



## ROE&PB 在行业配置中真的有效吗？

——“行业基本面量化”系列思考之一

### 本月辩题：ROE&PB 在行业配置中真的有效吗？

本月就市场近期比较流行的“高 ROE，低 PB”的行业配置策略进行了分析。发现该策略实际效果长期来看并不是很稳定。用可获得的 ROE 数据去回测：年化超额收益 0.7%，胜率只有 48.98%，最大回撤达到 25.37%。另外，即便假设市场完美预期到所有行业下个季度 ROE 的大小排序，年化超额收益 3.76%，最大回撤 29.91%，胜率 51.02%，效果并没有得到很大改善。

历史上出现过这个策略表现很好的时间段（2006Q2~2009Q2，2011Q1~2013Q1），但是之后都出现了长达 1.5 年~2 年的回撤。过去两年策略表现较好，有可能仅仅是历史的重演，市场不断自我强化的结果。

我们当前观点是：根据历史数据统计规律，ROE&PB 策略并不一直有效，确实会出现长期大的回撤。当前市场自我强化的情绪依然存在，这个收益可以持续，可以参考技术面指标趋势跟随。但是，一旦市场自我强化的趋势被打破，需要注意的是回调带来的风险可能很大，而且持续时间会很长（历史经验 1.5 年~2 年）。

### 大类板块收益归因分析

我们从行业指数涨跌幅的表现出发对行业做一个初步的归类，然后再依据行业属性去做微调，最终可以将中信 28 个一级行业（综合除外）分为 7 个大类：**金融、上游原材料、中游制造、典型消费、其他消费、TMT、基础设施建设及运营。**

过去一个月，金融板块（银行、非银、房地产）和典型消费板块（食品饮料、家电、医药）涨幅较大，分别为 13.6% 和 7.2%。

如果对这些行业涨跌幅做市值因素的剥离，会发现银行（14.19% -> 5.07%）、食品饮料（7.83% -> 1.02%）涨幅主要是市值因素贡献的，而房地产（16.45% -> 13.36%）、家电（11.07% -> 7.28%）剥离市值因素后涨幅依然很大。

### 行业基本面热点定量分析和模型跟踪

**热点一：**近期生猪价格回升是季节效应，预计春节后继续回落，4、5 月份才会开始有所回升。猪肉价格和农林牧渔/上证综指走势高度一致，预判农林牧渔配置机会在 2018Q2。

**热点二：**石油石化的超额收益走势与 WTI 原油价格走势高度一致，而基础化工在 2014Q3 之前具备同比性，2014Q3 之后，其超额收益走势开始脱离原油价格的表现，甚至表现出一定的负相关关系。我们大类资产 WTI 原油最新定价 75 美元（6 月底），看好石油石化短期配置机会。

根据我们的行业基本面业绩预测模型，**农林牧渔、轻工制造、钢铁等行业业绩会继续下滑，基础化工、电子业绩增速继续维持，处于高景气状态。**

## 金融工程研究

丁鲁明

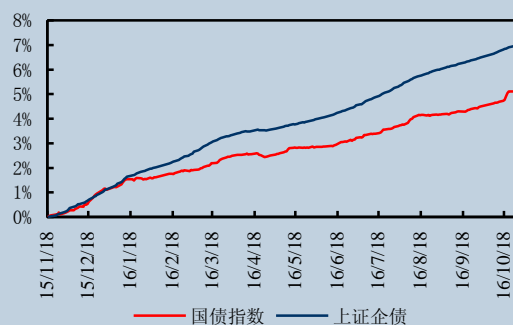
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2018 年 1 月 30 日

### 市场表现



### 相关研究报告

- 17.09.26 基本面量化系列研究之八：周期行业基本面量化之钢铁篇
- 17.05.10 基本面量化系列之七：量化视角看本轮消费板块行情还能走多远——以白酒、家电为案例的量化基本面分析
- 16.08.08 基本面量化系列之六：“量化基本面”理论体系及通信行业案例
- 16.06.23 基本面量化系列之五：投资时钟指路，量化大类资产轮动破局——再谈美林时钟模型在中美市场的有效性
- 16.06.02 基本面量化系列之四：量化全球大类资产配置体系之美股道指市盈率估计模型
- 16.04.20 基本面量化系列之三：“量化基本面”理论体系及农林牧渔行业案例
- 15.08.04 基本面量化系列之二：梦碎浮华回归本质，论行业财务基本面指标的有效性
- 15.07.23 基本面量化系列之一：结合基本面的行业月度波动特征分析

## 目录

一、本月辩题：ROE&PB 在行业配置中真的有效吗？	4
1.1 辩题的提出背景	4
1.2 行业 ROE&PB 的横向对比和纵向对比	4
1.3 高 ROE、低 PB 的策略到底表现如何？	5
二、大类板块近期收益归因分析	8
2.1 化繁为简：中信一级行业归类方法介绍	8
2.1.1 从市场表现出发：K-means 算法初步归类	8
2.1.2 从行业属性出发：对归类结果做微调	9
2.2 金融板块和消费板块收益归因分解	9
2.2.1 金融板块：剥离市值因素影响后，地产涨幅更加显著	10
2.2.2 典型消费板块：市值因素对食品饮料行业影响更大	10
三、行业基本面热点定量分析和模型跟踪	11
3.1 热点一：猪肉产业链现在可以配吗？	11
3.1.1 近期生猪价格回升是季节效应，预计春节后继续回落	11
3.1.2 生猪价格与农林牧渔超额收益走势高度一致，配置机会还需等待 2 季度	11
3.2 热点二：原油价格上涨，化工行业指数会如何表现呢？	12
3.3 行业基本面业绩预测模型跟踪结果	12
3.4 部分行业基本面量化指标更新结果	15
3.4.1 农林牧渔	15
3.4.2 轻工制造	16
3.4.3 基础化工	17
3.4.4 电子元器件	18
3.4.5 纺织服装	19
3.4.6 汽车	20
3.4.7 电力设备	21
3.4.8 医药	22
3.4.9 家电	23
3.4.10 钢铁	24

## 图目录

图 1：中信一级行业 PB 箱线图（*代表最新 PB 在历史数据中所处的位置）	4
图 2：中信一级行业 ROE 箱线图（*代表最新 ROE 在历史数据中所处的位置）	5
图 3：中信一级行业 PB 与 ROE 散点图	6
图 4：中信一级行业 ROE&PB 轮动策略效果图	7
图 5：参考当季数据的策略回测结果	7
图 6：参考下个季度数据的策略回测结果	7
图 7：猪肉价格下行周期还未结束	11
图 8：四季度季节效应价格回升，2018Q1 预计继续下滑	11



图 9: 生猪价格同比预计有所提升, 但依然为负.....	12
图 10: 生猪价格与农林牧渔超额收益走势高度一致.....	12
图 11: 石油石化超额收益与 WTI 油价走势高度一致.....	12
图 12: 2014Q3 之后, 基础化工超额收益开始与油价负相关.....	12
图 13: 预计农林牧渔行业净利润增速有所下滑.....	13
图 14: 预计轻工制造行业净利润增速有所下滑.....	13
图 15: 预计基础化工行业净利润增速有所提升.....	13
图 16: 预计电子行业净利润增速保持稳定.....	13
图 17: 预计汽车行业净利润增速略微下滑.....	13
图 18: 预计钢铁行业营收增速继续下滑.....	13
图 19: 预计医药行业净利润增速继续提升.....	14
图 20: 预计电力设备行业净利润增速继续下滑.....	14
图 21: 预计纺织服装行业净利润增速继续下滑.....	14
图 22: 预计家电行业净利润增速有所下滑.....	14
图 23: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速.....	15
图 24: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.96%.....	15
图 25: 猪周期下行趋势还未结束.....	15
图 26: 季节效应导致过去一段时间生猪价格环比提升.....	15
图 27: 禽链龙头股的净利润与股价同向变化.....	15
图 28: 鸡肉价格进一步下滑.....	15
图 29: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速达到 17.9%.....	16
图 30: 非经常性损益占净利润比例中位数为 3.14%.....	16
图 31: 轻工制造行业指数 VS wind 全 A.....	16
图 32: 行业最新市盈率.....	16
图 33: 造纸存货增速下滑、固定资产投资增速提升.....	16
图 34: 房屋销售对下游家具的滞后影响开始显现.....	16
图 35: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 17%.....	17
图 36: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.76%.....	17
图 37: 基础化工行业指数 VS wind 全 A.....	17
图 38: 行业最新市盈率.....	17
图 39: 粘胶短纤价格有所回调, 棉花期货价格保持不变.....	17
图 40: 化纤价格指数近期继续提升.....	17
图 41: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.97%.....	18
图 42: 非经常性损益占净利润比例中位数为 8.17%.....	18
图 43: 电子元器件行业指数 VS wind 全 A.....	18
图 44: 行业最新市盈率.....	18
图 45: 北美 PCB: BB 值 有所提升.....	18
图 46: 集成电路产量增速及光电子器件产量增速继续回调.....	18
图 47: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 4.1%.....	19
图 48: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.04%.....	19
图 49: 纺织服装行业指数 VS wind 全 A.....	19



图 50: 行业最新市盈率 .....	19
图 51: 服装及纺织品出口金额增速有所回调.....	19
图 52: 棉纱价格指数有所提升、人民币相对欧元保持稳定.....	19
图 53: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 0.7% .....	20
图 54: 非经常性损益占净利润比例中位数为 6.86% .....	20
图 55: 汽车行业指数 VS wind 全 A .....	20
图 56: 行业最新市盈率 .....	20
图 57: 乘用车、商用车销量增速有所回落.....	20
图 58: 耐用品订单指数增速继续提升, M2 增速下滑 .....	20
图 59: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.3% .....	21
图 60: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.65% .....	21
图 61: 电力设备行业指数 VS wind 全 A .....	21
图 62: 行业最新市盈率 .....	21
图 63: 发电新增设备、变电设备以及线路长度增速情况.....	21
图 64: 铜、铝现货价增速有所回落 .....	21
图 65: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速为 10.2% .....	22
图 66: 非经常性损益占净利润比例中位数为 5.56% .....	22
图 67: 医药行业指数 VS wind 全 A .....	22
图 68: 行业最新市盈率 .....	22
图 69: 企业景气指数企稳, 中药材价格指数不断上升.....	22
图 70: 化学药品原药产量、中成药产量增速均出现下滑.....	22
图 71: 家电行业净利润增速走势 .....	23
图 72: 非经常损益净利润占比概率分布.....	23
图 73: 家电行业指数 VS wind 全 A .....	23
图 74: 行业最新市盈率 .....	23
图 75: 商品房销售面积和家电营业收入增速.....	23
图 76: 家电原材料成本 .....	23
图 77: 钢铁行业营业收入增速走势 .....	24
图 78: 非经常损益净利润占比概率分布.....	24
图 79: 钢铁行业指数 VS wind 全 A .....	24
图 80: 最新市净率 .....	24
图 81: 螺纹钢、铁矿石、焦煤价格走势.....	24
图 82: 高炉开工率 .....	24

## 表目录

表 1: 大类行业归类结果 .....	8
表 2: 大类行业归类结果 .....	9
表 3: 过去半年 7 大类板块月均涨跌幅统计.....	10
表 4: 银行、非银涨幅主要贡献来自市值因素, 剥离市值因素后地产涨幅依然显著.....	10
表 5: 市值因素对家电、医药行业影响较小, 对食品饮料行业影响较大.....	10

## 一、本月辩题：ROE&PB 在行业配置中真的有效吗？

### 1.1 辩题的提出背景

近期市场上很多观点认为基于高 ROE、低 PB 的思路去做行业选择可以获得比较好的收益，而 2018 年年初至今银行、地产等板块的亮眼表现，以及去年消费板块的强劲走势似乎确实印证了这一点。**但是如果拉长时间来看，ROE&PB 策略在行业配置中真的长期有效吗？**还是说这个观点的流行只是市场走势带来的一个结果，并在投资者心中实现逐渐自我强化？本期系列思考将就这个话题来做深入的分析。

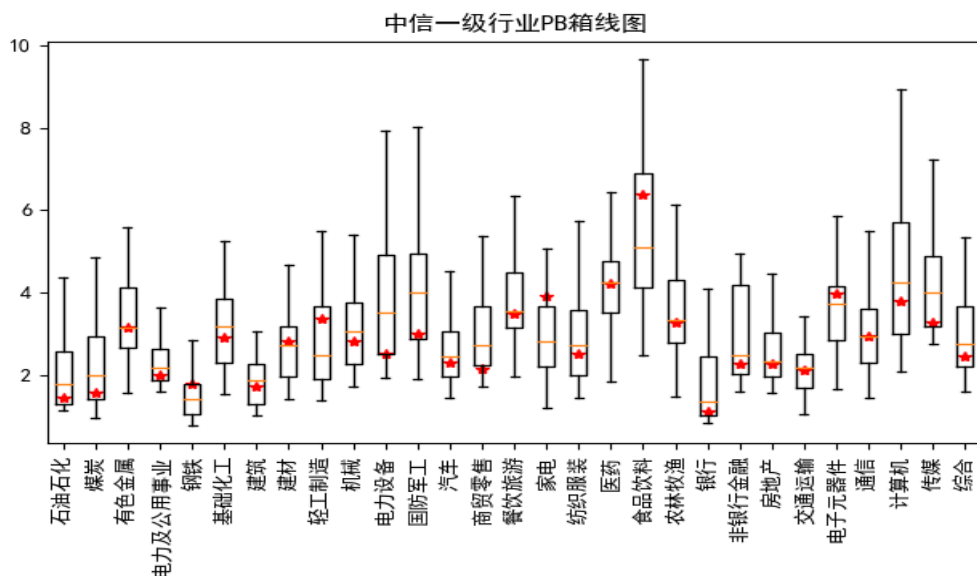
### 1.2 行业 ROE&PB 的横向对比和纵向对比

首先，我们统计了 2005/01/01 至最新日期的行业 PB 历史月度数据，并做出如下的箱线图，红色\*标注了行业当前 PB 处于历史的位置，黄色横线代表行业历史 PB 中位数，箱子上、下边缘分别代表四分位划分下第三分位（75%）、第一分位（50%），观察箱线图可以发现。

相对行业历史 PB 中位数正偏离较大的行业有：**钢铁、轻工制造、家电、食品饮料**；相对行业历史 PB 中位数负偏离较大的行业有：**电力设备、国防军工、商贸零售、银行、传媒**。

但是通过观测数据可以发现，无论是不同行业间的横向比较，或者是时间序列上的纵向比较，这个 PB 数据参考意义都非常有限。**横向比较的问题主要在不同行业估值体系不一样**，部分行业（银行、钢铁、建筑、石油石化等）的 PB 中枢始终低于其他行业。而**时间序列上纵向比较的问题主要是时间序列区间的选择会对结果造成很大影响**，比如说石油石化、煤炭等行业在 07、08 年达到历史高峰，如果这段时间考虑进去，那么之后的年份这些行业的 PB 跟历史中位数相比始终处于偏低的位置，所以纵向比较的参考意义也非常有限。

图 1：中信一级行业 PB 箱线图（\*代表最新 PB 在历史数据中所处的位置）

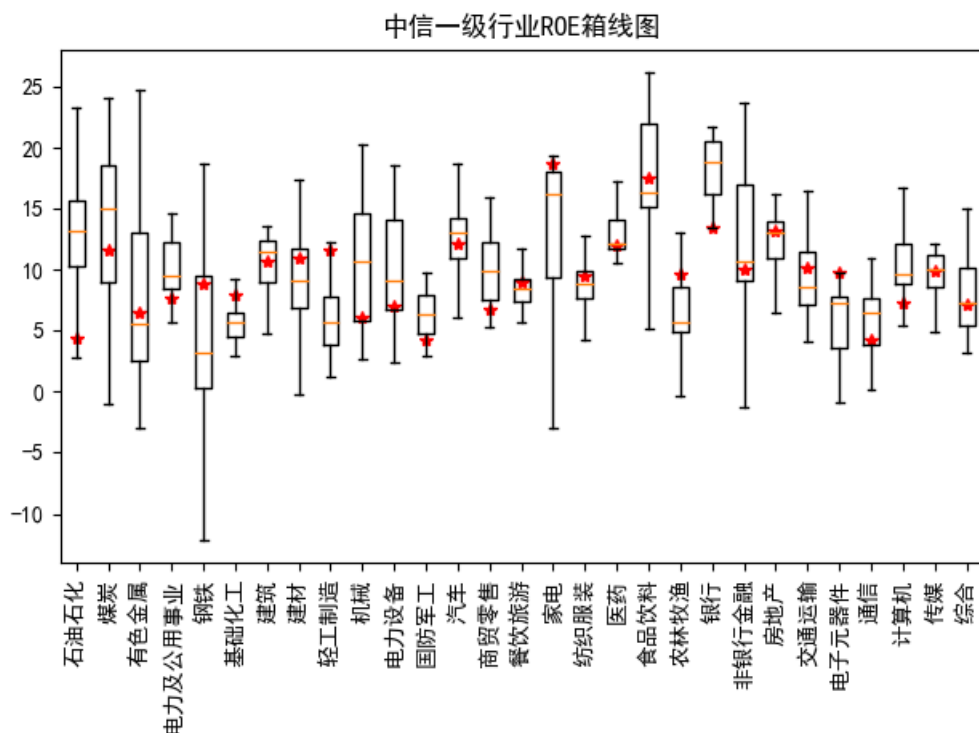


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



同样在盈利层面，我们统计了中信一级行业 ROE 的箱线图。相对行业历史 ROE 中位数正偏离较大的行业有：**钢铁、基础化工、轻工制造、家电、农林牧渔、电子元器件**；相对行业历史 ROE 中位数负偏离较大的行业有：**石油石化、电力与公共事业、国防军工、商贸零售、计算机**。

图 2：中信一级行业 ROE 箱线图（\*代表最新 ROE 在历史数据中所处的位置）

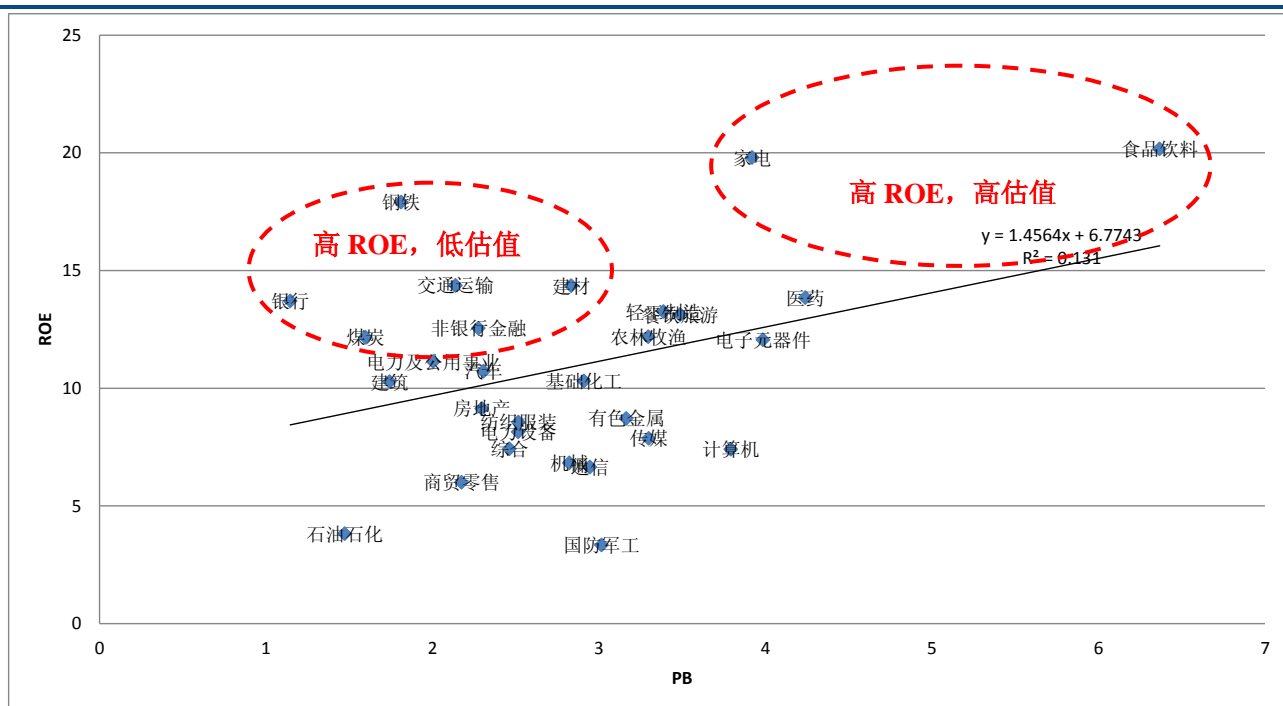


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

### 1.3 高 ROE、低 PB 的策略到底表现如何？

那么，是不是说如果结合 ROE 和 PB 这两个指标，筛选出盈利能力好、估值低的行业去配置，是不是就能获得超额收益呢？这个观点近期在市场上很流行，而且多数都采用了下面这张 PB&ROE 散点图来论证。最新数据显示，行业 ROE 和 PB 存在比较明显的正相关关系，ROE 高的行业普遍 PB 比较高，食品饮料、家电行业是高 ROE、高 PB 的典型代表，也是消费板块过去一年多上涨的一个很重要的市场逻辑。

图 3：中信一级行业 PB 与 ROE 散点图



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

同样依据这个逻辑，那么那些高 ROE 且低 PB 的行业就应该是当期配置性价比就很高：银行、钢铁、煤炭、交通运输、建材等。

但历史上这种配置策略表现到底怎么样呢？我们这里构建了一个简单的行业轮动策略：

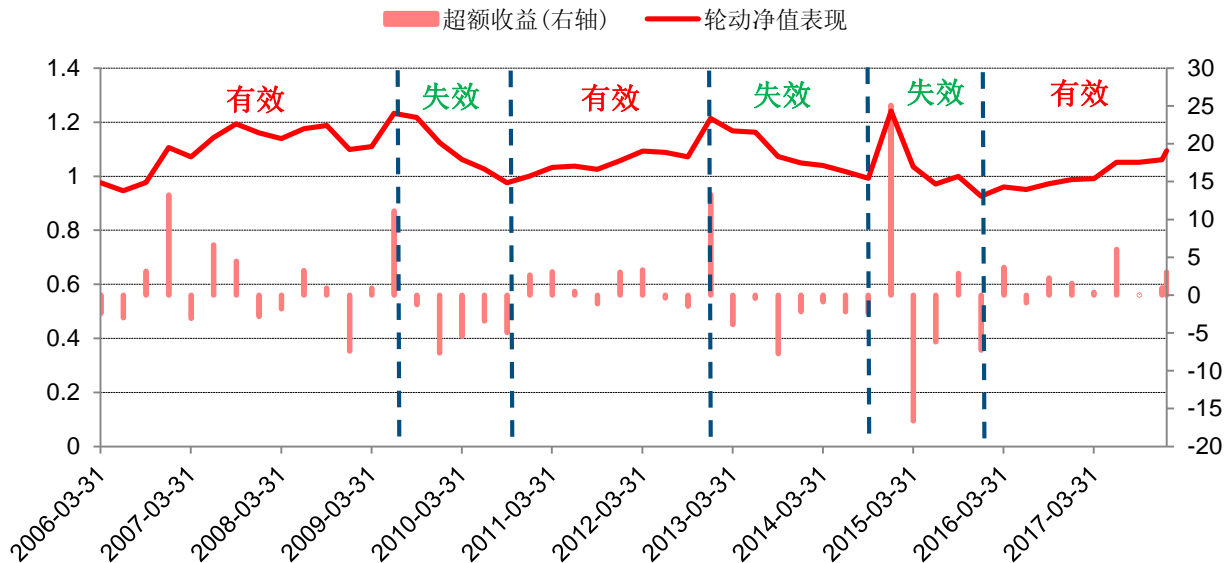
- 1)每个季度末，将中信 29 个一级行业按照最新可获得的 ROE(TTM)从大到小排序，选取排名前 10 的行业；
- 2)将筛选出来的 10 个行业按照 PB 值从小到大排序，选取 PB 最低的五个行业作为最终的行业配置组合；
- 3)这里把上游周期行业剔除（包括石油石化、煤炭、有色、钢铁），主要理由是周期的估值配置逻辑和其他行业不同，ROE 波动也非常大。因此，最终比较基准是剔除这些行业之后的等权指数。

下图是该策略回测结果，可以发现这种配置策略实际表现效果并不理想。策略净值从 2006 年初的 1.000 变为最新的 1.094，年化超额收益 0.7%，胜率只有 48.98%，最大回撤达到 25.37%。

该策略从 16 年初以来一直表现很好，至今为止已经持续两年，再加上策略和价值投资的理念不谋而合，因此市场对高 ROE，低 PB 的行业关注度非常高。但是，我们需要担心的是，这种配置策略会不会出现反转呢？历史上并不是没有出现过类似的事情（2006Q2~2009Q2，2011Q1~2013Q1），但是之后都出现了长达 1.5 年~2 年的回撤。过去两年策略表现较好，到底是所谓“价值投资”开始深入人心，还是仅仅历史的重演。如果是后者的话，那么其中潜在的风险是我们不得不去重视的。



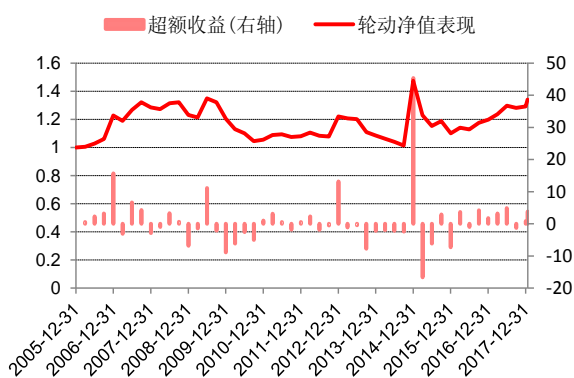
图 4：中信一级行业 ROE&PB 轮动策略效果图



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

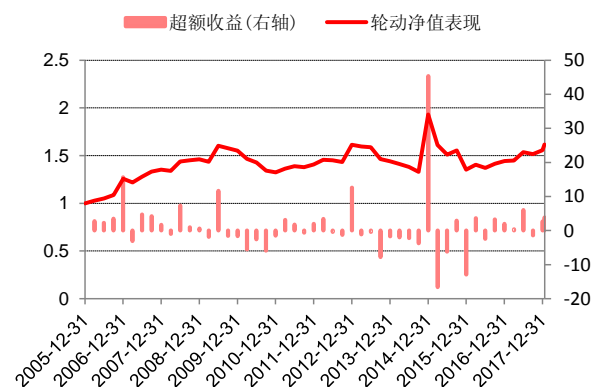
上述结果是根据可获得的数据严格做的量化回测得到的，是可以实现的策略。也许有人会说，市场是跟着预期走的，而不是已披露的数据。那同样，我们这里做一个非常完美的假设，假定每个季度末我们就知道当季度和下个季度所有行业 ROE 的值。看看依据这两个数据构建的策略效果如何。结果显示，最终年化收益可以得到提高，但是策略有效、无效的时间区间并没有出现改变，胜率也基本上维持在 50% 左右的水平。以表现最好的参考下个季度数据的策略为例，年化超额收益 3.76%，最大回撤 29.91%，胜率 51.02%，效果并没有得到很大改善。而且需要注意的是，这个结果还是在知道下个季度所有行业 ROE 的排序值这一完美假设下实现的。

图 5：参考当季数据的策略回测结果



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 6：参考下个季度数据的策略回测结果



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

综上，我们觉得，高 ROE，低 PB 的行业配置策略实际效果长期来看并不是很稳定，即便考虑市场预期也是如此。历史上出现过这个策略表现很好的时间段（2006Q2~2009Q2，2011Q1~2013Q1），但是之后都出现了长达 1.5 年~2 年的回撤。过去两年策略表现较好，有没有可能仅仅是历史的重演，市场不断自我强化的结果。我们当前观点是：当前市场自我强化的情绪依然存在，这个收益可以持续，可以参考技术面指标趋势跟随。另



一方面，根据历史数据统计规律，ROE&PB 策略并不一直有效，确实会出现长期大的回撤，一旦市场自我强化的趋势被打破，那么回调的风险可能很大。

## 二、大类板块近期收益归因分析

### 2.1 化繁为简：中信一级行业归类方法介绍

我们从行业指数涨跌幅的表现出发对行业做一个初步的归类，然后再依据行业属性去做微调，最终可以将中信 28 个一级行业（综合除外）分为 7 个大类：**金融**、**上游原材料**、**中游制造**、**典型消费**、**其他消费**、**TMT** 以及**基础设施建设及运营**。分类的步骤如下：

#### 2.1.1 从市场表现出发：K-means 算法初步归类

1) 提取 2005/03~2017/12 区间内中信 28 个一级行业(除去综合)季度涨跌幅的数据，作为聚类分析原始数据；

2) 用 K-means 算法，对 28 个行业的走势做聚类，分别分为 5/6/7/8 类得到分类结果，如下表所示，可以发现；

表 1：大类行业归类结果

行业	分 5 类	分 6 类	分 7 类	分 8 类	分类结果
石油石化	2	3	1	7	上游原材料
电力及公用事业	2	3	1	7	基础设施建设及运营
钢铁	3	3	1	7	上游原材料
建筑	4	3	1	7	基础设施建设及运营
交通运输	2	3	1	7	基础设施建设及运营
煤炭	3	6	2	1	上游原材料
有色金属	3	6	2	1	上游原材料
商贸零售	1	4	3	6	其他消费
餐饮旅游	1	4	3	6	其他消费
纺织服装	1	4	3	6	其他消费
农林牧渔	1	4	3	6	其他消费
电力设备	1	2	4	3	中游制造
电子元器件	1	2	4	3	TMT
通信	1	2	4	3	TMT
计算机	1	2	4	3	TMT
传媒	1	2	4	3	TMT
银行	2	5	5	5	金融
非银行金融	2	5	5	5	金融
房地产	4	5	5	5	金融
国防军工	1	2	6	2	中游制造
基础化工	1	4	6	8	中游制造
建材	4	6	6	8	中游制造

轻工制造	1	4	6	8	中游制造
机械	4	6	6	8	中游制造
汽车	4	6	6	8	中游制造
家电	4	1	7	4	典型消费
医药	5	1	7	4	典型消费
食品饮料	5	1	7	4	典型消费

数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

### 2.1.2 从行业属性出发：对归类结果做微调

从上述归类结果表格可以看出，从分为 6 类开始，结果就非常稳定了，我们这里采用分为 7 类的方式，这 7 类实际对应的属性分别是：**金融、上游原材料、中游制造、典型消费、其他消费、TMT、基础设施建设及运营**。另外，需要根据行业属性做两个调整：

1) 钢铁、石油石化：分为 7 类时，聚类算法将其归为“基础设施建设及运营”，我们这里将其调整为“上游原材料”，和煤炭、有色归为一类。

2) 电力设备：聚类算法将其和 TMT 行业归为一类，由于 TMT 行业有公认的定义（电子、计算机、通信、传媒），我们这里把它放到“中游制造”这个和它行业属性更相符的类别里面。

**表 2：大类行业归类结果**

金融	上游原材料	中游制造	典型消费	其他消费	TMT	基础设施建设及运营
银行 非银行金融 房地产	钢铁 煤炭 有色金属 石油石化	电力设备 国防军工 建材 机械 汽车 基础化工 轻工制造	家电 医药 食品饮料	商贸零售 餐饮旅游 纺织服装 农林牧渔	电子元器件 通信 计算机 传媒	电力及公用事业 交通运输 建筑

数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

## 2.2 金融板块和消费板块收益归因分解

依据上面 7 个板块的划分结果，我们采用行业等权的方式计算了每个板块过去半年的涨跌幅表现，计算结果如下表所示。从 2018 年 1 月份的数据可以看出，表现最亮眼的两个板块是：金融板块（银行、非银、房地产）上涨 13.6%，典型消费（食品饮料、家电、医药）上涨 7.2%。

表 3：过去半年 7 大类板块月均涨跌幅统计

月份	金融	上游原材料	中游制造	典型消费	其他消费	TMT	基础设施建设及运营
2017/07	3.7%	15.2%	1.1%	-1.5%	-0.4%	-3.0%	2.2%
2017/08	2.9%	8.9%	2.3%	2.3%	2.9%	6.0%	2.0%
2017/09	-1.5%	-0.1%	3.3%	3.6%	1.6%	3.4%	-1.8%
2017/10	1.4%	-5.2%	-1.4%	8.3%	1.6%	-0.7%	1.0%
2017/11	1.3%	2.8%	-4.3%	-3.7%	-5.8%	-3.7%	-3.1%
2017/12	-3.5%	-3.0%	-1.7%	4.8%	0.0%	-2.5%	-1.0%
2018/01	13.6%	3.8%	0.8%	7.2%	4.2%	1.3%	4.7%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

值得注意的是，行业指数涨跌幅的来源有很多，行业本身并不能解释所有。对行业指数涨跌幅来源做归因分析，不仅可以让我们对收益率的主要来源于那几块有更清晰的认识，也有利于我们识别潜在的风险。这里我们参考多因子体系收益归因的思路，把市值因素的影响从行业收益中剥离出来，看看去除 A 股市场这个很重要的市值因子的影响后，行业指数涨跌幅的表现。

### 2.2.1 金融板块：剥离市值因素影响后，地产涨幅更加显著

年初至今金融板块的三个行业均表现非常优异：银行（14.19%），非银（10.21%），房地产（16.45%）。如果我们将市值因素贡献的部分剥离后，可以发现，银行、非银涨幅主要贡献来自市值因素（市值贡献 8%~9%），剥离市值因素后地产涨幅依然显著（剥离市值因素后的涨跌幅 13.36%）。

表 4：银行、非银涨幅主要贡献来自市值因素，剥离市值因素后地产涨幅依然显著

	年初至今涨跌幅	市值因素贡献涨跌幅	剥离市值因素后的涨跌幅
银行	14.19%	9.12%	5.07%
非银行金融	10.21%	6.89%	3.32%
房地产	16.45%	3.09%	13.36%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

### 2.2.2 典型消费板块：市值因素对食品饮料行业影响更大

典型消费板块的收益主要来自食品饮料（涨幅 7.83%）和家电（11.07%）两个行业。剥离市值因素后，食品饮料的涨跌幅降为 1.02%，影响较大。家电涨跌幅变为 7.28%，市值贡献较小，仅为 3.79%。

表 5：市值因素对家电、医药行业影响较小，对食品饮料行业影响较大

	年初至今涨跌幅	市值因素贡献涨跌幅	剥离市值因素后的涨跌幅
家电	11.07%	3.79%	7.28%
医药	2.76%	0.43%	2.33%
食品饮料	7.83%	6.81%	1.02%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 三、行业基本面热点定量分析和模型跟踪

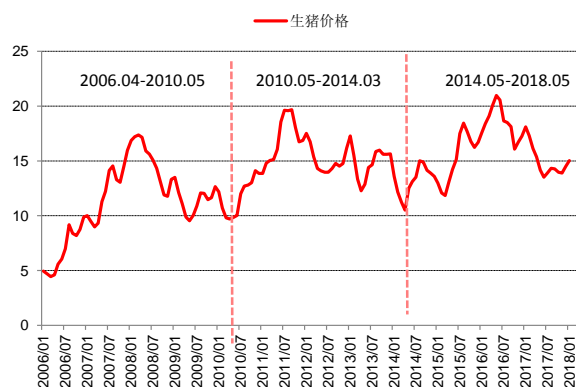
### 3.1 热点一：猪肉产业链现在可以配吗？

#### 3.1.1 近期生猪价格回升是季节效应，预计春节后继续回落

近期猪肉价格有所回升，生猪价格变化：10月13.97元/公斤，11月13.9元/公斤，12月14.5元/公斤，1月15.03元/公斤。看似在逐步回升，但是观测历史数据发现，这其实是季节效应带来的阶段性回升，历史上多数年份四季度都出现过这个现象。

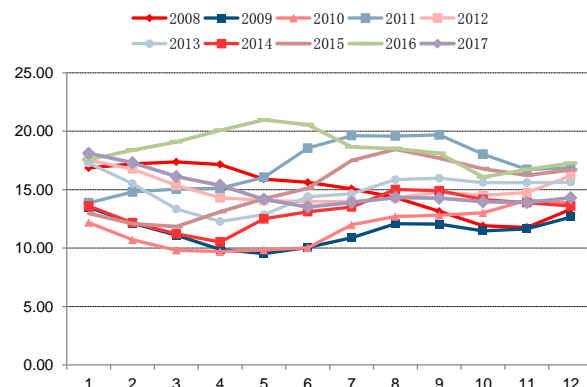
一季度历史数据显示，除了2008、2011以及2016年之外，生猪价格在一季度都是回调的。2008/2011/2016年一季度的生猪价格上涨，主要是因为当时都处于猪周期的上行周期。当前我们判断猪肉价格下行周期还未结束，因此春节过后，生猪价格大概率还是继续回调。并且，预计从二季度开始，猪肉价格才会有所回升。

图 7：猪肉价格下行周期还未结束



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 8：四季度季节效应价格回升，2018Q1 预计继续下滑



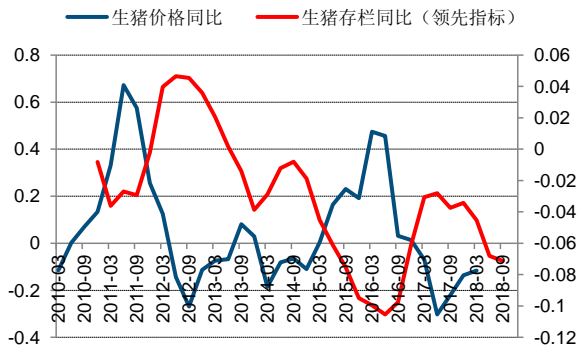
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

#### 3.1.2 生猪价格与农林牧渔超额收益走势高度一致，配置机会还需等待 2 季度

生猪存栏是生猪价格的领先指标，领先期大概 2 个季度。存栏的下滑预计会使得生猪价格同比有所提升，但是依然为负。另外，如果对比生猪价格和农林牧渔/上证综指超额收益的走势，会发现两者高度一致，再加上 2 季度生猪价格会由于季节效应提升，我们判断农林牧渔配置机会在 2 季度。

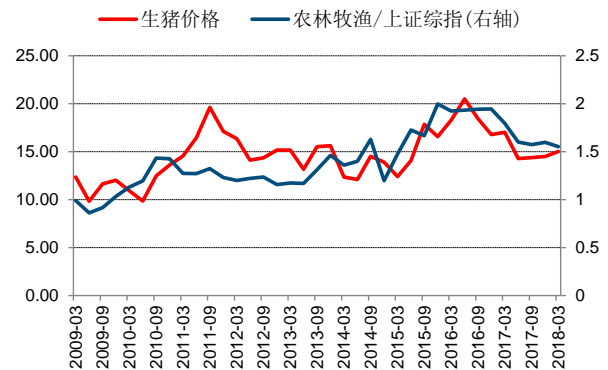


图 9：生猪价格同比预计有所提升，但依然为负



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 10：生猪价格与农林牧渔超额收益走势高度一致

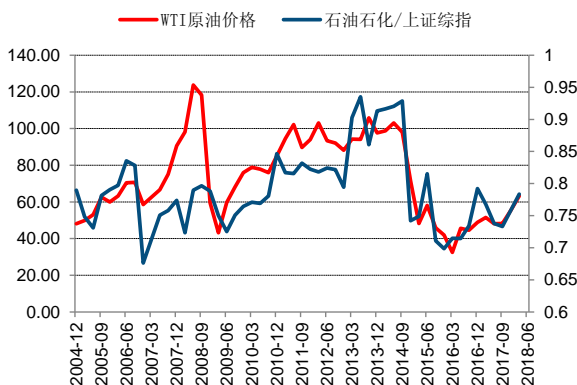


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

### 3.2 热点二：原油价格上涨，化工行业指数会如何表现呢？

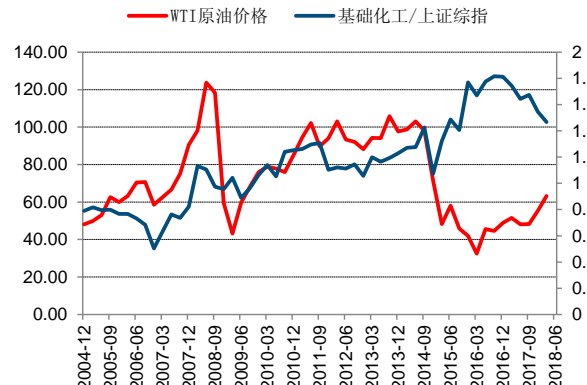
从行业指数相对上证综指的超额收益角度来讲，我们发现石油石化的超额收益走势与 WTI 原油价格走势高度一致。而基础化工在 2014Q3 之前具备同比性，但是 2014Q3 之后，其超额收益走势开始脱离原油价格的表现，甚至表现出一定的负相关关系。另外，考虑到我们大类资产的原油定价模型最新观点是 2018 年 6 月份 WTI 油价会涨到 75 美元，因此这里我们判断石油石化行业会继续获得超额受益。

图 11：石油石化超额收益与 WTI 油价走势高度一致



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 12：2014Q3 之后，基础化工超额收益开始与油价负相关



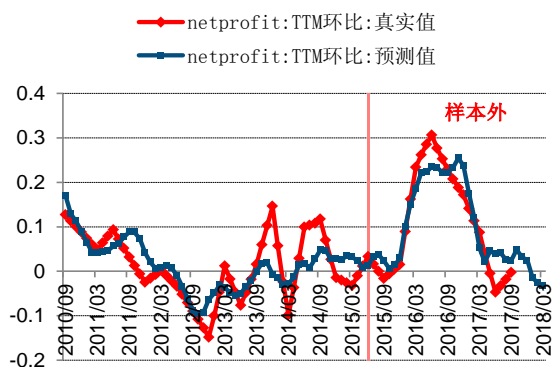
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

### 3.3 行业基本面业绩预测模型跟踪结果

我们为部分行业建立了业绩预测模型（钢铁行业净利润增速波动较大，这个给出的是营收预测模型，其余均是净利润增速预测模型），目前可以给出这些行业 2018Q1 净利润走势的预测结果，如下图所示。根据我们的预测模型，**农林牧渔、轻工制造、钢铁**等行业业绩会继续下滑，**基础化工、电子**业绩增速继续维持，处于高景气状态。

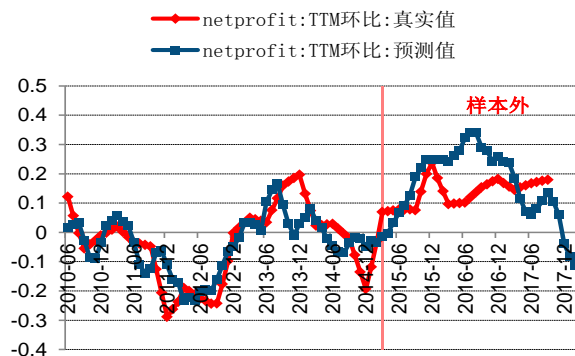


图 13：预计农林牧渔行业净利润增速有所下滑



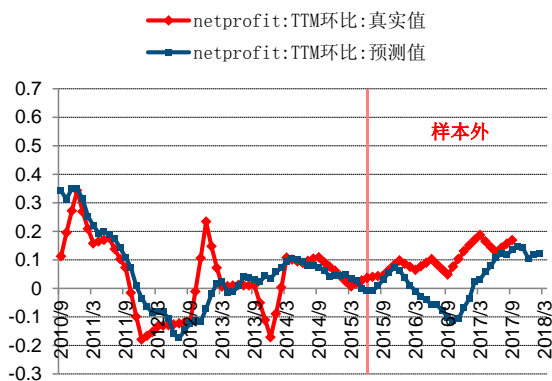
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 14：预计轻工制造行业净利润增速有所下滑



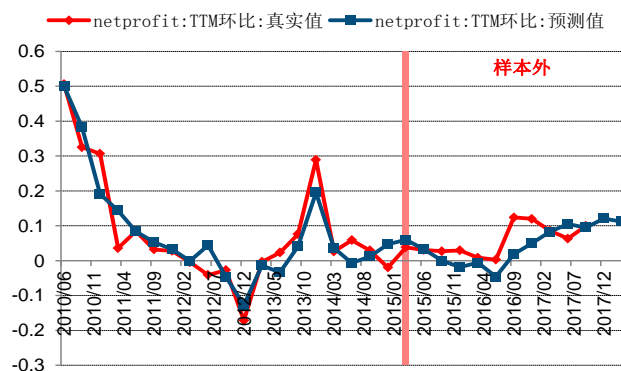
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 15：预计基础化工行业净利润增速有所提升



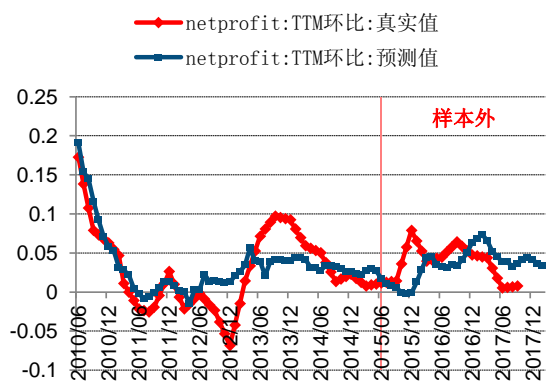
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 16：预计电子行业净利润增速保持稳定



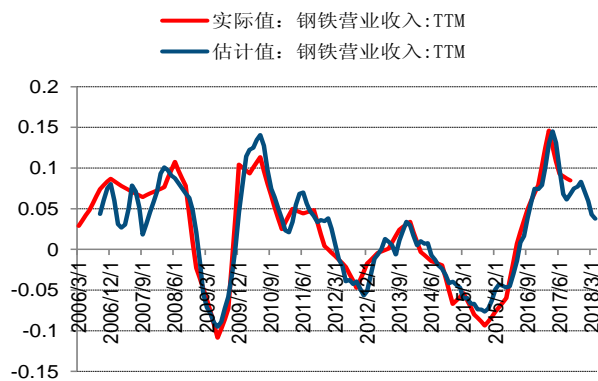
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 17：预计汽车行业净利润增速略微下滑



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

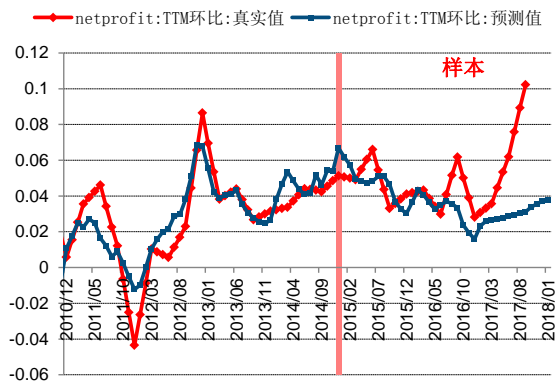
图 18：预计钢铁行业营收增速继续下滑



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

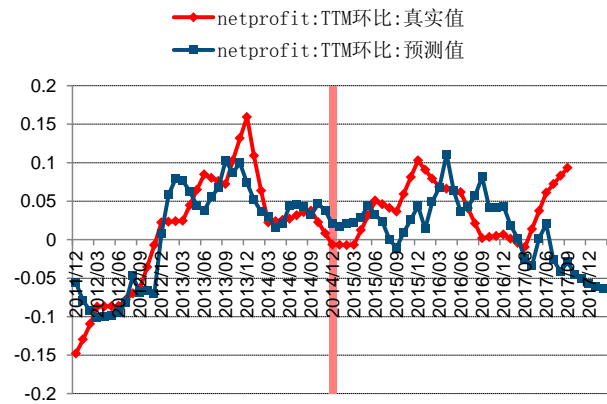


图 19：预计医药行业净利润增速继续提升



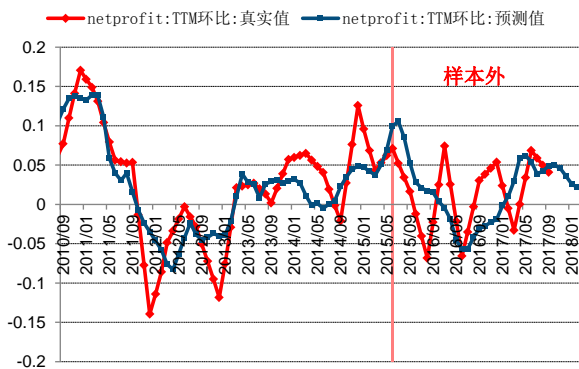
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 20：预计电力设备行业净利润增速继续下滑



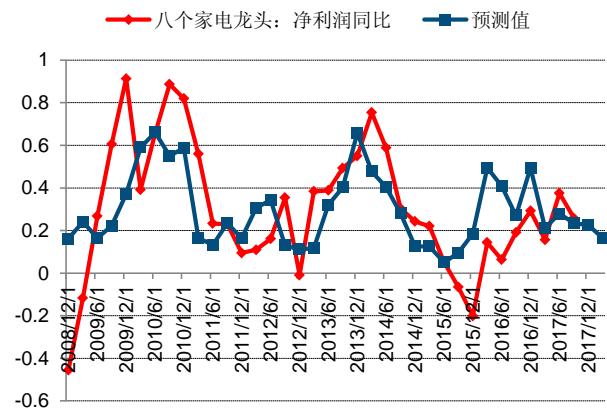
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 21：预计纺织服装行业净利润增速继续下滑



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 22：预计家电行业净利润增速有所下滑



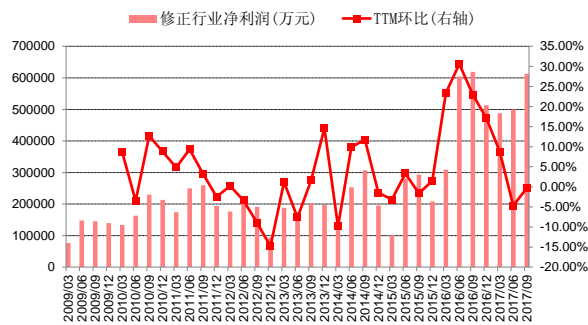
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



### 3.4 部分行业基本面量化指标更新结果

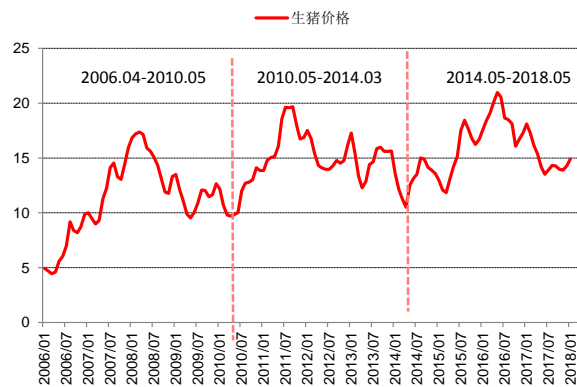
#### 3.4.1 农林牧渔

图 23: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速



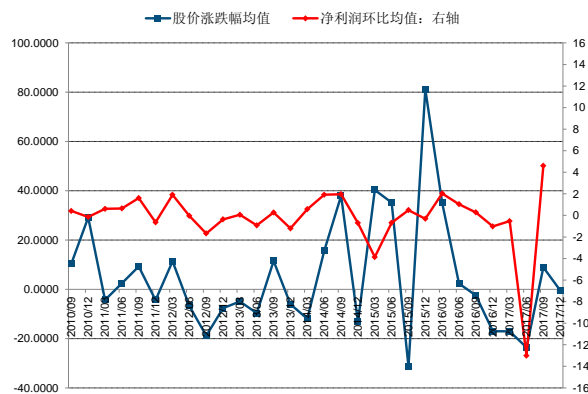
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 25: 猪周期下行趋势还未结束



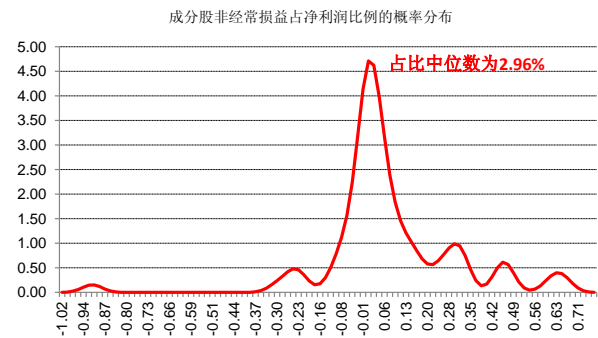
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 27: 禽链龙头股的净利润与股价同向变化



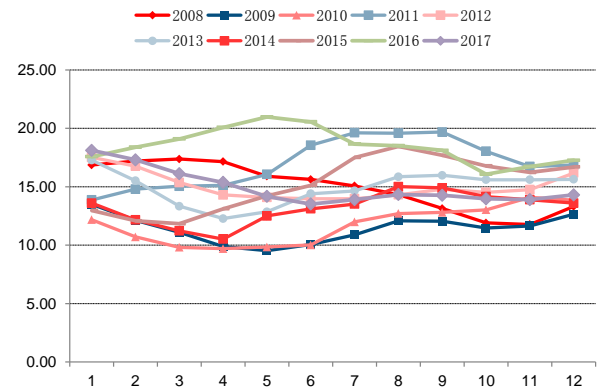
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 24: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.96%



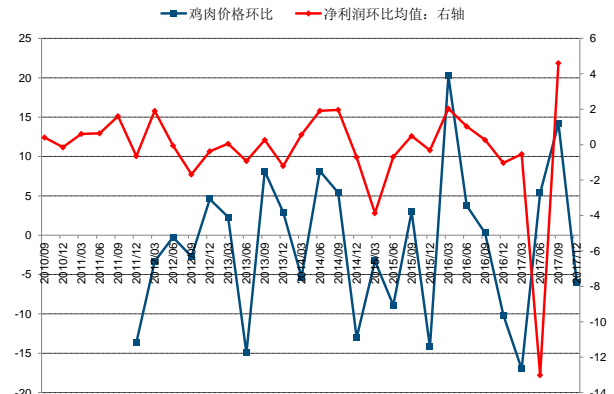
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 26: 季节效应导致过去一段时间生猪价格环比提升



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 28: 鸡肉价格进一步下滑

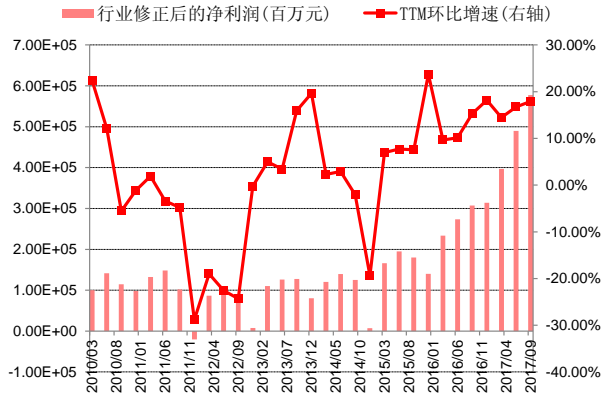


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



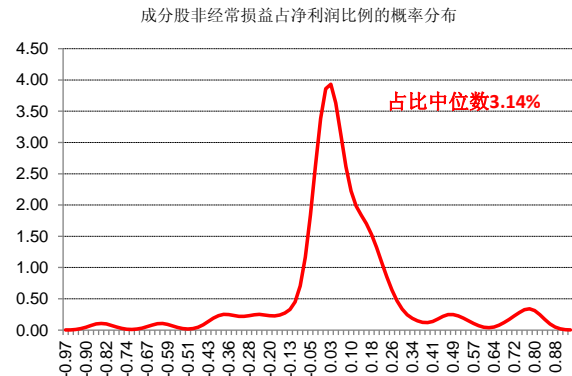
### 3.4.2 轻工制造

图 29: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速达到 17.9%



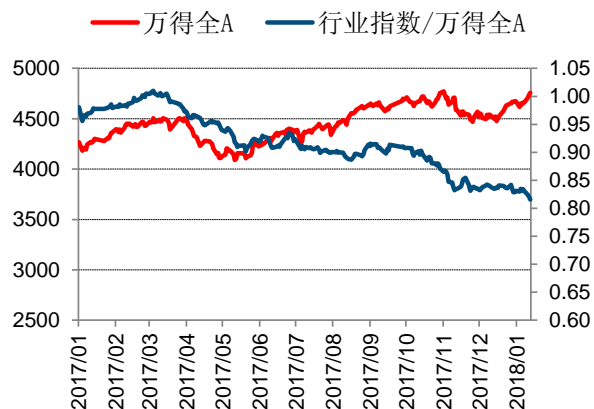
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 30: 非经常性损益占净利润比例中位数为 3.14%



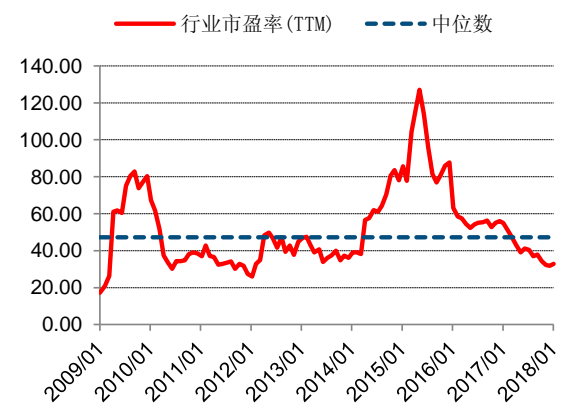
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 31: 轻工制造行业指数 VS wind 全 A



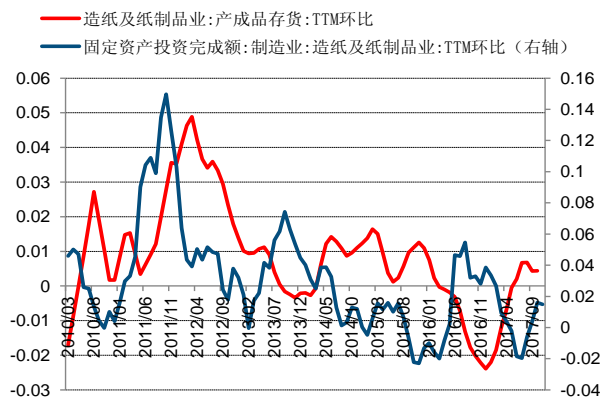
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 32: 行业最新市盈率



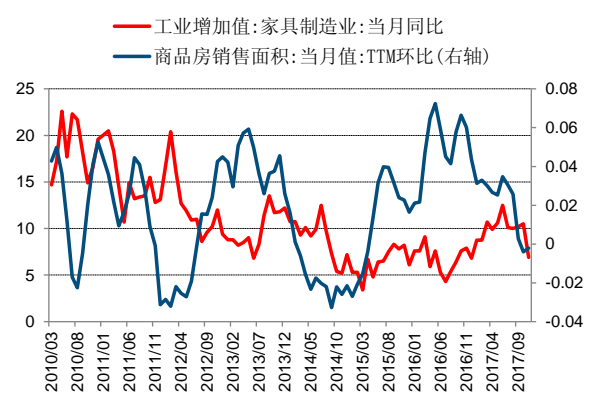
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 33: 造纸存货增速下滑、固定资产投资增速提升



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

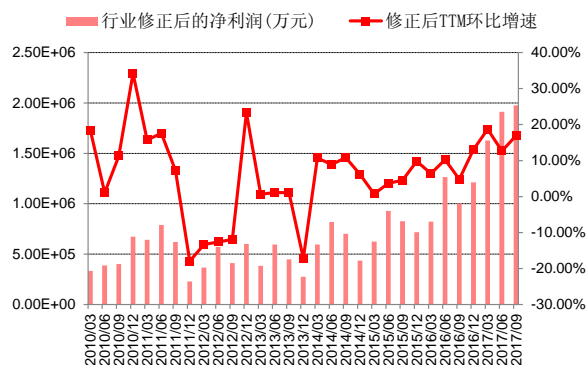
图 34: 房屋销售对下游家具的滞后影响开始显现



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

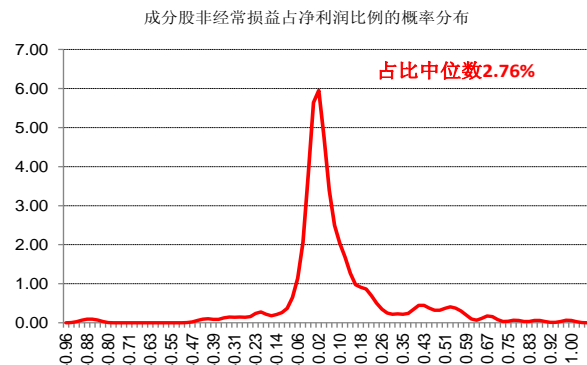
### 3.4.3 基础化工

图 35: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 17%



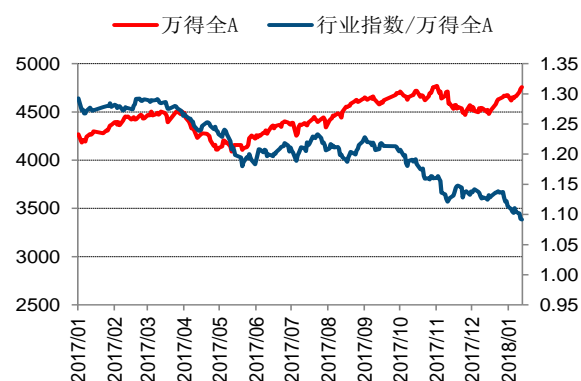
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 36: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.76%



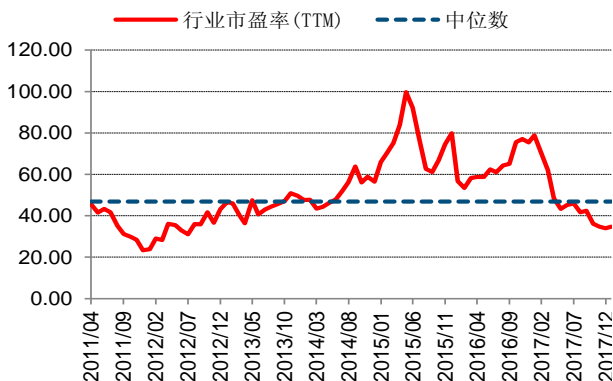
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 37: 基础化工行业指数 VS wind 全 A



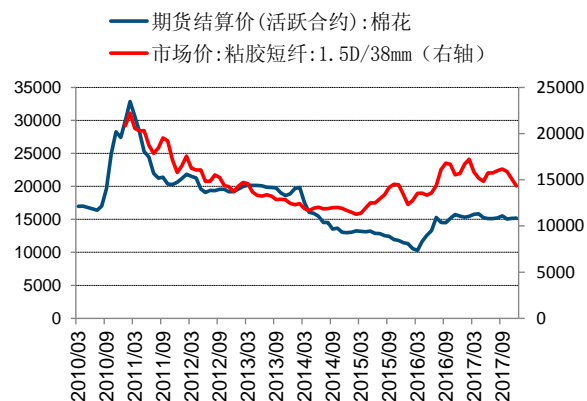
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 38: 行业最新市盈率



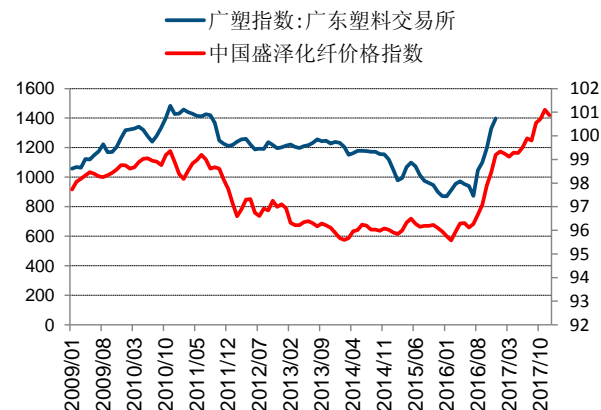
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 39: 粘胶短纤价格有所回调, 棉花期货价格保持不变



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 40: 化纤价格指数近期持续提升

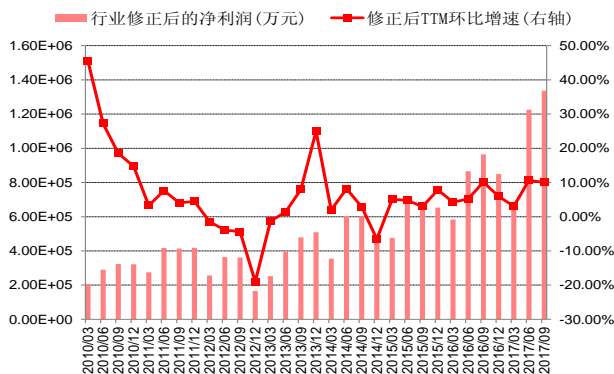


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



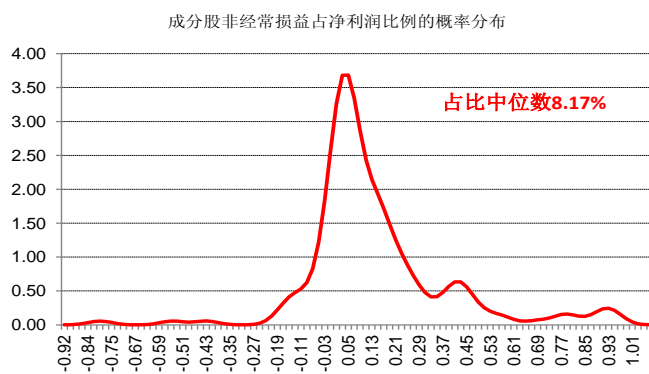
### 3.4.4 电子元器件

图 41: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.97%



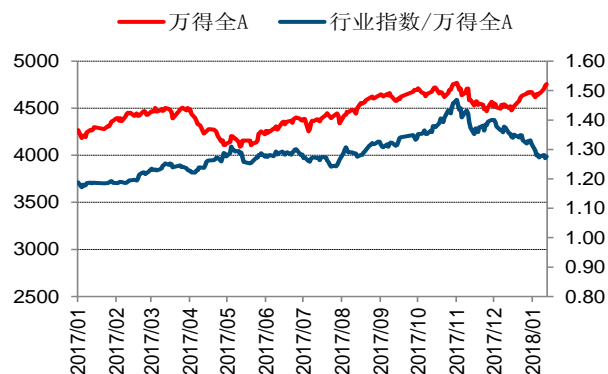
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 42: 非经常性损益占净利润比例中位数为 8.17%



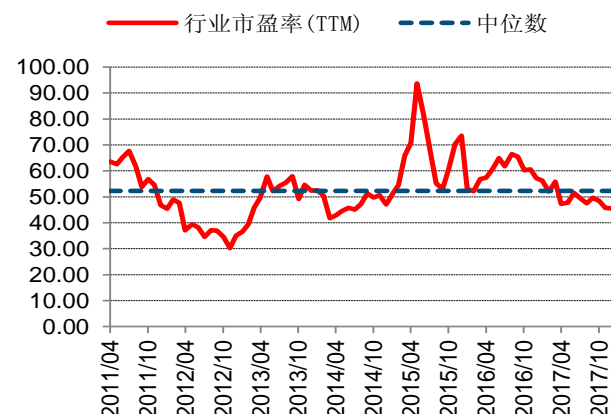
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 43: 电子元器件行业指数 VS wind 全 A



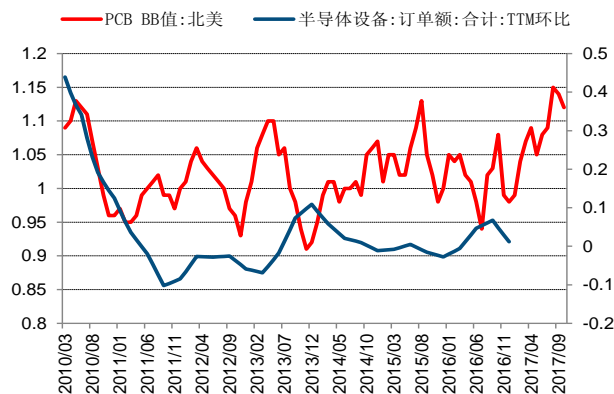
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 44: 行业最新市盈率



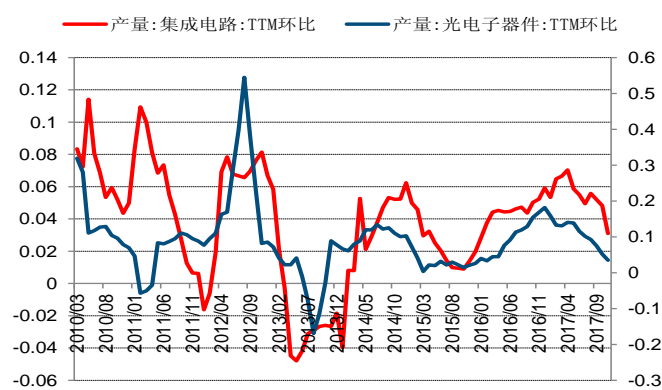
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 45: 北美 PCB: BB 值 有所提升



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

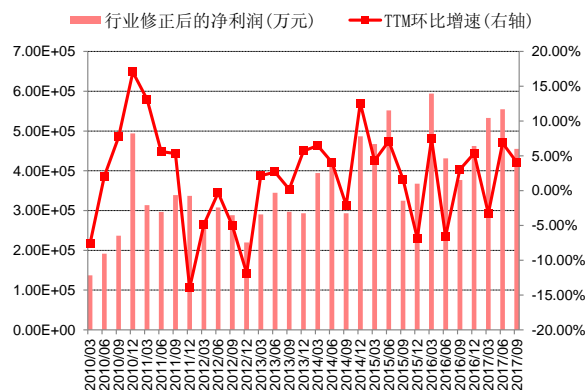
图 46: 集成电路产量增速及光电子器件产量增速继续回调



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

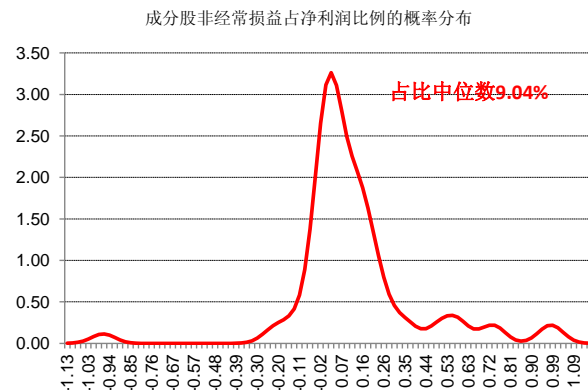
### 3.4.5 纺织服装

图 47: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 4.1%



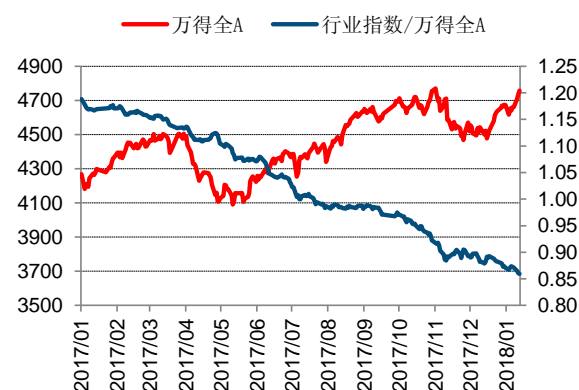
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 48: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.04%



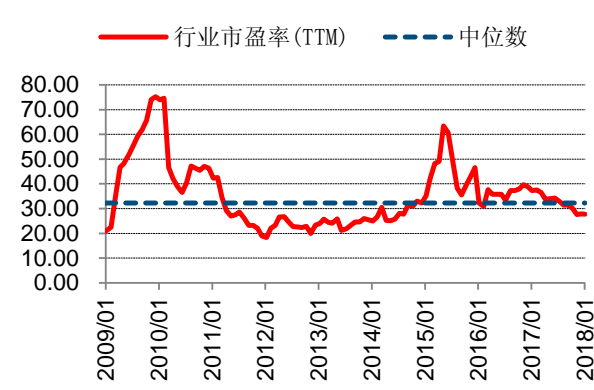
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 49: 纺织服装行业指数 VS wind 全 A



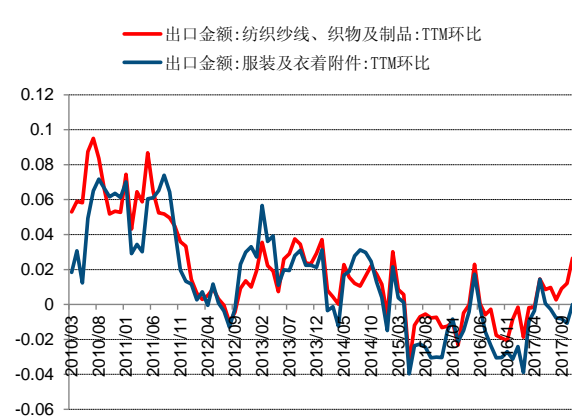
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 50: 行业最新市盈率



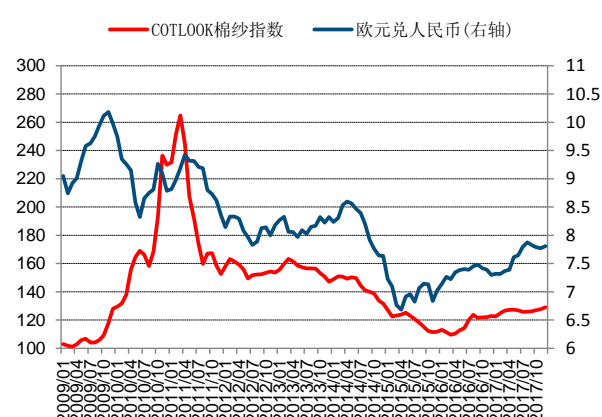
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 51: 服装及纺织品出口金额增速有所回调



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 52: 棉纱价格指数有所提升、人民币相对欧元保持稳定

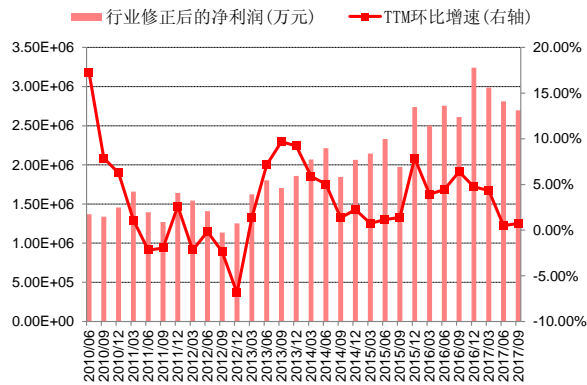


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



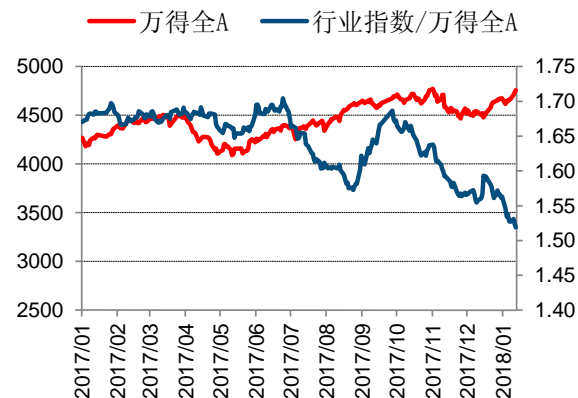
### 3.4.6 汽车

图 53: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 0.7%



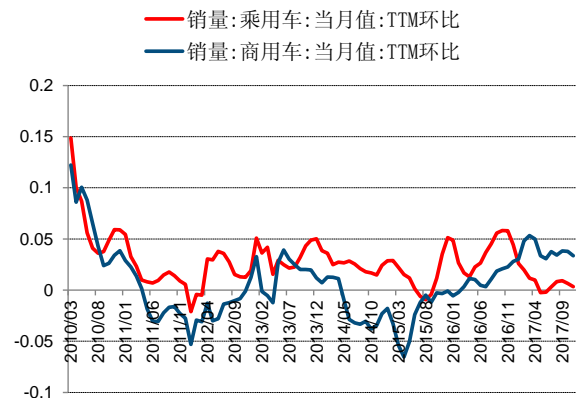
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 55: 汽车行业指数 VS wind 全 A



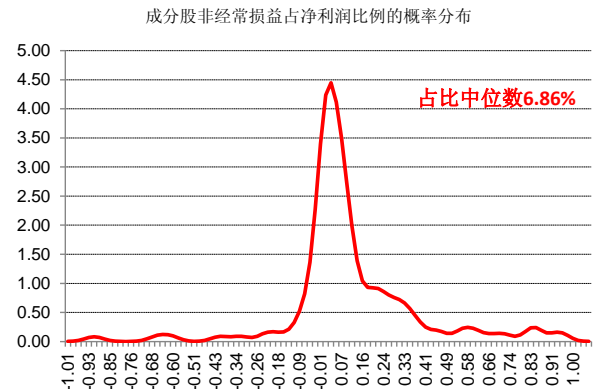
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 57: 乘用车、商用车销量增速有所回落



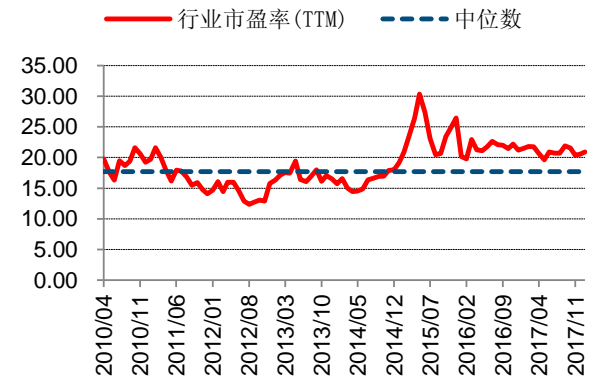
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 54: 非经常性损益占净利润比例中位数为 6.86%



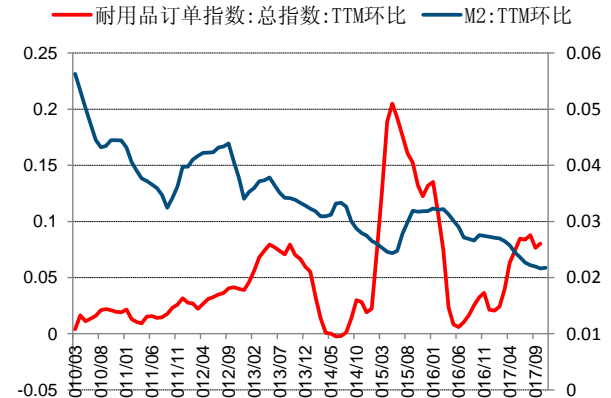
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 56: 行业最新市盈率



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 58: 耐用品订单指数增速继续提升, M2 增速下滑

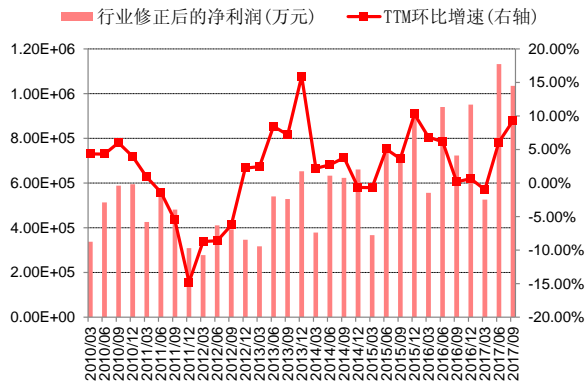


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



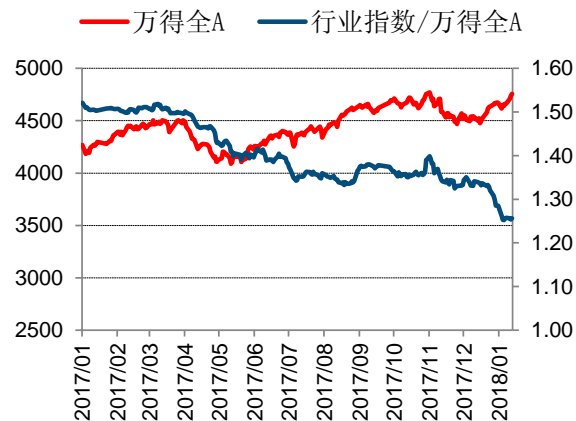
### 3.4.7 电力设备

图 59: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.3%



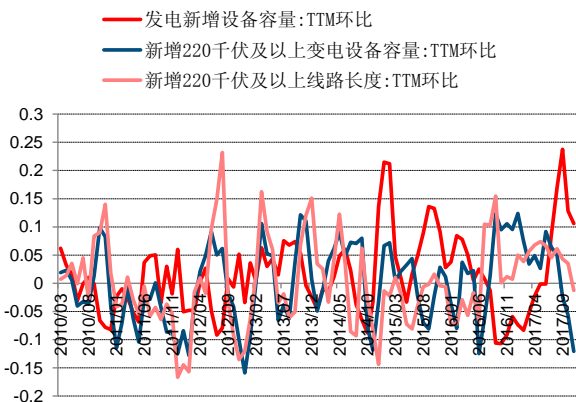
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 61: 电力设备行业指数 VS wind 全 A



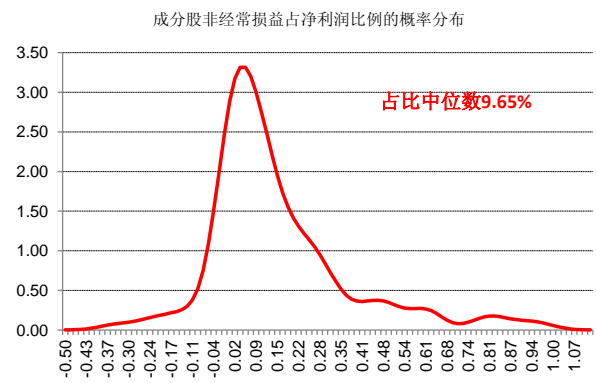
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 63: 发电新增设备、变电设备以及线路长度增速情况



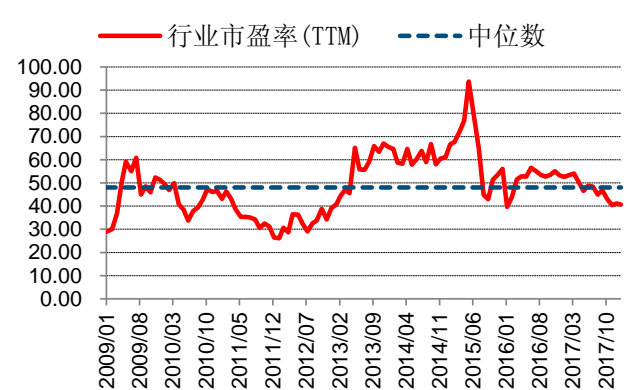
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 60: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.65%



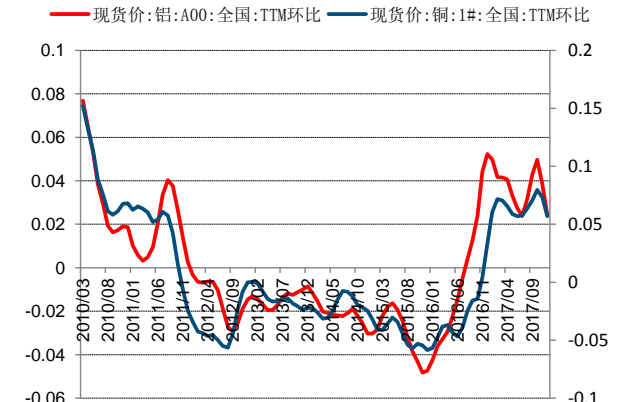
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 62: 行业最新市盈率



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 64: 铜、铝现货价增速有所回落

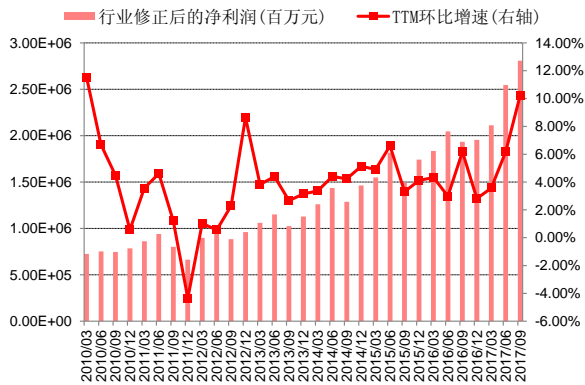


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



### 3.4.8 医药

图 65: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速为 10.2%



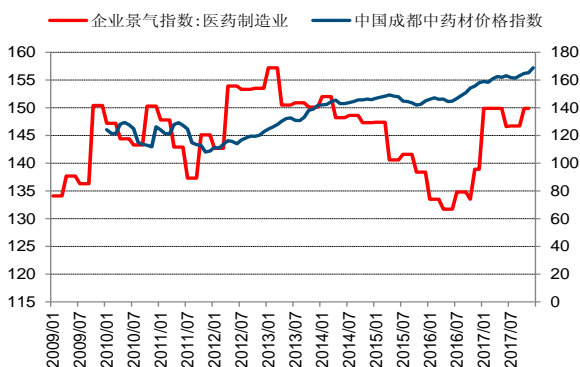
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 67: 医药行业指数 VS wind 全 A



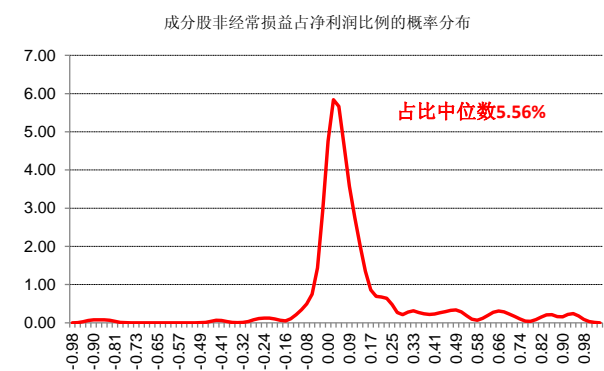
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 69: 企业景气指数企稳, 中药材价格指数不断上升



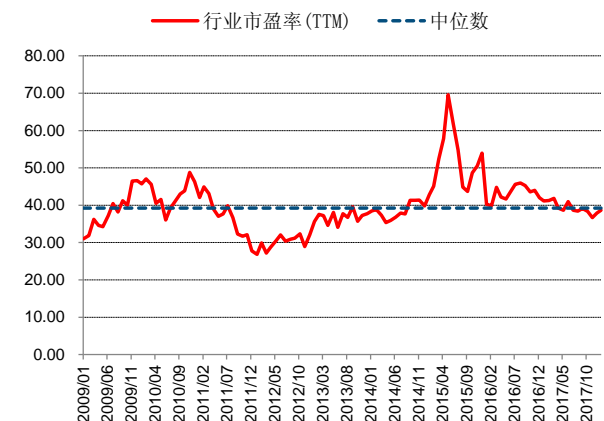
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 66: 非经常性损益占净利润比例中位数为 5.56%



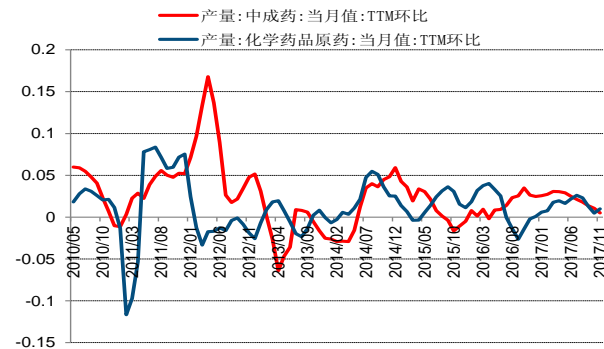
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 68: 行业最新市盈率



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 70: 化学药品原药产量、中成药产量增速均出现下滑

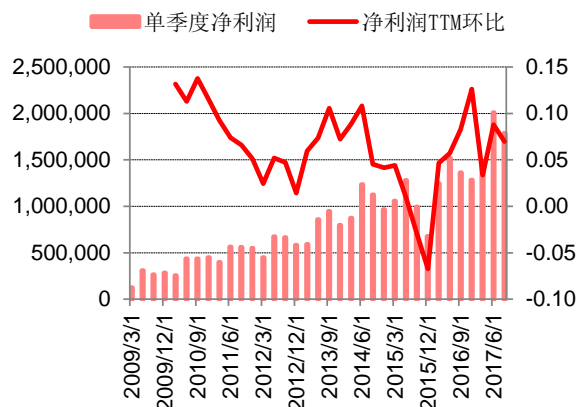


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



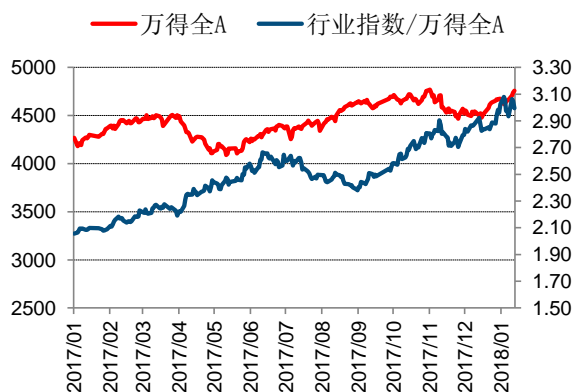
### 3.4.9 家电

图 71：家电行业净利润增速走势



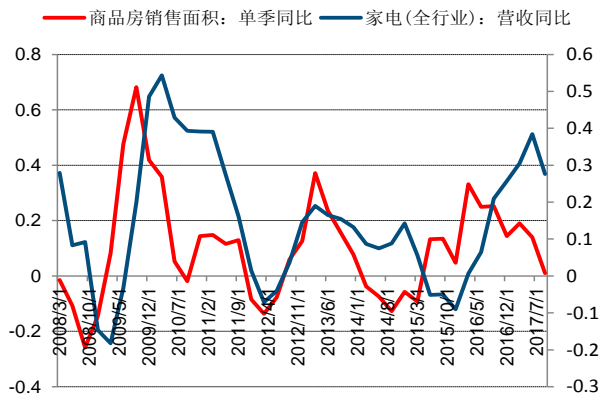
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 73：家电行业指数 VS wind 全 A



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

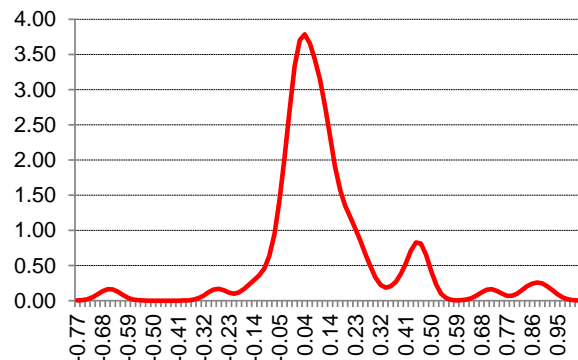
图 75：商品房销售面积和家电营业收入增速



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

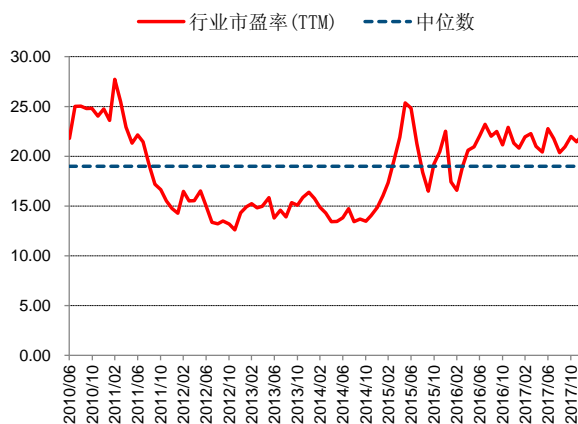
图 72：非经常损益净利润占比概率分布

成分股非经常损益占净利润比例的概率分布



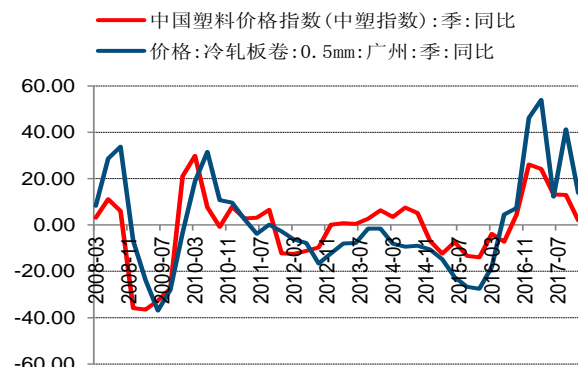
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 74：行业最新市盈率



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

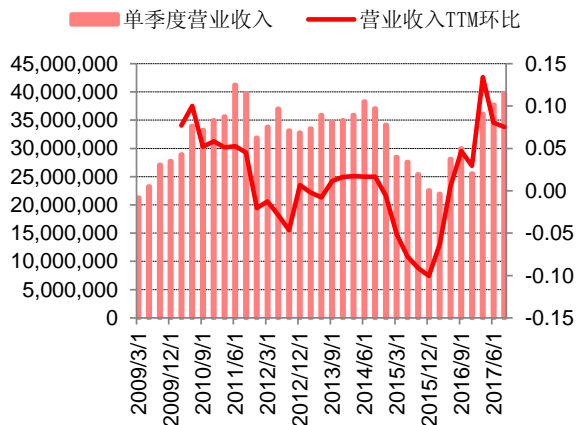
图 76：家电原材料成本



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

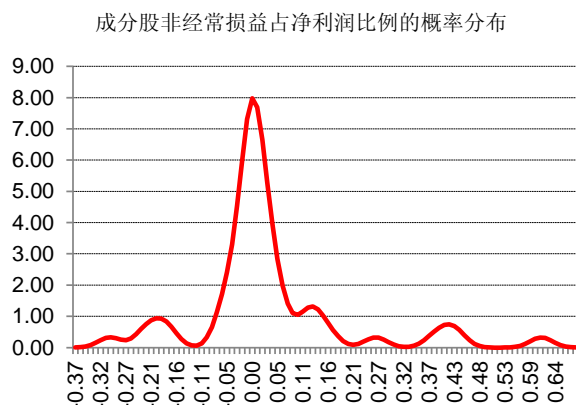
### 3.4.10 钢铁

图 77：钢铁行业营业收入增速走势



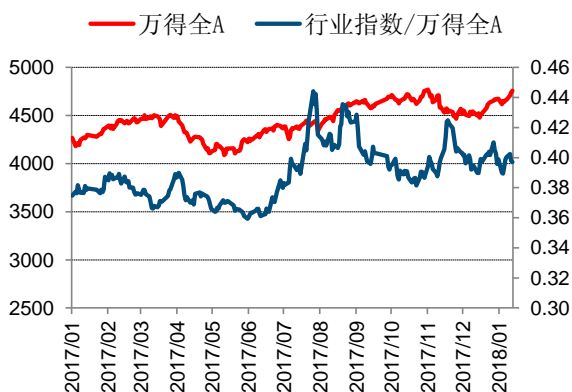
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 78：非经常损益净利润占比概率分布



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 79：钢铁行业指数 VS wind 全 A



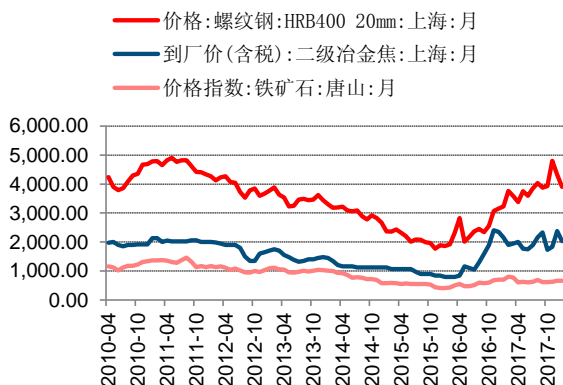
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 80：最新市净率



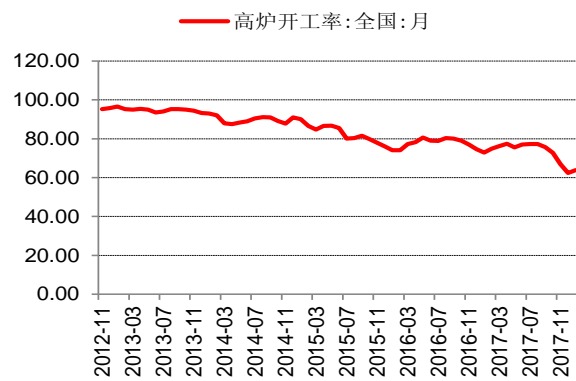
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 81：螺纹钢、铁矿石、焦煤价格走势



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 82：高炉开工率



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**丁鲁明：**同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。9年证券从业，历任海通证券研究所金融工程研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对国内证券市场的量化策略构建具备资深经验。曾多次荣获：新财富最佳分析师上榜，包括 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球奖：2009 第 1、2013 第 1 等。

## 报告贡献人

**段伟良：**复旦大学经济学院硕士，主要研究方向量化行业配置，专注于行业基本面的量化、板块轮动等策略的研究。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyong@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

程一天 18520809878 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 15013819353 caoying@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622