

金工研究/量化投资周报

2018年09月24日

林晓明 执业证书编号: S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

李聪
联系人 licong@htsc.com

相关研究

- 1《金工: 上周市场下跌, 两融余额继续下行》
2018.09
- 2《金工: 本周重点关注波动率、换手率因子》
2018.09
- 3《金工: 本周继续下跌, 静待市场企稳》
2018.09

反弹行情买什么?

华泰金工林晓明团队每周观点 20180923

本周主要指数全面普涨, 上证综指周涨幅创年内新高, 反弹行情或已开启
本周主要指数全面普涨, 上证综指上涨 4.32%, 周涨幅创下年内新高, 最近一次周涨幅超过 4%要追溯到 16 年 6 月 3 日, 当时上证综指周涨幅为 4.17%, 且指数经过短暂调整后即开启了一段可观的上行行情。此外, 本周二 (9 月 18 日) 盘前, 美国政府宣布实施对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税的措施, 其后的市场走势不再是之前毫无抵抗式的下行, 而是利空出尽后的绝地反击, 说明投资者情绪已经逐渐回归理性, 我们认为反弹行情或已开启, 四季度有望延续。

从市值、动量、估值等维度梳理 2018 年以来每次上行行情的轮动规律

对上证综指 2018 年以来的日 K 线走势进行阶段划分, 其中有 5 次比较显著的上行行情, 分别为: 上升期 1 (1 月 2 日至 1 月 26 日), 上升期 2 (2 月 12 日至 3 月 12 日), 上升期 3 (5 月 3 日至 5 月 22 日), 上升期 4 (7 月 9 日至 7 月 24 日), 上升期 5 (9 月 18 日至今)。其中, 上升期 1 中的主导风格为大市值、低估值; 上升期 2、上升期 3 的主导风格切换至小市值、高估值; 上升期 4、上升期 5 的主导风格重回大市值、低估值。而动量反转层面, 上升期 1 由于是 16 年至 17 年两年上行趋势的冲顶阶段, 所以动量风格明显占优, 而在后面四段反弹期中, 反转风格都相对占优。

18 年以来主导板块经历了金融→成长→周期的轮动规律, 目前金融占优

将一级行业聚类成周期上游、周期中游、周期下游、大金融、消费、成长六大板块, 板块内采用等权方式合成板块涨跌幅, 考察六大板块在每轮上行期中的表现, 结果表明: 上升期 1 中大金融板块显著占优; 上升期 2 成长板块显著占优; 上升期 3 周期上游、消费板块表现较好, 但周期上游弹性更大; 上升期 4 中周期下游领涨, 仍属于周期风格; 上升期 5 中, 大金融板块再次占据主导地位。所以 18 年以来主导板块经历了大金融→成长→周期→大金融的轮动规律, 目前再次轮动到大金融板块, 而大金融也属于周期风格, 按照过往规律, 未来周期板块和成长板块有望获得更佳表现。

半年报数据显示, 营收增速边际改善明显的行业集中在周期、成长板块

经实证, 营业收入 TTM 值的同比增长率环比增量是一个有效的行业选择因子, 该因子主要考察营收同比增长率的环比改善情况。对比 8 月底最新公布的半年报数据与 9 月以来各行业的累计涨跌幅, 可以看到: 1、营收同比增长率环比提升的行业一共有 9 个, 这 9 个行业的等权收益率为 3.68%, 显著高于全行业等权基准 0.86%。2、营收增长率环比增量前 5 的行业中, 国防军工风格归属不清晰, 而房地产、银行属于周期板块, 计算机、传媒属于成长板块, 其中, 银行、房地产 9 月以来收益率同期排名第 3 和第 7, 业绩兑现程度高, 而传媒、计算机同期排名 21,22, 未来有望兑现业绩。

估值层面, 周期、成长行业相对较低, 消费类行业的估值业绩匹配度较低

一般来说, 盈利水平越高, 投资者越倾向于给予较高估值, 我们基于 PB-ROE 模型来考察各行业的估值-业绩匹配程度, 其中, PB 为 9 月 21 日各行业最新 PB_LF 值, 而 ROE_TTM 从最新的半年报数据计算得到。可以看到, 以钢铁、银行、建筑、煤炭、房地产为代表的金融、周期类板块盈利水平较高, 估值相对偏低, 具备一定的配置价值。而以食品饮料、医药、餐饮旅游为代表的消费类行业虽然盈利水平较高, 但估值已经处于相对高位, 未来业绩一旦不达预期, 有较大的下行风险。

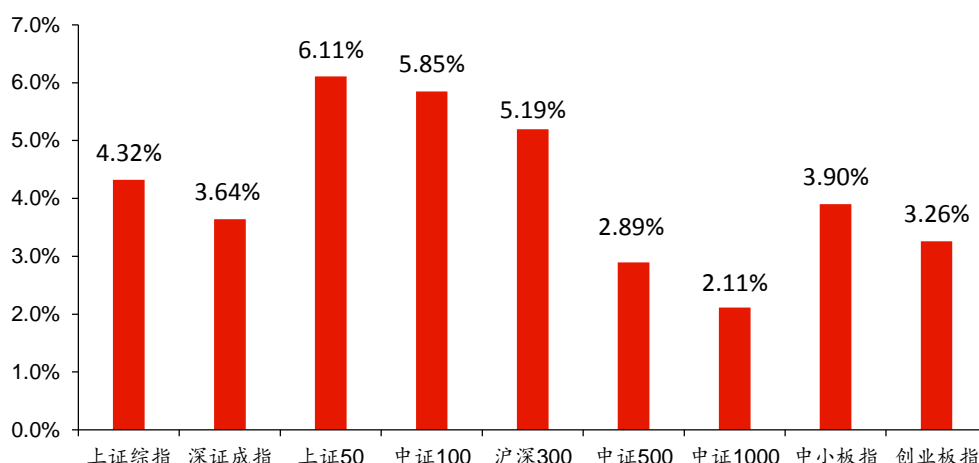
风险提示: 模型根据历史规律总结, 历史规律可能失效。金融周期规律被打破。市场出现超预期波动, 导致拥挤交易。

本周市场全面普涨，反弹行情或已开启

本周主要指数全面普涨，上证综指周涨幅创年内新高

本周主要指数全面普涨，大盘指数表现更优，其中，上证 50、中证 100、沪深 300 涨幅分别为 6.11%、5.85%、5.19%，而以中证 1000、中证 500 为代表的小盘指数涨幅分别为 2.11%、2.89%，表现相对弱势。此外，本周上证综指涨幅高达 4.32%，周涨幅创年内新高，其最近一次周涨幅超过 4% 要追溯到 16 年 6 月 3 日，当时上证综指周涨幅为 4.17%，且指数经过短暂调整后即开启了一段可观的上行行情。

图表1：主要指数本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：上证综指 2016 年初至今周 K 线走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

前期周报中我们反复指出，一方面，目前 A 股主要指数的估值水平都处于相对安全的位置，前期利空因素也已充分发酵；另一方面，从最新公布的半年报数据来看，企业盈利仍然维持在相对高位，基本面有一定韧性。所以短期来看，我们判断市场连续、大幅下行的概率不大。此外，本周二（9 月 18 日）盘前，美国政府宣布实施对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税的措施，其后的市场走势不再是之前毫无抵抗式的下行，而是利空出尽后的绝地反击，说明投资者情绪已经逐渐回归理性，我们认为反弹行情或已开启，四季度有望延续。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

	上证综指	深证成指	上证50	中证100	沪深300	中证500	中证1000	中小板指	创业板指
最大值	67.0	73.3	48.5	48.9	51.1	92.8	144.8	67.7	137.9
中位数	24.5	26.4	12.4	12.4	13.9	37.2	65.5	32.9	50.1
最小值	8.9	9.2	6.9	6.9	8.0	16.6	22.0	14.5	28.8
最新值	12.4	18.8	10.1	10.9	11.6	19.8	22.9	22.5	35.7
最新值分位数	13.78%	33.17%	27.51%	34.79%	25.08%	1.26%	1.14%	5.25%	7.41%

	上证综指	深证成指	上证50	中证100	沪深300	中证500	中证1000	中小板指	创业板指
最大值	7.1	8.8	7.2	7.3	7.5	5.9	8.1	8.2	15.0
中位数	2.6	3.0	1.8	1.8	1.8	2.8	3.7	4.3	4.8
最小值	1.2	1.3	1.1	1.1	1.2	1.4	2.0	2.4	2.5
最新值	1.4	2.3	1.3	1.4	1.4	1.8	2.1	3.2	3.5
最新值分位数	6.34%	23.06%	21.06%	24.22%	15.17%	1.51%	1.14%	3.71%	15.27%

3

2018 年以来，历次反弹行情中的主导行业、风格分析

对上证综指 2018 年以来的日 K 线走势进行阶段划分，其中有 5 次比较显著的上行行情，分别为：1、1 月 2 日至 1 月 26 日，持续 19 天，指数区间涨幅 7.59%；2、2 月 12 日至 3 月 12 日，持续 16 天，指数区间涨幅 6.29%；3、5 月 3 日至 5 月 22 日，持续 14 天，指数区间涨幅 4.32%；4、7 月 9 日至 7 月 24 日，持续 12 天，指数区间涨幅 5.76%。我们判断，目前上证综指正处于 18 年以来的第 5 次阶段上行期，自 9 月 18 日开始，已经持续 4 天，涨幅高达 5.49%。

图表7： 上证综指日 K 线走势阶段划分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 上证综指日 K 线走势阶段划分明细（注：上升期 5 截至到最新）

	起始日期	截止日期	持续时间（天）	区间涨跌幅
上升期 1	2018-01-02	2018-01-26	19	7.59%
下降期 1	2018-01-29	2018-02-09	10	-12.04%
上升期 2	2018-02-12	2018-03-12	16	6.29%
下降期 2	2018-03-13	2018-05-02	33	-7.38%
上升期 3	2018-05-03	2018-05-22	14	4.32%
下降期 3	2018-05-23	2018-07-06	32	-14.53%
上升期 4	2018-07-09	2018-07-24	12	5.76%
下降期 4	2018-07-25	2018-09-17	39	-8.73%
上升期 5	2018-09-18	2018-09-21	4	5.49%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

后文中我们将按照如下流程对上述每次上升行情进行特征分析：

1. 按照考察区间初始时刻获取全部 A 股。
2. 剔除初始时刻处于 ST 状态或停牌的个股，以及上市未过半年的个股，形成股票池。
3. 对股票池进行分层，层内采用市值加权的方式合成组合涨跌幅，分层维度如下：
 - 市值维度，将所有股票按初始时刻的总市值从高到低排序，等分为十个组合。第 1 组市值最大，第 10 组市值最小。
 - 动量反转维度，将所有股票按照初始时刻往前推一个月计算累计涨跌幅并从高到低排序分为十层。第 1 组是过去一个月表现最好的股票组合，第 10 组是过去一个月表现最差的股票组合。
 - 估值维度，将所有股票按初始时刻的 EP/BP 从高到低排序，等分为十个组合，第 1 组估值最低，第 10 组估值最高。

同时，我们会统计一级行业各区间的涨跌幅，并将一级行业合成六大板块进行对比，考察行业、板块轮动方面是否有一定规律。

www.baogaoba.xyz 独家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

市值层面，主导风格经历了大市值→小市值→大市值的切换

市值维度，将所有股票按初始时刻的总市值从高到低排序，等分为十个组合。第 1 组市值最大，第 10 组市值最小，组合内采用市值加权的方式合成组合涨跌幅。可以看到，18 年年初的上升期 1 中，大市值组合明显占优，而上升期 2、上升期 3 则明显是小市值占优，直到 7 月初市场开始企稳反弹，大市值组合再度占优。

图表9：各上升阶段市值分层组合的累计涨跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
第 1 组	10.55%	5.43%	3.93%	7.27%	6.59%
第 2 组	3.67%	13.99%	4.45%	6.94%	4.39%
第 3 组	0.97%	15.84%	4.41%	6.24%	3.84%
第 4 组	0.73%	15.40%	3.90%	5.91%	3.83%
第 5 组	0.08%	16.01%	5.11%	6.82%	3.52%
第 6 组	0.33%	16.12%	4.49%	5.00%	3.69%
第 7 组	-0.52%	15.47%	5.74%	5.84%	3.46%
第 8 组	0.06%	19.16%	6.75%	5.86%	3.78%
第 9 组	0.60%	18.06%	8.43%	6.61%	4.00%
第 10 组	-0.07%	19.75%	10.39%	7.06%	4.35%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

动量反转层面，反弹行情中反转风格相对占优

动量反转维度，将所有股票按初始时刻往前推一个月计算累计涨跌幅并从高到低排序分为十层。第 1 组是过去一个月表现最好的股票组合，第 10 组是过去一个月表现最差的股票组合。组合内采用市值加权的方式合成组合涨跌幅。可以看到，上升期 1 由于是 16 年至 17 年两年上行趋势的冲顶阶段，所以动量风格明显占优，而在后面四段反弹期中，反转风格都相对占优，也即过去一个月内表现较差的股票组合在反弹行情中往往表现较好。

图表10：各上升阶段动量分层组合的累计涨跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
第 1 组	8.65%	2.32%	5.95%	5.75%	4.30%
第 2 组	8.49%	7.43%	3.71%	6.31%	6.31%
第 3 组	8.39%	8.55%	3.49%	7.68%	6.74%
第 4 组	2.79%	12.52%	4.37%	6.92%	4.95%
第 5 组	8.54%	12.69%	4.52%	6.53%	5.11%
第 6 组	5.15%	13.96%	2.91%	7.30%	4.92%
第 7 组	5.98%	15.96%	4.70%	8.95%	5.58%
第 8 组	5.89%	18.53%	4.80%	7.63%	5.28%
第 9 组	7.64%	20.83%	5.70%	7.54%	6.56%
第 10 组	4.75%	24.50%	6.34%	6.92%	6.44%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值层面，主导风格经历了低估值→高估值→低估值的切换

估值维度，将所有股票按初始时刻的 EP/BP 从高到低排序，等分为十个组合，第 1 估值最低，第 10 组估值最高。组合内采用市值加权的方式合成组合涨跌幅。可以看到，不论是 EP 视角还是 BP 视角，主导风格都经历了低估值→高估值→低估值的切换。在 18 年年初的上升期 1 中，低估值组合明显占优，而上升期 2、上升期 3 则明显是高估值组合占优，直到 7 月初市场开始企稳反弹，低估值组合再度占优。

圖表11: 各上升階段 EP 分層組合的累計漲跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
第 1 組	14.42%	1.59%	2.08%	8.87%	7.36%
第 2 組	6.89%	11.96%	5.03%	6.42%	5.37%
第 3 組	1.99%	10.23%	5.59%	7.58%	5.44%
第 4 組	3.25%	13.08%	6.99%	6.69%	5.14%
第 5 組	1.44%	11.44%	6.17%	6.29%	5.42%
第 6 組	0.54%	17.57%	6.13%	6.60%	4.03%
第 7 組	5.30%	17.31%	6.98%	3.83%	3.88%
第 8 組	1.01%	12.63%	4.75%	5.24%	4.39%
第 9 組	1.16%	17.24%	3.82%	4.82%	3.64%
第 10 組	0.26%	13.82%	3.97%	3.11%	3.26%

資料來源: Wind, 華泰證券研究所

圖表12: 各上升階段 BP 分層組合的累計漲跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
第 1 組	14.38%	0.83%	2.84%	8.98%	6.60%
第 2 組	9.09%	7.99%	3.07%	5.64%	5.19%
第 3 組	3.49%	8.02%	4.12%	7.19%	4.67%
第 4 組	3.13%	12.13%	3.33%	7.23%	4.76%
第 5 組	4.86%	9.45%	5.36%	7.29%	6.05%
第 6 組	0.41%	12.43%	6.78%	7.88%	5.87%
第 7 組	2.57%	16.43%	4.40%	5.27%	4.90%
第 8 組	4.66%	18.08%	5.30%	6.15%	4.31%
第 9 組	0.77%	15.27%	6.83%	6.60%	5.22%
第 10 組	3.38%	15.32%	6.81%	4.96%	6.42%

資料來源: Wind, 華泰證券研究所

行業層面，主導板塊經歷了金融→成長→周期→金融的輪動規律

統計各上升區間一級行業漲跌幅，可以看到：

- 上升期 1 中，排名前 5 的行業主要是房地產、銀行、家電、石油石化、非銀行金融，主要集中在金融、周期板塊。
- 上升期 2 中，排名前 5 的行業主要是計算機、電子元器件、國防軍工、通信、醫藥，主要集中在成長板塊。
- 上升期 3 中，排名前 5 的行業主要是石油石化、食品飲料、農林牧漁、基礎化工、醫藥，主要集中在周期、消費板塊，其中領漲的是石油石化，彈性更大。
- 上升期 4 中，排名前 5 的行業主要是建材、建築、鋼鐵、餐飲旅遊、電子元器件，前三名都是典型的強周期風格。
- 上升期 5 中，排名前 5 的行業主要是食品飲料、餐飲旅遊、房地產、建材、銀行，主要是消費和大金融風格。

圖表13： 各上升階段一級行業累計漲跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
石油石化	11.05%	5.80%	11.60%	5.84%	3.86%
煤炭	6.56%	1.19%	6.97%	5.53%	6.73%
有色金屬	1.13%	11.87%	4.00%	6.53%	5.46%
電力及公用事業	-0.80%	10.38%	4.29%	5.85%	2.36%
鋼鐵	5.37%	2.18%	-1.04%	11.61%	6.74%
基礎化工	1.61%	11.88%	7.68%	8.28%	4.28%
建築	5.64%	7.58%	1.05%	11.94%	6.28%
建材	6.17%	12.93%	3.75%	15.79%	7.15%
轻工製造	2.42%	12.23%	6.30%	5.69%	5.18%
機械	0.19%	12.84%	3.08%	7.13%	4.32%
電力設備	-1.82%	13.32%	2.52%	5.78%	2.86%
國防軍工	-1.25%	18.15%	-1.20%	6.40%	1.26%
汽車	0.19%	12.75%	6.31%	3.95%	5.07%
商貿零售	3.09%	10.08%	4.35%	6.07%	5.17%
餐飲旅遊	6.82%	14.95%	6.70%	9.78%	7.59%
家電	12.45%	11.55%	4.00%	3.44%	5.16%
紡織服裝	1.87%	10.18%	5.69%	5.71%	3.37%
醫藥	1.83%	16.02%	7.20%	2.22%	5.35%
食品飲料	7.88%	5.82%	10.83%	4.89%	8.08%
農林牧漁	4.47%	8.76%	8.27%	6.29%	2.58%
銀行	13.45%	-0.37%	0.85%	7.96%	6.81%
非銀行金融	8.78%	7.84%	2.14%	6.88%	6.24%
房地產	16.16%	6.09%	0.69%	5.87%	7.34%
交通運輸	4.61%	8.67%	3.51%	3.68%	5.63%
電子元器件	-1.93%	20.27%	5.89%	9.53%	4.26%
通信	-2.91%	17.26%	5.81%	8.83%	2.77%
計算機	1.98%	23.35%	2.17%	6.85%	3.63%
傳媒	4.13%	13.57%	2.93%	2.06%	4.01%
綜合	-0.50%	13.28%	1.70%	5.26%	4.05%

資料來源：Wind，華泰證券研究所

將一級行業聚类成六大板塊，板塊內採用等權方式合成板塊漲跌幅，可以看到更清晰的板塊輪動規律：1、上升期 1 中大金融板塊顯著占優；2、上升期 2 成長板塊顯著占優；3、上升期 3 周期上游、消費板塊表現較好，但周期上游彈性更大；4、上升期 4 中周期下游領漲，仍屬於周期風格；5、上升期 5 中，大金融板塊再次佔據主導地位。所以 18 年以來主導板塊經歷了大金融→成長→周期→大金融的輪動規律，目前再次輪動到大金融板塊，而大金融也屬於周期風格，按照過往規律，未來周期板塊和成長板塊有望獲得較佳表現。

圖表14： 各上升階段六大板塊累計漲跌幅

	2018/1/2~ 2018/1/26	2018/2/12~ 2018/3/12	2018/5/3~ 2018/5/22	2018/7/9~ 2018/7/24	2018/9/18~ 至今
周期上游	6.25%	6.29%	7.52%	5.96%	5.35%
周期中游	2.70%	8.28%	3.61%	7.36%	4.75%
周期下游	3.05%	11.53%	3.55%	9.70%	5.70%
消費	5.10%	11.20%	6.67%	5.51%	5.31%
成長	-0.11%	17.55%	3.86%	6.61%	3.50%
大金融	12.79%	4.52%	1.23%	6.90%	6.80%

資料來源：Wind，華泰證券研究所

图表15： 行业分类构成

类别	板块	板块包含行业
周期	周期上游	有色金属、煤炭、石油石化
	周期中游	钢铁、基础化工、电力及公用事业、交通运输
	周期下游	建材、建筑、汽车、机械
	大金融	银行、非银行金融、房地产
消费	消费	轻工制造、商贸零售、餐饮旅游、家电、纺织服装、医药、食品饮料、农林牧渔
成长	成长	计算机、传媒、通信、电力设备、电子元器件

资料来源：华泰证券研究所

综上所述，无论是从因子风格还是行业板块的角度，自 9 月 18 日开启的上升期 5 和年初的上升期 1（2018/1/2 至 2018/1/26），以及最近的一次反弹行情上升期 4（2018/7/9 至 2018/7/24）都较为类似，这两段历史行情中呈现出的规律特征或许对当下有一定的指导意义。

从业绩、估值等基本面维度，当前更推荐周期、成长板块

半年报数据显示，营收增速边际改善明显的行业集中在周期、成长板块

在华泰金工行业轮动系列报告之三《财务质量因子在行业配置中的应用》中，我们基于多因子模型实证了 98 个财务质量因子在行业配置上的应用，结论显示，营业收入 TTM 值的同比增长率环比增量因子在所有单因子中多头组合的超额收益最高，该因子主要考察营收增长率的边际变化。以最新的半年报为例，其构建方式如下：

$$\text{同比增长率增速} = \frac{\text{营收 TTM}(2018Q2) - \text{营收 TTM}(2018Q1)}{\text{营收 TTM}(2017Q2) - \text{营收 TTM}(2017Q1)}$$

在 8 月底所有半年报数据公布之后，我们基于个股数据合成了行业的营收 TTM 值，同时在计算前后两期的同比增长率时严格保证可比口径，也即股票集合是一样的。最终得到各个行业的最新营收同比增长率增速如下，可以看到：

- 多头组合（环比增量前 5 的行业）中，房地产、银行属于周期板块，计算机、传媒属于成长板块，多头组合等权收益率为 2.09%，显著高于全行业等权收益率 0.86%。
- 营收同比增长率环比改善（也即环比增量大于 0）的行业一共有 9 个，这 9 个行业的等权收益率为 3.68%，也显著高于全行业等权基准。

综上，从业绩边际改善的角度，周期板块和成长板块更值得配置。

图表16：一级行业半年报营收同比增长率增速值和区间累计涨跌幅

	2018Q2 营收 TTM 同比增长率	2018Q1 营收 TTM 同比增长率	环比增量	9 月至今 累计涨跌幅	涨跌幅排名
国防军工	9.94%	4.33%	5.61%	4.60%	5
房地产	14.61%	9.85%	4.76%	3.68%	7
计算机	13.31%	10.24%	3.07%	-1.52%	22
银行	6.65%	3.96%	2.69%	4.75%	3
传媒	11.18%	9.22%	1.96%	-1.08%	21
电力及公用事业	18.90%	18.14%	0.75%	1.39%	12
轻工制造	24.70%	24.07%	0.63%	-1.74%	23
电力设备	18.32%	17.84%	0.49%	2.43%	9
食品饮料	16.55%	16.39%	0.16%	5.15%	2
非银行金融	12.93%	13.24%	-0.30%	4.63%	4
农林牧渔	7.87%	8.31%	-0.44%	0.47%	16
餐饮旅游	28.82%	29.36%	-0.54%	3.22%	8
医药	19.32%	19.96%	-0.65%	-3.11%	28
建筑	10.68%	12.09%	-1.41%	1.01%	13
纺织服装	19.23%	20.75%	-1.52%	-2.20%	26
汽车	13.43%	15.59%	-2.16%	1.70%	11
机械	20.11%	22.32%	-2.21%	0.91%	14
综合	21.74%	23.96%	-2.22%	-0.62%	20
石油石化	15.10%	17.37%	-2.28%	5.54%	1
基础化工	25.46%	27.74%	-2.28%	-2.08%	25
通信	9.59%	12.41%	-2.82%	-2.62%	27
商贸零售	14.94%	18.41%	-3.48%	0.32%	18
有色金属	8.15%	11.85%	-3.70%	0.28%	19
钢铁	19.04%	24.29%	-5.26%	0.34%	17
电子元器件	22.14%	27.50%	-5.37%	-5.16%	29
建材	32.86%	38.32%	-5.46%	-2.08%	24
家电	20.17%	25.84%	-5.66%	0.86%	15
煤炭	8.59%	19.67%	-11.08%	4.04%	6
交通运输	21.96%	34.47%	-12.51%	1.76%	10
行业等权基准				0.86%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值层面，周期、成长行业相对较低，消费类行业的估值业绩匹配度较低

统计中信一级行业最新的估值分位数分布，可以看到：1、从 PE_TTM 的角度，房地产、基础化工、建材、轻工制造、电力设备、商贸零售的最新分位数均处于 5% 以下；2、从 PB_LF 的角度，电力及公用事业、电力设备、商贸零售、非银行金融、房地产、传媒、综合行业的最新分位数都位于 5% 以下。可以看到，上述估值水平相对低位的行业中，除了轻工制造、商贸零售属于消费板块，其他都是周期、成长类行业。

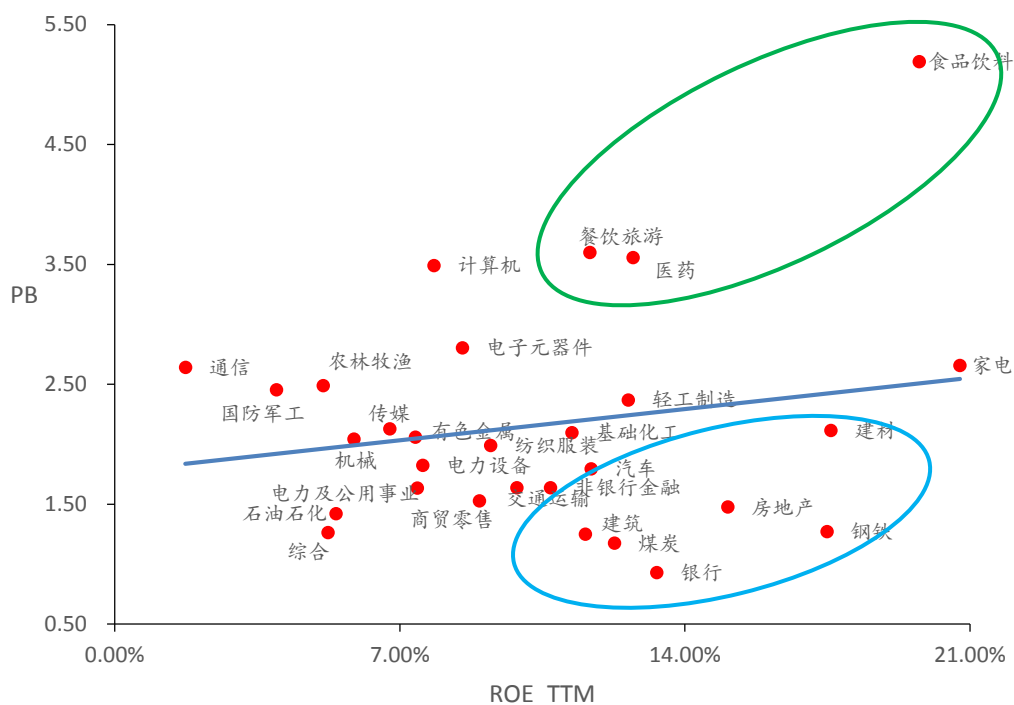
图表 17： 中信一级行业最新估值分布情况

	PE_TTM					PB_LF				
	最大值	中位数	最小值	最新值	最新分位数	最大值	中位数	最小值	最新值	最新分位数
石油石化	74.37	17.98	8.03	25.57	70.40%	9.35	1.80	1.09	1.42	32.74%
煤炭	1069.77	16.40	8.78	10.09	6.71%	10.65	1.97	0.93	1.18	10.25%
有色金属	377468.72	49.20	11.68	27.41	25.87%	13.27	3.15	1.44	2.06	10.96%
电力及公用事业	7848.61	24.91	11.95	22.81	42.51%	5.88	2.15	1.53	1.64	4.22%
钢铁	3990.24	21.96	5.49	7.96	13.07%	5.06	1.46	0.79	1.27	37.64%
基础化工	1657.39	47.21	18.47	20.84	1.88%	7.13	3.12	1.38	2.10	13.51%
建筑	102.41	19.09	8.09	11.30	11.92%	6.03	1.85	0.99	1.25	15.88%
建材	308.30	34.88	12.12	13.07	0.90%	7.90	2.62	1.23	2.12	29.69%
轻工制造	265.80	46.93	11.99	20.03	3.37%	6.99	2.61	1.10	2.37	40.47%
机械	165.55	35.36	12.51	35.83	51.26%	9.89	3.06	1.65	2.04	13.36%
电力设备	105.68	45.22	17.51	25.77	2.91%	9.31	3.35	1.67	1.83	1.29%
国防军工	209.24	67.93	25.16	65.86	45.78%	9.28	3.98	1.76	2.45	12.60%
汽车	103.31	20.92	10.98	16.09	16.00%	6.56	2.42	1.22	1.80	15.91%
商贸零售	86.26	35.10	14.45	18.24	2.01%	8.76	2.64	1.45	1.53	0.63%
餐饮旅游	737.53	51.22	22.26	32.19	12.28%	8.92	3.61	1.78	3.60	49.58%
家电	42550.45	21.48	12.33	13.89	7.21%	5.43	2.99	1.08	2.66	42.78%
纺织服装	2804.32	36.09	14.20	21.84	6.14%	6.45	2.80	1.34	1.99	21.88%
医药	126.51	40.79	21.44	29.26	4.79%	8.47	4.31	1.75	3.56	22.65%
食品饮料	120.07	34.43	15.35	27.86	24.03%	13.72	5.01	2.33	5.19	52.76%
农林牧渔	2719.38	58.30	25.37	49.60	35.42%	7.62	3.40	1.35	2.49	15.22%
银行	50.04	7.78	4.46	6.81	35.86%	6.02	1.44	0.83	0.93	16.00%
非银行金融	305.06	22.42	11.00	15.93	9.67%	13.38	2.43	1.53	1.64	2.76%
房地产	132.25	22.86	9.92	10.64	1.44%	9.83	2.35	1.38	1.48	1.44%
交通运输	943.08	22.52	9.20	17.05	19.57%	8.02	2.11	1.05	1.64	22.14%
电子元器件	12518.39	53.68	20.46	33.61	7.58%	7.45	3.68	1.35	2.81	22.56%
通信	1812.07	54.40	12.02	54.13	49.12%	7.50	2.89	1.35	2.64	37.96%
计算机	3096.05	56.15	22.10	50.23	35.81%	16.94	4.27	1.92	3.49	31.19%
传媒	122.66	48.85	23.04	32.39	10.34%	10.95	4.15	2.05	2.13	0.30%
综合	9427.27	44.37	19.10	24.99	14.64%	8.64	2.74	1.22	1.26	0.36%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们基于 PB-ROE 模型来考察各行业的估值-业绩匹配程度，一般来说，盈利水平越高，投资者越倾向于给予较高估值。这里绘制各个行业的 PB-ROE 散点图如下，其中，PB 为 9 月 21 日各行业最新 PB_LF 值，而 ROE_TTM 从最新的半年报数据计算得到。可以看到，以钢铁、银行、建筑、煤炭、房地产为代表的金融、周期类板块盈利水平较高，估值相对偏低，具备一定的配置价值。而以食品饮料、医药、餐饮旅游为代表的消费类行业虽然盈利水平较高，但估值已经处于相对高位，未来业绩一旦不达预期，有较大的下行风险。

图表18：一级行业 PB-ROE 散点图分布

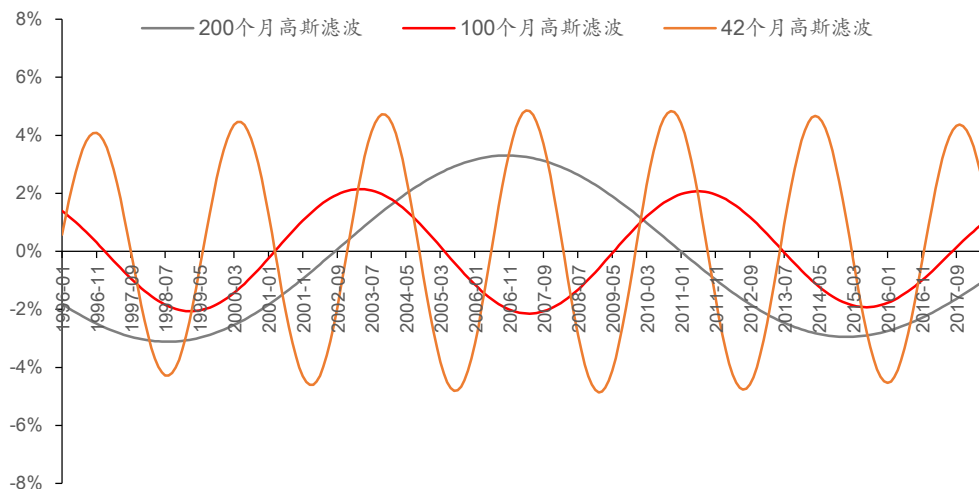


资料来源：Wind，华泰证券研究所

未来流动性有望边际宽松，利好长久期的成长板块

前期周报中我们指出，制约目前市场中长期表现的核心风险在于实体经济中、长周期上行，带动中长期利率上行，流动性收紧，导致市场估值承压。但短期来看，我们认为流动性环境有望迎来边际宽松，逻辑如下：1、实体经济基钦周期已经于 17 年底见顶回落，在此影响下，新兴国家股票市场已经大幅回撤，未来风险或将传导到以美国为代表的发达国家股票市场；2、一旦美股高位回落，美债这类避险资产将受到追捧，带动美债收益率下行，全球流动性环境都会边际宽松，A 股也有望迎来修复性的反弹行情。

图表19：CRB 综合现货指数三周期分解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

一旦流動性環境邊際寬松，DDM 模型的折現率也會降低，此時更利好長久期的成長板塊，因為成長股未來的現金流相比當前現金流要大的多，其久期相對較長，折現率的降低對現值的邊際提升更顯著。

風險提示：模型根據歷史規律總結，歷史規律可能失效。金融周期規律被打破。市場出現超預期波動，導致擁擠交易。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com