

策略研究

策略研究报告

绝对估值法下的行业配置策略

2012 年 8 月

市场数据

上证指数	2103.63
深证指数	9059.22
沪深 300	2332.92

投资要点:

- 2012 年 7 月跑赢大盘 1.18 个百分点。2012 年 7 月我们的行业配置跑赢上证指数 1.18 个百分点。

- 首次使用绝对估值法进行行业配置。我们过去进行行业配置研究的时候，大多是依据行业景气度进行研究，但是市场价格经常过早透支了行业目前的景气程度。我们首次尝试采用绝对估值法研究行业的合理估值，从而寻找低估的行业。

- 将行业中所有上市公司看成一个整体。DDM 估值方法是对公司进行估值的一个方法，为了使用到行业研究中，我们将行业中所有上市公司看成一个整体，从而使用 DDM 进行估值。

相关研究

- ROE 回归理论。在 DDM 估值中，我们使用 ROE 和 b（盈利留存比例）来计算分红和增长率。在预测 ROE 时，我们使用 ROE 回归理论，认为资本逐利的本性将使各行业长期盈利能力趋向一致。

- 预测各行业 ROE 等数据。我们根据 ROE 回归理论、行业垄断程度、行业退出障碍来预测更行业长期的 ROE 水平，再根据各行业现状，判断行业到达长期成熟期的剩余年限。

- 2012 年 8 月行业配置策略。我们首先计算出各行业的合理 PB 值，再和行业目前的 PB 值进行比较，计算出各行业低估比例，然后按照低估比例对低估的行业进行配置。最后得出 2012 年 8 月行业配置策略是：

银行	20.28%;	石油化工	17.53%;	高速公路	10.38%;
机场	9.54%;	铁路运输	9.16%;	建筑装饰	8.39%;
石油开采	6.90%;	港口	6.35%;	视听器材	5.04%;
汽车零部件	3.28%;	汽车整车	3.01%;	专用设备	0.13%;

市场策略研究小组

分析师

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人

夏根大

8621-68761616-8502

xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

一、 历史结果统计	3
二、 研究意义	4
三、 研究方法	5
2.1 DDM模型如何用于行业估值	5
2.2 ROE回归理论	5
四、 计算过程	9
3.1 原始数据提取	9
3.2 计算内在价值对应PB	12
五、 行业配置策略	15

图表目录

表 1: 2012 年 7 月行业配置涨跌幅	3
表 2: 2012 年 7 月行业配置对标	3
表 3: 各行业原始数据	9
表 4: 各行业低估比例	12
表 5: 2012 年 8 月行业配置策略	15
图 1: ROE回归理论图	6
图 2: 上证A股过去 10 年平均ROE是 14.18%	7
图 3: 各行业最近 10 年平均ROE (%)	7
图 4: 2001 年-2011 年A股上市公司ROE回归图	8

一、历史结果统计

2012 年 7 月我们的行业配置收益为-4.29%，跑赢上证指数 1.18 个百分点，具体结果如下。

表 1：2012 年 7 月行业配置涨跌幅

板块名称	配置比例	月涨跌幅 (%)
SW 石油化工	24%	-5.33
SW 银行 II	24%	-4.07
SW 石油开采 II	14%	-2.10
SW 机场 II	10%	-2.84
SW 建筑装饰	8%	-4.67
SW 高速公路 II	8%	-6.64
SW 港口 II	6%	-3.20
SW 煤炭开采 II	3%	-2.39
SW 铁路运输 II	3%	-9.60
合计		-4.29

数据来源：wind

备注：行业涨跌幅选择的是成分股总市值加权平均涨跌幅；申万二级行业指数严重失真，所以没有使用。

表 2：2012 年 7 月行业配置对标

板块名称	wind 代码	月涨跌幅 (%)	本月相对收益	累计相对收益
德邦行业配置		-4.29		
上证指数	000001.sh	-5.47	1.18	1.18
深证指数	399001.sz	-4.64	0.35	0.35
沪深 300	000300.sh	-5.22	0.93	0.93

数据来源：wind

备注：累计相对收益起始月份是 2012 年 7 月。

二、研究意义

企业的内在价值，是指一家企业在其余下的寿命之中可以产生的现金的折现值。价值投资者认为：“股票的长期价格将围绕公司的内在价值波动”。

在计算企业的内在价值时，有 DCF（现金流贴现法）、DDM（股利贴现模型）等方法。

本文将 A 股的一个行业看成一个大的企业，然后使用 DDM 模型来比较各行业内在价值和当前价格的大小，以此提出行业配置策略，为价值投资者提供行业配置建议，帮助趋势投资者了解所配置行业的内在价值。

三、研究方法

2.1 DDM模型如何用于行业估值

DDM 模型的依据是，如果投资者永远持有这个股票，那么投资者逐年从公司获得的股利的贴现值就是这个股票的内在价值。

当我们把行业 A 中所有上市公司看成一个整体，或者看成一个大公司“X”时，那么公司 X 的内在价值就是行业 A 中所有上市公司的股利的贴现值的总和。

在实际计算中，如果我们知道行业 A 将来每年的 ROE (净资产收益率) 和 b (留存盈利比例 = (净利润 - 全部股利) / 净利润 × 100%)，那么我们就计算出行业 A 每一元净资产未来每年产生的分红金额，也就是行业内在价值所对应的 PB。

计算公式如下：

$$NI_1 = ROE_1 \cdot B_0$$

$$D_1 = NI_1 \cdot (1 - b_1)$$

$$B_1 = B_0 + NI_1 \cdot b_1$$

.....

NI_i ：第 i 年归属于母公司净利润；

ROE_i ：第 i 年净资产收益率；

B_i ：第 i 年净资产；

b_i ：第 i 年留存盈余比例；

在 DDM 估值模型中，如果折现率和 ROE 差别不大时，留存盈利比例 b 对估值结果的影响将比较小，我们将研究的重点放在了行业 ROE 的研究中。

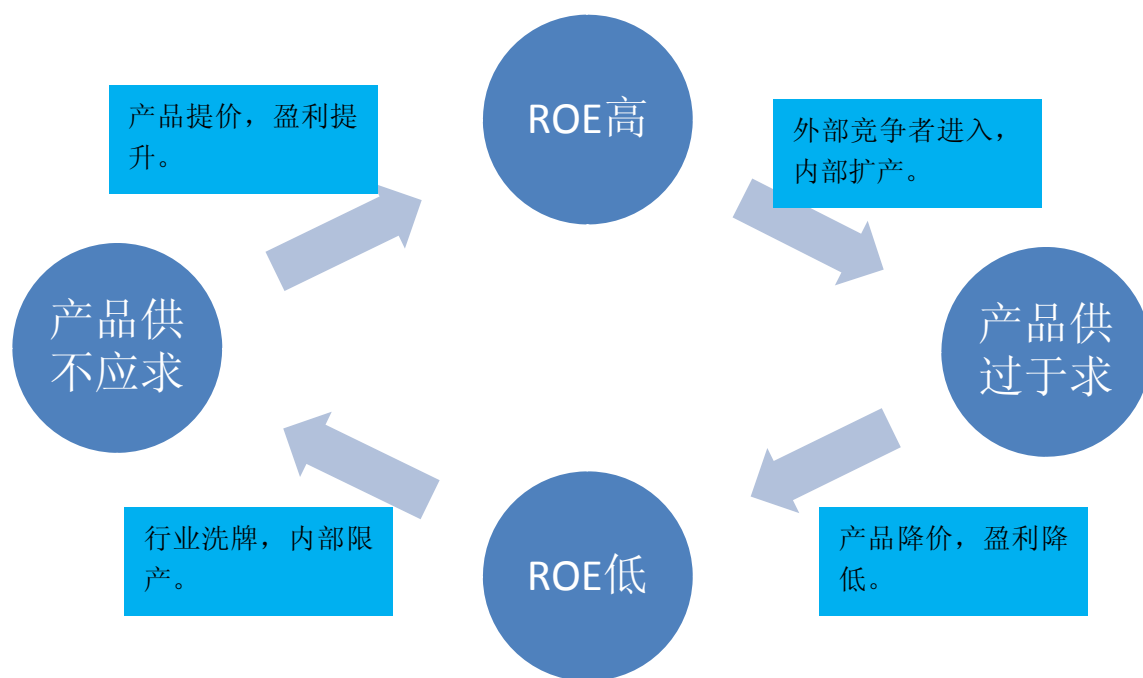
2.2 ROE回归理论

美国各行业数据研究发现下面的规律：

- 1、美国各行业长期平均 ROE 维持在 10%-15%。
- 2、ROE 最高的公司群体和 ROE 最低的公司群体，10 年后 ROE 将无明显差异。

我们将上面两个结论称为 ROE 回归理论，它的理论基础是由于资本逐利的特性，对于 ROE 高的行业，资本将大量进入，形成产能过剩，降低 ROE；对于 ROE 低的行业，情况恰恰相反。

图 1：ROE 回归理论图



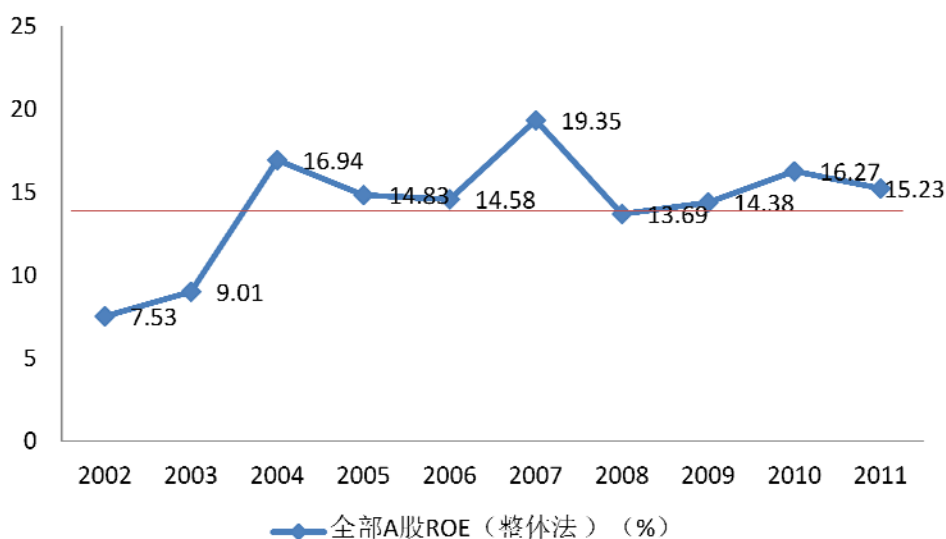
资料来源：德邦证券研究所

所以没有特别进入壁垒的各个行业，长期平均 ROE 将大致相同。进入壁垒越高的行业，长期平均 ROE 将越高，例如目前的银行业。对于退出障碍高的行业，他们行业洗牌的时间将会更长，所以 ROE 低迷的持续时间会更长，行业长期平均 ROE 将更低，这主要集中在资本密集型和劳动力密集型行业。

针对结论 1，我们用 A 股过去 10 年数据进行了实证研究。

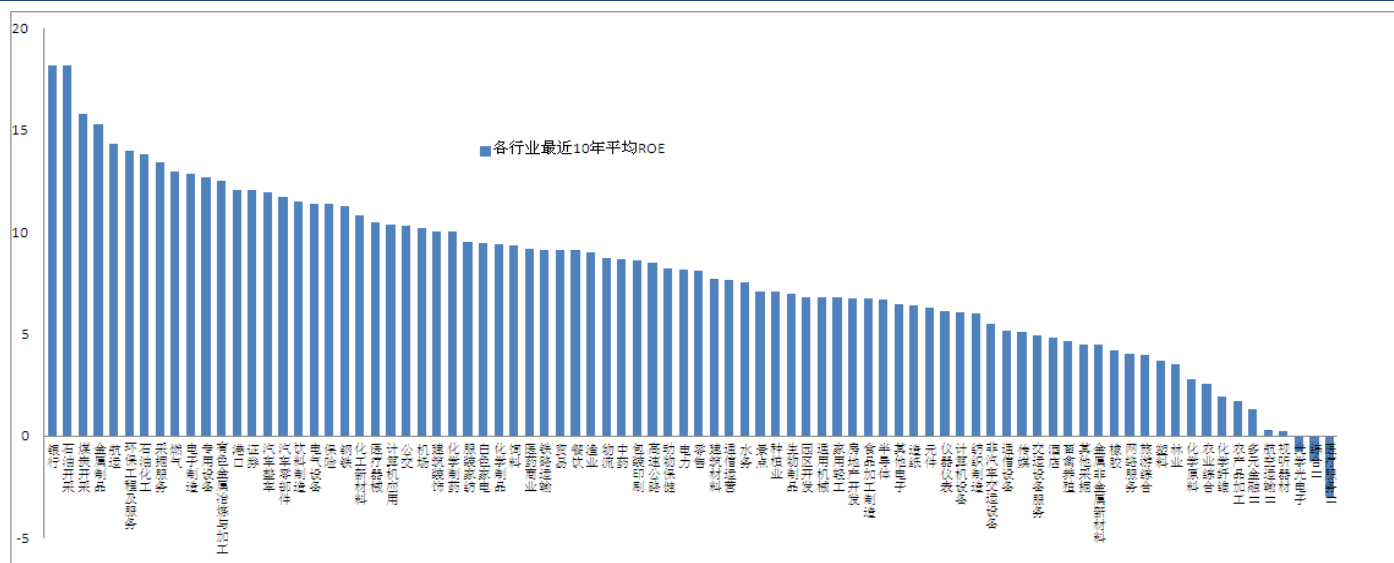
- 1、过去 10 年 A 股平均 ROE 是 14.18%，大致与美国情况相符。
- 2、除了银行和石油开采行业过去 10 年平均 ROE 超过 18%，其他行业 10 年平均 ROE 大多在 8%-13%。
- 3、我们认为过去 10 年银行业和石油开采业利用垄断赚取了更多的利润，未来国家有望打破垄断和放开价格限制，使各行业长期 ROE 维持在 10-15% 的合理水平。

图 2：上证 A 股过去 10 年平均 ROE 是 14.18%



资料来源：wind、德邦证券研究所

图 3：各行业最近 10 年平均 ROE (%)



备注：1、行业选取的是申万二级行业；2、银行取的是 04 年不良资产剥离以后的数据；3、部分行业上市公司数量和历史太短，ROE 数值太小。

资料来源：wind、德邦证券研究所

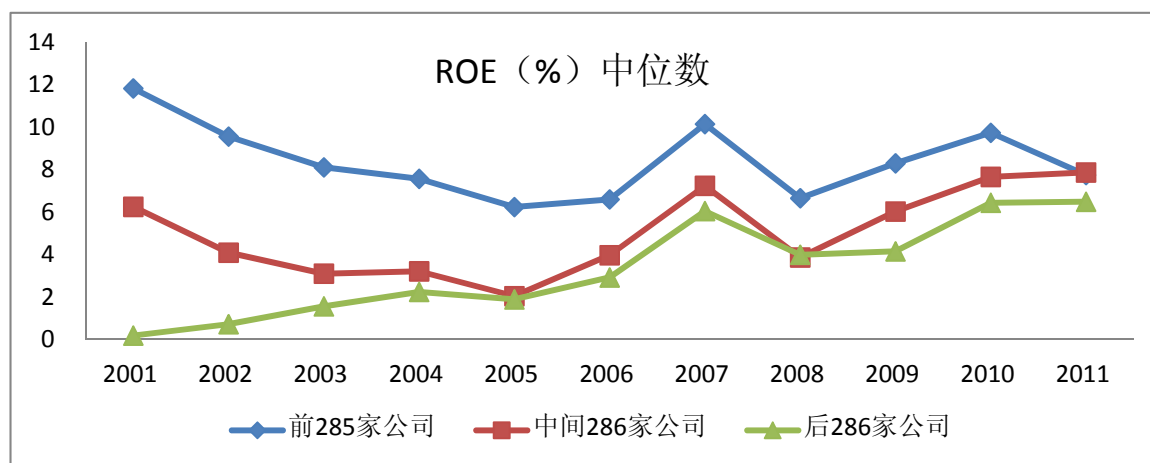
对于结论 2，我们对 A 股进行了实证研究，研究结论基本相符。

1、选取 A 股 2000 年之前上市的 857 家上市公司。

2、将他们 2001 年 ROE 进行排序，将前 285 家公司、中间 286 家公司和后 286 家公司作为三个目标群，进行长期跟踪。

3、到 2011 年，我们发现三个目标群的 ROE 已经没有明显差异。

图 4：2001 年-2011 年 A 股上市公司 ROE 回归图



资料来源：wind、德邦证券研究所

四、 计算过程

3.1 原始数据提取

我们提取各行业下列数据：

- 1、2011 年 ROE；
- 2、2011 年底 PB；
- 3、过去 10 年平均 ROE；
- 4、2011 年分红比例；

我们预测各行业下列数据：

- 1、成熟期长期平均 ROE；
- 2、过渡期年限；
- 3、成熟期分红比例；

我们预测各行业长期平均 ROE 主要依据下面几条：

- 1、根据 ROE 回归理论，长期平均 ROE 在 10%-15%；
- 2、进入壁垒高的行业 ROE 较高，退出障碍高的行业 ROE 较低；
- 3、上市公司是行业内规模相对较大的公司，规模效应明显的行业上市公司长期平均 ROE 更高。

最终数据如下：

表 3：各行业原始数据

板块名称	PB(整体法)	2011 年 ROE	过去 10 年平均 ROE	2011 年分红比例	长期平均 ROE	过渡期年数	成熟期分红比例
SW 银行 II	1.20	21.35%	18.20%	30%	14%	5	70%
SW 石油开采 II	1.62	13.70%	18.20%	23%	14%	5	70%

SW 煤炭开采 II	2.13	19.41%	15.77%	34%	14%	5	70%
SW 金属制品 II	1.93	14.03%	15.32%	32%	14%	5	70%
SW 航运 II	1.13	-11.24%	14.32%	-4%	13%	5	70%
SW 环保工程及服务 II	3.64	15.32%	13.96%	25%	15%	10	70%
SW 石油化工	1.23	15.43%	13.82%	24%	14%	5	70%
SW 采掘服务	2.52	11.25%	13.40%	24%	14%	5	70%
SW 燃气 II	3.19	12.26%	12.97%	31%	14%	5	70%
SW 电子制造	4.20	12.61%	12.86%	22%	14%	5	70%
SW 专用设备	2.28	17.34%	12.67%	23%	15%	5	70%
SW 有色金属冶炼与加工	3.01	11.96%	12.54%	24%	14%	5	70%
SW 港口 II	1.30	9.91%	12.08%	42%	13%	5	70%
SW 证券 II	2.10	9.26%	12.04%	40%	15%	5	70%
SW 汽车整车	1.65	17.29%	11.98%	19%	13%	5	70%
SW 汽车零部件 II	1.86	17.15%	11.76%	23%	14%	5	70%
SW 饮料制造	7.34	26.86%	11.48%	40%	14%	5	70%
SW 电气设备	2.09	9.19%	11.41%	34%	13%	5	70%
SW 保险 II	2.70	11.67%	11.40%	24%	15%	5	70%
SW 钢铁	0.89	3.59%	11.28%	46%	10%	10	70%
SW 化工新材料 II	2.25	10.71%	10.84%	46%	13%	5	70%
SW 医疗器械 II	3.81	16.67%	10.48%	34%	15%	10	70%
SW 计算机应用	3.09	12.75%	10.37%	33%	14%	5	70%
SW 公交 II	1.75	11.02%	10.33%	39%	13%	5	70%
SW 机场 II	1.35	10.78%	10.20%	53%	14%	5	70%
SW 建筑装饰	1.39	14.05%	10.04%	15%	13%	5	70%
SW 化学制药	3.01	12.55%	10.04%	24%	14%	5	70%
SW 服装家纺	2.72	14.43%	9.51%	43%	14%	5	70%
SW 白色家电	2.45	21.53%	9.44%	30%	13%	5	70%
SW 化学制品	2.49	10.59%	9.39%	24%	13%	5	70%
SW 饲料 II	3.52	25.53%	9.35%	16%	14%	5	70%
SW 医药商业 II	2.49	12.84%	9.21%	15%	14%	5	70%
SW 铁路运输 II	1.30	15.25%	9.14%	47%	13%	5	70%
SW 贸易 II	2.10	12.42%	9.14%	18%	14%	5	70%
SW 餐饮 II	4.08	10.72%	9.12%	74%	12%	5	70%
SW 渔业	3.47	10.67%	9.03%	38%	13%	5	70%
SW 物流 II	2.05	11.66%	8.74%	31%	14%	5	70%
SW 中药 II	4.64	14.14%	8.69%	26%	14%	5	70%
SW 包装印刷 II	2.01	13.24%	8.62%	37%	12%	5	70%
SW 高速公路 II	1.06	11.34%	8.52%	37%	12%	5	70%
SW 动物保健 II	2.84	12.99%	8.22%	43%	14%	5	70%
SW 电力	1.73	6.41%	8.14%	48%	12%	10	70%
SW 零售	2.28	13.87%	8.12%	27%	13%	5	70%
SW 建筑材料	1.83	17.15%	7.69%	18%	13%	5	70%
SW 通信运营 II	1.12	2.04%	7.63%	51%	13%	10	70%
SW 水务 II	2.31	12.42%	7.56%	36%	13%	5	70%
SW 景点	3.65	11.72%	7.11%	26%	14%	5	70%

SW 种植业	3.05	4.30%	7.08%	75%	12%	10	70%
SW 生物制品 II	4.42	12.99%	6.95%	37%	14%	10	70%
SW 园区开发 II	1.69	8.33%	6.82%	33%	13%	5	70%
SW 通用机械	2.16	10.12%	6.81%	31%	13%	5	70%
SW 家用轻工	2.43	9.28%	6.80%	29%	13%	5	70%
SW 房地产开发 II	1.99	14.61%	6.76%	12%	14%	5	70%
SW 食品加工制造	4.60	12.92%	6.74%	29%	14%	5	70%
SW 半导体	2.48	6.51%	6.67%	37%	12%	5	70%
SW 其他电子 II	2.77	10.04%	6.48%	43%	13%	5	70%
SW 造纸 II	1.25	1.46%	6.41%	103%	12%	10	70%
SW 元件 II	2.16	9.40%	6.28%	39%	13%	5	70%
SW 仪器仪表 II	3.29	9.50%	6.13%	32%	13%	5	70%
SW 计算机设备 II	3.22	8.25%	6.10%	30%	13%	10	70%
SW 纺织制造	1.76	8.90%	6.04%	37%	10%	10	70%
SW 非汽车交运设备	2.19	11.32%	5.48%	29%	13%	5	70%
SW 通信设备	2.16	9.35%	5.15%	27%	13%	5	70%
SW 传媒	2.95	10.84%	5.12%	36%	13%	5	70%
SW 交运设备服务	1.96	10.10%	4.95%	17%	13%	5	70%
SW 酒店 II	3.12	6.97%	4.82%	37%	12%	5	70%
SW 畜禽养殖 II	3.03	13.91%	4.67%	42%	13%	5	70%
SW 其他采掘 II	3.31	2.26%	4.50%	62%	12%	10	70%
SW 金属非金属新材料	3.93	13.67%	4.49%	15%	14%	5	70%
SW 橡胶	2.20	8.08%	4.20%	29%	13%	5	70%
SW 网络服务	3.59	10.00%	4.03%	20%	13%	10	70%
SW 旅游综合 II	3.62	9.20%	3.99%	20%	13%	5	70%
SW 塑料 II	3.13	26.24%	3.68%	19%	13%	5	70%
SW 林业 II	2.87	-4.34%	3.53%	-41%	12%	10	70%
SW 化学原料	1.76	6.10%	2.79%	25%	11%	10	70%
SW 农业综合 II	2.70	6.00%	2.58%	31%	12%	10	70%
SW 化学纤维	2.04	10.42%	1.96%	48%	12%	5	70%
SW 农产品加工	2.51	-0.60%	1.74%	-256%	12%	10	70%
SW 多元金融 II	3.05	14.33%	1.32%	3%	15%	10	70%
SW 航空运输 II	1.62	18.93%	0.28%	20%	10%	5	70%
SW 视听器材	1.44	9.78%	0.27%	17%	13%	10	70%
SW 光学光电子	2.21	6.53%	-0.76%	38%	11%	10	70%
SW 综合 II	2.77	14.14%	-1.23%	12%	12%	5	70%
SW 医疗服务 II	7.93	14.18%	-2.96%	30%	15%	5	70%

资料来源：wind、同花顺 iFinD、德邦证券研究所

3.2 计算内在价值对应PB

过渡期分红金额计算公式如下：

$$NI_1 = ROE_1 * B_0$$

$$D_1 = NI_1 * (1 - b_1)$$

$$B_1 = B_0 + NI_1 * b_1$$

.....

NI_i ：第 i 年归属于母公司净利润；

ROE_i ：第 i 年净资产收益率；

B_i ：第 i 年净资产；

b_i ：第 i 年留存盈余比例，留存盈余比例=1-分红率；

我们假设过渡期的 ROE 和分红率线性过渡到成熟期。

成熟期内在价值计算公式如下

$$P = \frac{B * ROE * (1 - b)}{r - ROE * b}$$

B ：成熟期初始净资产；

P ：行业内在价值；

r ：折现率；

根据上面的两个公式，我们将折现率设定为我们期望的股市收益率 10%；针对每个行业，我们就可以计算出每一元净资产 B ，对应的目前内在价值 P ，这就是我们认为合理的 PB 估值，然后将这个 PB 估值和 2011 年 PB 值进行比较，寻找低估的行业。

具体计算结果如下：

表 4：各行业低估比例

板块名称	PB(2011)	内在价值对应 pb	低估比例	2011 年 ROE	过去 10 年平均 ROE	长期平均 ROE	过渡期年数
SW 银行 II	1.2	2.076595	42.2%	21.35%	18.20	14%	5

SW 石油化工	1.23	1.936425	36.5%	15.43%	13.82	14%	5
SW 高速公路 II	1.06	1.352036	21.6%	11.34%	8.52	12%	5
SW 机场 II	1.35	1.68447	19.9%	10.78%	10.20	14%	5
SW 铁路运输 II	1.3	1.606124	19.1%	15.25%	9.14	13%	5
SW 建筑装饰	1.39	1.684202	17.5%	14.05%	10.04	13%	5
SW 石油开采 II	1.62	1.891652	14.4%	13.70%	18.20	14%	5
SW 港口 II	1.3	1.498077	13.2%	9.91%	12.08	13%	5
SW 视听器材	1.44	1.608572	10.5%	9.78%	0.27	13%	10
SW 汽车零部件 II	1.86	1.996097	6.8%	17.15%	11.76	14%	5
SW 汽车整车	1.65	1.760452	6.3%	17.29%	11.98	13%	5
SW 专用设备	2.28	2.286276	0.3%	17.34%	12.67	15%	5
SW 房地产开发 II	1.99	1.97375	-0.8%	14.61%	6.76	14%	5
SW 通信运营 II	1.12	1.109683	-0.9%	2.04%	7.63	13%	10
SW 金属制品 II	1.93	1.854625	-4.1%	14.03%	15.32	14%	5
SW 建筑材料	1.83	1.758134	-4.1%	17.15%	7.69	13%	5
SW 航运 II	1.13	1.080382	-4.6%	-11.24%	14.32	13%	5
SW 煤炭开采 II	2.13	1.999564	-6.5%	19.41%	15.77	14%	5
SW 多元金融 II	3.05	2.847708	-7.1%	14.33%	1.32	15%	10
SW 证券 II	2.1	1.927605	-8.9%	9.26%	12.04	15%	5
SW 贸易 II	2.1	1.8746	-12.0%	12.42%	9.14	14%	5
SW 园区开发 II	1.69	1.483825	-13.9%	8.33%	6.82	13%	5
SW 钢铁	0.89	0.778549	-14.3%	3.59%	11.28	10%	10
SW 物流 II	2.05	1.793021	-14.3%	11.66%	8.74	14%	5
SW 公交 II	1.75	1.530532	-14.3%	11.02%	10.33	13%	5
SW 交运设备服务	1.96	1.571196	-24.7%	10.10%	4.95	13%	5
SW 保险 II	2.7	2.091182	-29.1%	11.67%	11.40	15%	5
SW 医药商业 II	2.49	1.901897	-30.9%	12.84%	9.21	14%	5
SW 白色家电	2.45	1.828253	-34.0%	21.53%	9.44	13%	5
SW 航空运输 II	1.62	1.166878	-38.8%	18.93%	0.28	10%	5
SW 采掘服务	2.52	1.814304	-38.9%	11.25%	13.40	14%	5
SW 造纸 II	1.25	0.899604	-39.0%	1.46%	6.41	12%	10
SW 电气设备	2.09	1.502228	-39.1%	9.19%	11.41	13%	5
SW 零售	2.28	1.636887	-39.3%	13.87%	8.12	13%	5
SW 非汽车交运设备	2.19	1.56662	-39.8%	11.32%	5.48	13%	5
SW 通用机械	2.16	1.531204	-41.1%	10.12%	6.81	13%	5
SW 通信设备	2.16	1.522788	-41.8%	9.35%	5.15	13%	5
SW 环保工程及服务 II	3.64	2.52942	-43.9%	15.32%	13.96	15%	10
SW 包装印刷 II	2.01	1.392672	-44.3%	13.24%	8.62	12%	5
SW 元件 II	2.16	1.493122	-44.7%	9.40%	6.28	13%	5
SW 水务 II	2.31	1.573602	-46.8%	12.42%	7.56	13%	5
SW 橡胶	2.2	1.488257	-47.8%	8.08%	4.20	13%	5
SW 化工新材料 II	2.25	1.505906	-49.4%	10.71%	10.84	13%	5
SW 服装家纺	2.72	1.813327	-50.0%	14.43%	9.51	14%	5
SW 电力	1.73	1.141603	-51.5%	6.41%	8.14	12%	10
SW 饲料 II	3.52	2.322288	-51.6%	25.53%	9.35	14%	5

SW 医疗器械 II	3.81	2.485836	-53.3%	16.67%	10.48	15%	10
SW 塑料 II	3.13	2.022106	-54.8%	26.24%	3.68	13%	5
SW 化学纤维	2.04	1.315102	-55.1%	10.42%	1.96	12%	5
SW 化学制品	2.49	1.562532	-59.4%	10.59%	9.39	13%	5
SW 动物保健 II	2.84	1.779866	-59.6%	12.99%	8.22	14%	5
SW 农产品加工	2.51	1.570288	-59.8%	-0.60%	1.74	12%	10
SW 家用轻工	2.43	1.516317	-60.3%	9.28%	6.80	13%	5
SW 化学制药	3.01	1.849158	-62.8%	12.55%	10.04	14%	5
SW 有色金属冶炼与加工	3.01	1.83363	-64.2%	11.96%	12.54	14%	5
SW 计算机应用	3.09	1.816389	-70.1%	12.75%	10.37	14%	5
SW 化学原料	1.76	1.006015	-74.9%	6.10%	2.79	11%	10
SW 燃气 II	3.19	1.809824	-76.3%	12.26%	12.97	14%	5
SW 纺织制造	1.76	0.959259	-83.5%	8.90%	6.04	10%	10
SW 其他电子 II	2.77	1.499097	-84.8%	10.04%	6.48	13%	5
SW 综合 II	2.77	1.46502	-89.1%	14.14%	-1.23	12%	5
SW 畜禽养殖 II	3.03	1.591797	-90.4%	13.91%	4.67	13%	5
SW 传媒	2.95	1.535427	-92.1%	10.84%	5.12	13%	5
SW 半导体	2.48	1.249883	-98.4%	6.51%	6.67	12%	5
SW 景点	3.65	1.817856	-100.8%	11.72%	7.11	14%	5
SW 金属非金属新材料	3.93	1.928355	-103.8%	13.67%	4.49	14%	5
SW 仪器仪表 II	3.29	1.514371	-117.3%	9.50%	6.13	13%	5
SW 光学光电子	2.21	1.011976	-118.4%	6.53%	-0.76	11%	10
SW 计算机设备 II	3.22	1.456548	-121.1%	8.25%	6.10	13%	10
SW 网络服务	3.59	1.606058	-123.5%	10.00%	4.03	13%	10
SW 电子制造	4.2	1.863096	-125.4%	12.61%	12.86	14%	5
SW 渔业	3.47	1.527581	-127.2%	10.67%	9.03	13%	5
SW 生物制品 II	4.42	1.907532	-131.7%	12.99%	6.95	14%	10
SW 农业综合 II	2.7	1.156701	-133.4%	6.00%	2.58	12%	10
SW 旅游综合 II	3.62	1.537819	-135.4%	9.20%	3.99	13%	5
SW 中药 II	4.64	1.890401	-145.5%	14.14%	8.69	14%	5
SW 酒店 II	3.12	1.259314	-147.8%	6.97%	4.82	12%	5
SW 食品加工制造	4.6	1.839818	-150.0%	12.92%	6.74	14%	5
SW 种植业	3.05	1.020873	-198.8%	4.30%	7.08	12%	10
SW 餐饮 II	4.08	1.282944	-218.0%	10.72%	9.12	12%	5
SW 饮料制造	7.34	2.169415	-238.3%	26.86%	11.48	14%	5
SW 其他采掘 II	3.31	0.964591	-243.2%	2.26%	4.50	12%	10
SW 林业 II	2.87	0.827766	-246.7%	-4.34%	3.53	12%	10
SW 医疗服务 II	7.93	2.131439	-272.0%	14.18%	-2.96	15%	5

五、行业配置策略

我们每个月将低估的行业进行配置，配置比例按照低估比例进行分配，2012 年 8

月行业配置结果如下：

表 5：2012 年 8 月行业配置策略

板块名称	配置比例	PB (2011)	内在价值对应 pb	低估比例
SW 银行 II	20.28%	1.20	2.08	42.2%
SW 石油化工	17.53%	1.23	1.94	36.5%
SW 高速公路 II	10.38%	1.06	1.35	21.6%
SW 机场 II	9.54%	1.35	1.68	19.9%
SW 铁路运输 II	9.16%	1.30	1.61	19.1%
SW 建筑装饰	8.39%	1.39	1.68	17.5%
SW 石油开采 II	6.90%	1.62	1.89	14.4%
SW 港口 II	6.35%	1.30	1.50	13.2%
SW 视听器材	5.04%	1.44	1.61	10.5%
SW 汽车零部件 II	3.28%	1.86	2.00	6.8%
SW 汽车整车	3.01%	1.65	1.76	6.3%
SW 专用设备	0.13%	2.28	2.29	0.3%

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。