备	-6.49%	8.46%	-4.68%	-7.97%	-8.00%	-0.88%	-18.87%

电子元器件	-10.35%	11.92%	-5.28%	-7.82%	-8.00%	0.56%	-18.95%
-------	---------	--------	--------	--------	--------	-------	---------

资料来源: wind, 光大证券研究所

二、 我们的回应：均衡配置、波段攻防

下半年延续震荡市格局

在全面考虑可能影响市场走势的主要因素后，我们认为下半年市场极有可能延续震荡市的格局。一方面，我们相信经济下滑的幅度和时间均相对有限，经济增长有望保持在较高的平台上；企业盈利水平的温和下行早已在明显偏低的估值水平中得到充分反映，市场进一步下行的空间极其有限。另一方面，在缺少新的经济增长动力的情况下，宏观经济亦难以解决增长与通胀的矛盾，政策在保增长和抑通胀间摇摆将不可避免地增加经济的不确定性；股票的供求关系也较为紧张，市场不具备出现大牛市的基本条件。受到上述两方面因素的共同作用，我们认为下半年市场不存在趋势性的大机会，其运动形态更多地表现为小趋势区间震荡，并且在此过程中运行中枢可能有所上移，估计期间上证指数的运行区间在（2650，3350）。（对市场趋势判断的详细论述参见我们的市场策略半年度报告。）

均衡配置、波段攻防

我们认为，“均衡配置、波段攻防”是震荡市中有效的投资策略。这一策略具体包括三个层面的内容。

在战略层面上，投资者需要改变过去两年的投资思路，将投资目标由趋势性行情转向波段性行情。上半年的经验表明，在震荡市中，执着于寻找年度大趋势很有可能是徒劳的。甚至由于行业轮动的加快，先前的强势板块可能短时间内转化为超跌板块，从而给组合带来负收益。

在策略层面上，我们建议投资者采取守正居奇的投资方法。所谓“守正”，即在经济和政策出现超预期的上行/下行风险，显著提高市场向上/向下突破的可能性之前，投资者应保持相对均衡的组合配置，从而保证组合不会在市场反复震荡中偏离方向。所谓“居奇”，即在形势有利的情况下适当开展游击战乃至运动战。根据市场在震荡箱体中的相对位置对组合进行微调，在低位增强进攻性，在高位增强防御性。

在操作层面上，投资者需要将波段操作提到更高的位置。考虑到市场整体振幅可能相对有限，我们认为下半年即使是 10%-15% 左右振幅的行情也值得积极参与。当然，这要求投资者将更多的注意力放在把握操作时点及降低交易损耗等工作上去。

三、 行业配置模型：孰为矛、孰为盾

在本文的第一部分中，我们通过对上半年市场运行特征的回顾，得出了过去趋势性的投资方法无法适用于震荡市行情。在第二部分中，我们指出了下半年市场延续震荡行情的可能性相对较大，并且提出了在震荡市中应该采取均衡配置、攻守兼顾的策略。剩下的就是在具体操作中，如何界定各行业在目前阶段进攻性/防御性的问题。实际上，这正是本文试图解决的核心问题。

行业市场表现主要取决于业绩弹性

行业市场表现必然由业绩和估值两方面因素的变动引发。在当前时点上判断，我们相信下半年各行业市场表现的演进过程中，业绩变动将发挥更大的作用。

一方面，由于市场整体估值水平已处于历史低位，大部分行业估值水平低于历史均值或处于均值附近，且少数高估值行业已经过了较长时间的调整，我们认为就整体而言估值向下的空间已经非常有限；而在经济下滑的过程中，企业业绩将不可避免地受到影响，并引发部分投资者的悲观预期，从而可能导致相关行业股价下跌。

另一方面，虽然我们相信投资者过度悲观预期修正带来的估值部分修复是市场反弹的重要原因，但在通货膨胀、资产泡沫等问题没有出现彻底解决的迹象之前，我们也难以想象市场估值存在向上系统性重估的空间；而随着去库存对经济影响渐趋平稳，以及调控政策的放缓/轻微转向，经济有望在年内重新回到上升通道，重新推动企业业绩增长和市场预期。

估值位置同样重要

需要指出的是，虽然我们并未将估值弹性纳入模型，但我们认为估值水平本身却是下半年行业配置中必须重点考虑的因素，并将其纳入了我们的模型。我们认为，低估值本身暗含了行业业绩增长相对较快、负面因素大多已得到反映、安全边际较为充裕等特质，是不确定性较强、趋势不明确的市场中取得相对收益的重要前提。

实际上，我们发现低估值/高估值已取代周期类/稳定类，成为上半年最核心的强势板块特征。可以看到，今年以来相对收益居前的板块（钢铁、家电、银行、地产、服装、食品饮料）既非全部属于周期类，也非全部属于稳定类，而恰恰全部来自于各大类板块中估值较低品种。

估值位置/业绩弹性模型

我们以估值位置/业绩弹性两个维度，将所有行业划分为四类：

- (I) 低估值、低业绩弹性，作为防御首选；
- (II) 低估值、高业绩弹性，作为进攻首选；

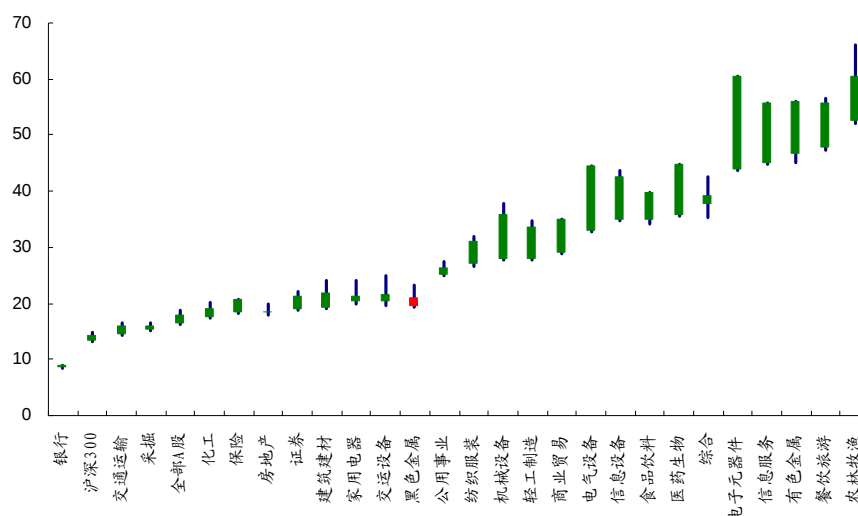
(III) 高估值、高业绩弹性，作为进攻次选；

(IV) 高估值，低业绩弹性，作为防御次选。

结合“均衡配置、波段攻防”的整体思路，我们的操作建议是：

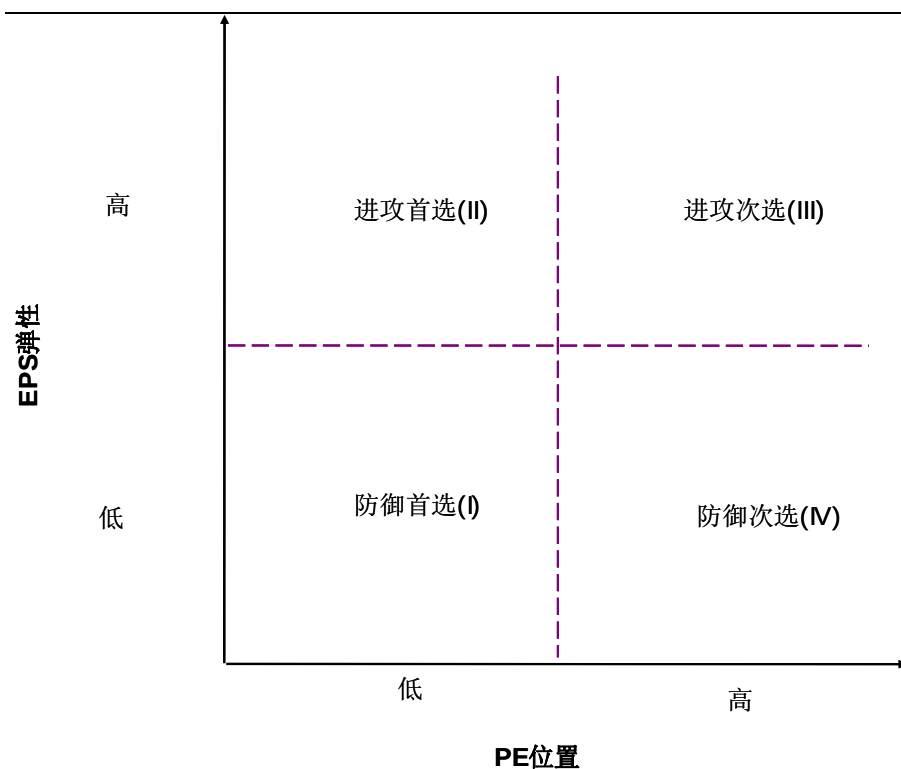
- (1) 总体上维持攻守平衡的行业配置，在 I 和 II 之间均衡配置；
- (2) 当市场处于震荡区间底部区域时，应偏向于进攻，加大 II 的配置；
- (3) 当市场处于震荡区间顶部区域时，应偏向于防守，加大 I 的配置。

图表 6、上半年各行业 PE 估值变动（截至 6 月 10 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 7、估值位置/业绩弹性模型



资料来源：光大证券研究所

各行业攻守属性的深入探讨

通过考察主要行业的估值位置和业绩弹性（收入弹性、毛利率波动性、净利率位置），我们将其一一纳入我们的模型，并以此构建进攻型/防御型行业组合。

估值位置

依据各主要行业估值水平及当前估值相对于 08 年 10 月以来平均水平的折让程度，我们将其分为四类：

- （1）极度低估：PE（TTM）在 20 倍以下，相对估值 80%以下；主要包括银行、保险、证券、地产、交通运输、交运设备、建筑建材。
- （2）中等低估：PE（TTM）在 20-30 倍，相对估值 80%-100%；主要包括采掘、黑色金属、化工、机械设备、公用事业、轻工制造、家电、纺织服装、商业贸易。
- （3）轻度高估：PE（TTM）在 30-35 倍，相对估值在 100%-110%；主要包括电气设备、食品饮料。
- （4）高估：其他行业。

收入弹性

我们计算了各主要行业收入增速相对于全部上市公司的弹性。结果显示，

钢铁、有色、化工、金融、采掘等传统意义上的强周期行业收入弹性居前，而信息服务、信息设备、餐饮旅游、医药、食品饮料、纺织服装等稳定增长类行业收入弹性最小，这在整体上符合我们对各行业的认识。

超出我们预料的行业主要包括电子和建筑建材。其中，电子行业受到相对偏长的产能投放周期影响，收入弹性在所有行业中列第五，由此看来我们似乎需要改变对电子行业属性的成见。另一方面，建筑建材行业收入弹性竟然为负数，乍一看简直让人大跌眼镜。但通过进一步分析历史数据，我们发现其与市场的负相关性主要是由于金融危机后政府大力推动基础设施建设导致其收入逆向上行所致。如果剔除这一异常时期，这一行业的收入弹性仍处于正常范围。

毛利率波动性

我们用变异系数来刻画各行业毛利率的波动性。数据表明，农林牧渔、交运设备、钢铁、化工、有色等行业毛利率波动较大，而商贸、纺织服装、信息服务等波动相对较小。

在毛利率波动性的计算中，出现了不少与我们固有观念相悖的结果，主要是家电、机械设备、采掘、房地产毛利率的低波动和公用事业毛利率的高波动。我们认为，前四个行业虽属典型的周期类行业，但由于行业集中度提升或者具有资源属性等原因，其对供给端的控制能力较强（相对于整体A股而言），故而毛利率能够保持在相对平稳的水平。而公用事业供求价格受到不对称管制，自2002年以来毛利率趋势性下行，导致其变异系数显著高于市场。

净利率位置

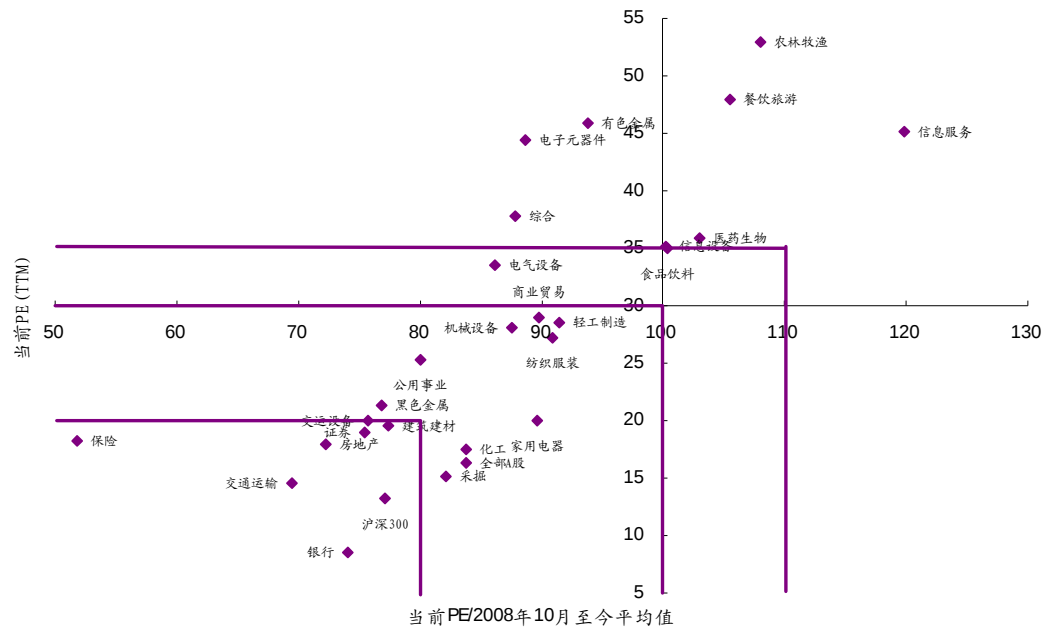
对于净利率，我们相对更看重其所处的相对位置。我们相信，在其他条件类似的前提下，净利率处于历史低位的行业在经济触底反弹过程中有望表现出更强的业绩弹性。

行业攻守属性：小结

通过估值位置和业绩弹性两个维度的讨论，我们完成了对主要行业的分类：

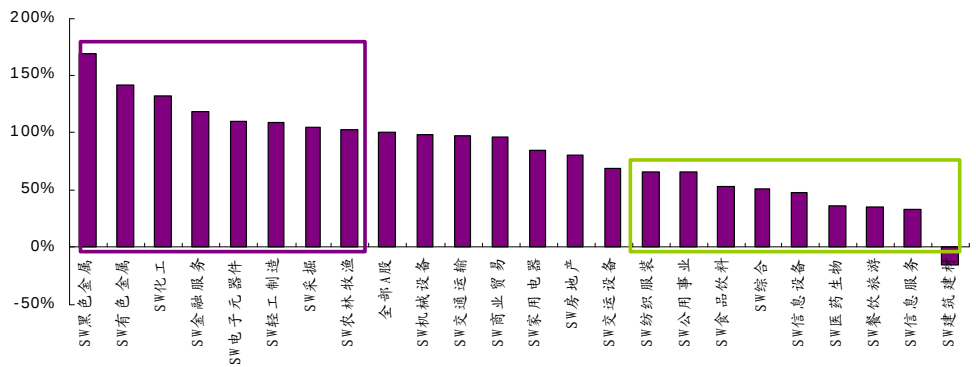
- （I） 防御首选：纺织服装、食品饮料、商业贸易、银行、电力；
- （II） 进攻首选：建材、钢铁、保险、证券、采掘；
- （III） 进攻次选：电子、农业、化工、有色；
- （IV） 防御次选：信息设备、信息服务、餐饮旅游、医药。

图表 8、各行业绝对/相对估值水平



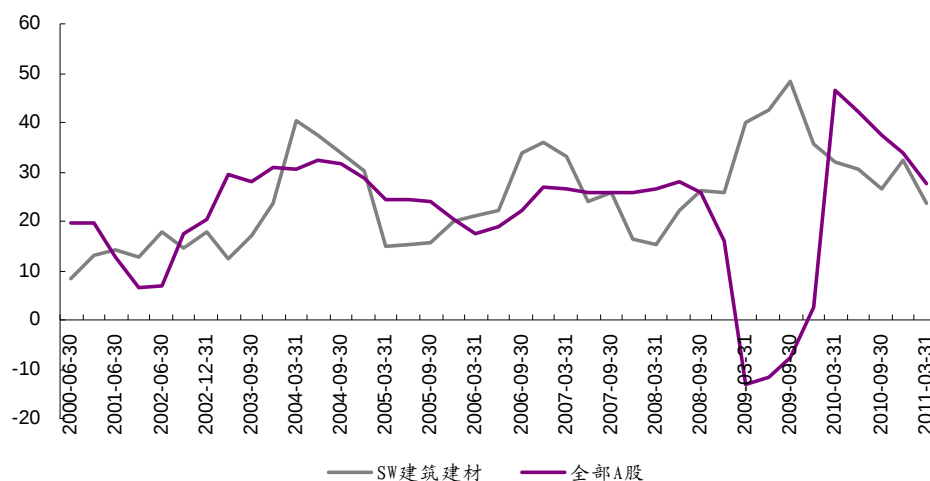
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 9、各行业收入弹性



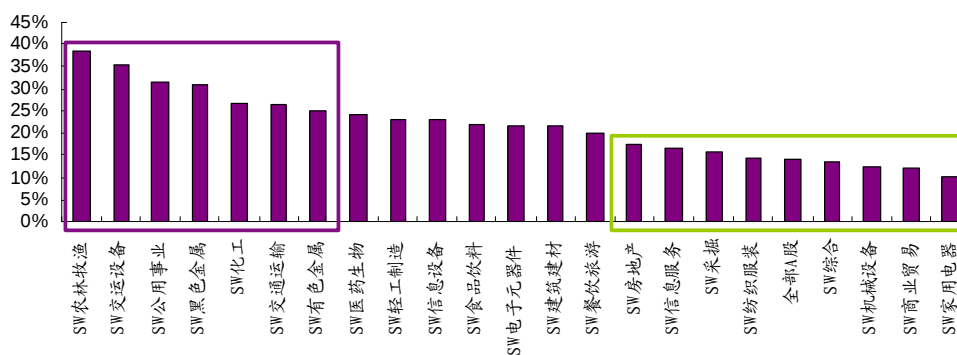
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 10、建筑建材行业与全体 A 股收入增速比较



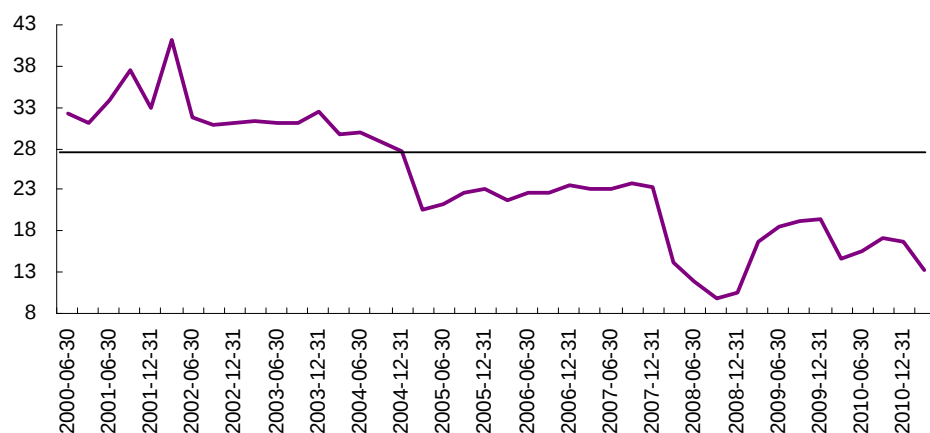
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 11、各行业毛利率标准差/均值



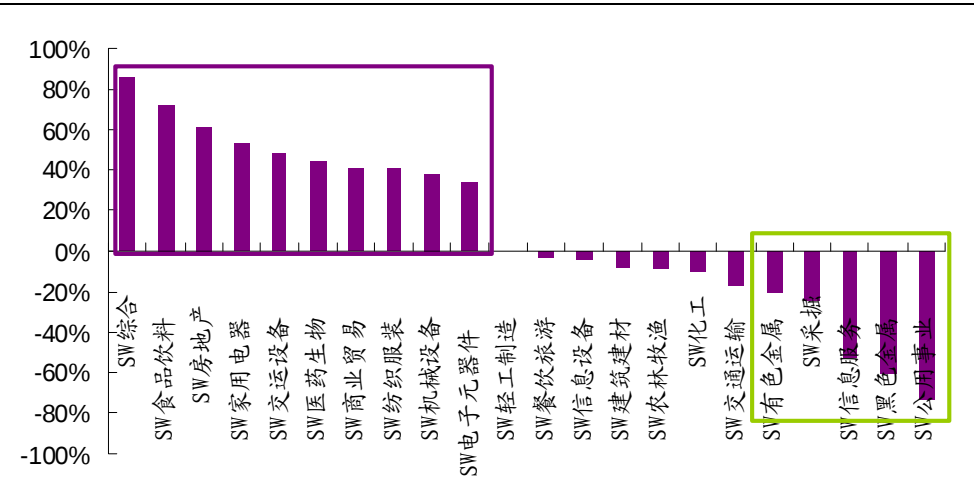
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 12、公用事业毛利率



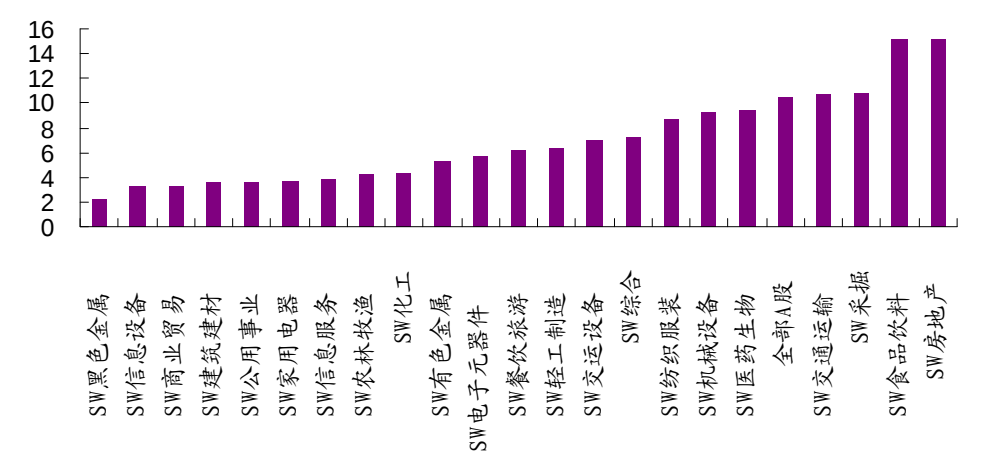
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 表 13、各行业当前毛利率超出历史均值的水平



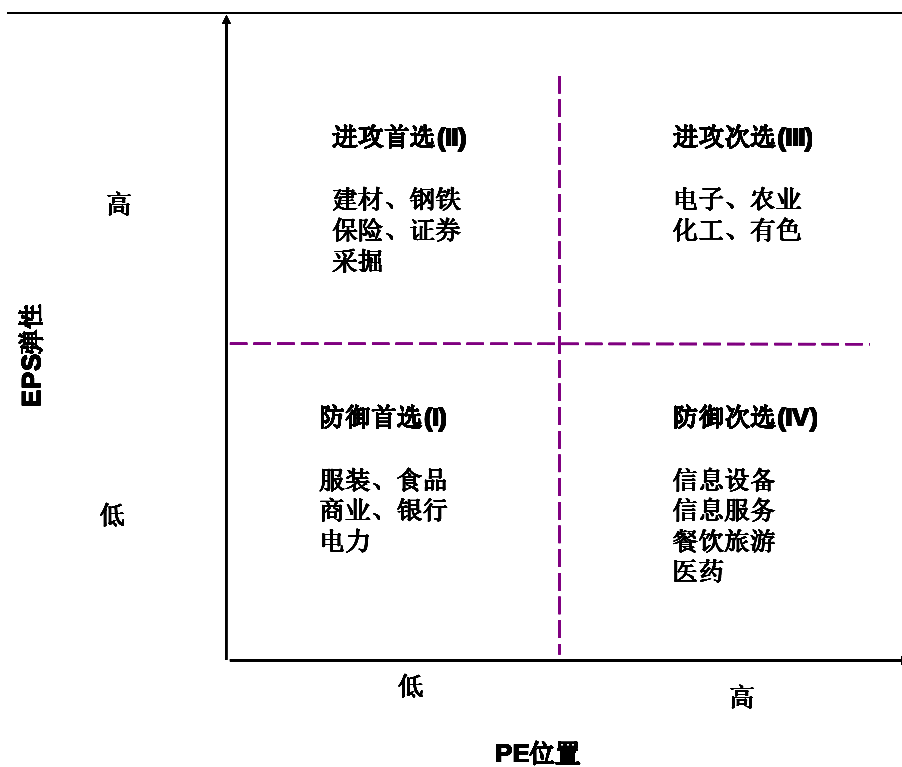
资料来源：wind，光大证券研究所

图 表 14、各行业绝对净利率水平



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 15、估值位置/业绩弹性模型



资料来源：光大证券研究所

四、 市场处区间底部附近，适当增强组合进攻性

我们认为，目前时点上市场正处于震荡区间底部附近，未来一段时间内的上行波段很可能是下半年行情主要的亮点之一，甚至有可能成为决定投资者业绩表现的“胜负手”。实际上，我们已于6月21日将市场评级上调至“买入”。我们估计未来三个月上证指数的运行区间在（2650，3150），建议投资者在目前点位上增加仓位，待市场运行到区间上沿后可适度降低仓位。大类板块与行业配置方面，建议投资者总体上维持均衡配置的思路，但阶段性增加进攻型组合(II)的配置。

短期来看，市场反弹的动力根植于前期超跌和对通胀失控、政策超调和经济硬着陆的过分忧虑。5月份工业增加值季调环比增速的明显回升无疑让担心经济大幅下滑的投资者长舒了一口气，考虑到保障房建设加速以及民间投资意愿仍较为旺盛，我们预计未来经济下滑的过程将较为温和；虽然6月份通胀水平可能创出新高，但目前市场对三季度通胀回落已有了较为明确的共识，从温家宝总理近期的讲话看，上述判断显然也得到了决策层的认可，这就降低了政策超调的可能性。此外，近期政府在中小企业信贷、保障房融资及财政支出等方面均发出了正面的信号。

从更长的期限看，政策、经济相继见底后市场预期的实质性改善有望进一

步推动市场上行。在诸多可能的经济运行路径中，我们认为概率最大的组合是：二季度通胀见顶，经济下滑幅度有限，三季度末起政策逐步放松。随着上述判断逐步得到证实，市场的中枢将有所抬高。

小幅下调全体上市公司盈利预测至 23%

综合考虑上市公司一季报的业绩表现、二季度至今的经营状况及我们对下半年经济运行的最新预期后，我们将对全体上市公司 2011 年业绩增速预测由 24.0% 小幅下调至 22.9%。我们相信，即使从调整后的盈利增速看，目前估值所包含的安全边际已相当充裕，市场预期明显过于悲观。

我们整体上小幅调低了周期类板块的业绩预测，这主要是考虑到经济下滑过程中这些行业将首当其冲受到较大的影响。实际上，相关行业盈利能力在一季度已经呈现出明显的分化迹象，建材、有色景气程度超出市场预期，但钢铁、化工、电力等行业盈利水平低于预期。进入二季度后，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。考虑到去库存和紧缩政策对相关行业的后续影响，我们主要下调了公用事业、化工、机械、交运设备和黑色金属的盈利预测，对交通运输和银行盈利预测也作了轻微的下调。另一方面，基于上半年基本面的强势表现，我们大幅调升了建筑建材的盈利预测，并小幅提高了采掘的盈利预测。

迄今为止，稳定类板块业绩表现相当抢眼。一季度板块行业收入增速和毛利率就已超出我们的预期，进入二季度后，相关行业增速从一季度低点明显回升。特别是服装、白酒等品牌效应显著的行业，通过提价有效地对冲了成本的上行，全年业绩增长十分确定。我们相应调高了纺织服装、食品饮料、商业贸易的盈利预测。在增长类行业中，我们调高了电子行业的盈利预测，主要是考虑到该行业景气度见底的时点较我们先前预期有所提前。

本次盈利预测调整后，我们与朝阳永续市场一致预期的差异扩大到了 1.84 个百分点。从历史数据上观察，卖方研究员对盈利预测的调整往往滞后于经营层面的变动，因而我们对上述差异的扩大并不担心。

目前时点上看，上述盈利预测的主要风险来自周期类行业。在悲观经济假设下，相关行业盈利有进一步下调的风险，估计幅度在 10-15 个百分点；在乐观经济假设下，我们需要上调相关行业的盈利预测，估计上调空间在 5 个百分点左右。

图表 16、主要行业 2011 年盈利预测

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	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%
	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%
	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%
	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：光大证券研究所

图表 17、部分行业 2011 年盈利预测调整

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

资料来源：光大证券研究所

图表 18、盈利预测与一致预期的主要差异

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	-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：光大证券研究所

行业配置：推荐煤炭、建材、钢铁、银行、证券、纺织服装

我们目前推荐的行业配置组合包括（II）中的煤炭、建材、钢铁、证券，以及（I）中的银行、纺织服装。其中，煤炭、建材、钢铁的进攻性可能来自于经济下滑过程中过度悲观预期的逐步修正和下滑后期市场对经济反弹导致相关行业业绩环比快速增长的期望；而证券的进攻性则来自市场由震荡区间底部反弹对价、量的贡献。银行明显偏低的估值和位置以及年内相对确定的业绩增长使之在市场下行趋势中具备防御价值；而纺织服装受经济波动影响小，成本转嫁能力强，业绩增长高度确定，属于理想的稳定类防御品种。具体推荐逻辑如下：

煤炭：紧缩政策放松将提升钢铁、电力、水泥等行业对煤炭的需求；焦煤价格上调预期持续存在，并有望在政策趋缓和触底后加速上行；行业估值水平明显偏低，较历史均值低估 20% 左右。

建材：落后产能淘汰力度加大以及保障房、基础设施的建设在供求两方面同时提供了有力支撑，行业景气下行风险不大；在偏紧的供求格局下，一旦紧缩政策放松，价格将高位上行，从而推动行业盈利进一步超出市场预期；行业估值优势显著，较历史均值折让 30% 以上。

钢铁：2011 年边际供求关系明显改善，受落后产能淘汰影响，全年几乎没有新增产能，产能利用率已处高位；紧缩政策放松将推高投资需求；铁矿石的供求关系拐点隐现，成本压力有望缓解；行业估值水平明显偏低，较历史均值低估 20% 左右。

银行：行业整体上受益于偏紧的货币政策环境，今年以来信贷议价能力上行显著；2011 年 PE 水平在 8 倍左右，安全边际充足，资产质量及监管风险已得到充分反映；经济触底回升有望缓解对行业资产质量的担忧，而流动性向正常水平回归亦有助于推动行业估值部分修复。

证券：业绩直接受益于市场反弹，且业绩弹性大；国际版、新三板、存量发行等制度创新有望成为催化因素；估值较历史均值折让 25% 左右，已对佣金率下降等长期负面因素有了较充分的反映。

纺织服装：消费升级过程中，需求平稳上行，受经济波动的影响不大；品牌服装价格上行显著，有效对冲成本端冲击，毛利率有望维持高位；综合考虑订货会数据及公司销售计划，服装行业全年实现 30% 左右增长的可能性较高；行业在消费类中 PEG 具备明显优势。

分析师

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。此前就职于瑞银证券。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从2009年7月推出月度十大金股以来，取得了154%的累积收益率，相对沪深300的超额收益为156%，获得广大投资者的广泛好评。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

薛俊，日本珙玉大学金融学硕士，2006年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010年进入光大证券研究所策略团队。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007年底进入光大，从事传媒研究2年，2010年初转做策略研究。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本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。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

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，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于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

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。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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与光大证券及其附属机构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。