

证券研究报告·金融工程专题

行业配置获取超额收益的难度到底多大？

——“基本面量化”系列思考之三

本月辩题：行业配置获取超额收益的难度到底多大？

对于大部分机构投资者来讲，行业配置永远是一个绕不开的话题。07年的大金融&大周期、13年的TMT、17年的大消费都走出过一波波澜壮阔的行情，只要把握住其中一个，带来的超额收益都会非常可观。那么，行业配置获取超额收益的难度到底有多大呢？有没有可能定量测算不同配置能力下的期望胜率和超额收益率呢？这是我们这次希望解答的问题。

随机配置下胜率到底如何？测试时间段 2005Q1~2018Q1，每季度随机配置 5 个中信一级行业，模拟 5000 条路径，策略季度胜率的均值为 44%，最终净值胜率也仅为 48.3%。并且，选择行业个数越多，胜率越高。也就是说，无行业配置观点时，建议全行业等权配置，否则多数情况是要跑输行业等权的。另外，年化超额收益 3% 的水平已经在所有样本里面处于 Top10% 的分位。

什么样的置信水平下才值得去做行业配置？考虑到投资者具备优先行业的能力，这里我们采用一个非常直观的指标衡量投资者行业配置能力：投资者筛选出来的多头行业季度涨跌幅排名前 10 的概率 p ， p 值越大，说明行业配置能力越强。同样去做模拟回测，发现 $p=40\%$ 时，策略季度胜率为 56%，年化超额收益为 3.0%。若 $p=50\%$ ，则胜率可以达到 70% 以上，年化超额收益 10% 左右。

我们认为，行业配置要获取高于 10% 的年化超额收益是非常困难的一件事情。 $p=40\%$ 可以看做分界线，高于这个水平的可以主动去做行业选择，并且入选的行业越多，超额收益的稳定性越高。另外，基于我们投资时钟的行业轮动策略可以获得 7%~10% 的年化超额收益，建议关注。

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，金融板块跌幅最大（-9.5%），TMT 板块相对表现最好（0.3%），市值因素在这个月的影响并不显著。

行业基本面热点定量分析和模型跟踪

热点一：春节后生猪价格如期下滑，预计 4 月份会因为季节效应有所提升。肉鸡苗价格近期大幅提升有季节效应的影响，禽链板块的入场时机建议等待数据的进一步验证。

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。我们大类资产 WTI 原油最新定价 75 美元（6 月底），继续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。

请参阅最后一页的重要声明

金融工程研究

丁鲁明

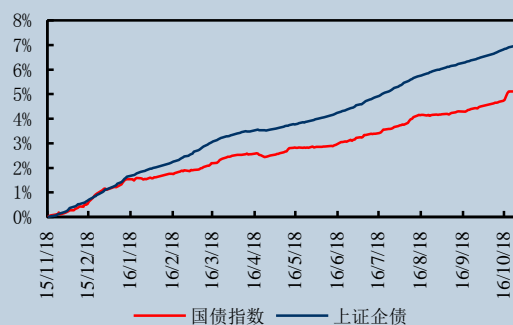
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2018 年 3 月 6 日

市场表现



相关研究报告

- 18.02.07 基本面量化系列之九：宏观经济指标在风格配置中的运用
- 18.01.30 ROE&PB 在行业配置中真的有效吗？——“基本面量化”系列思考之一
- 17.09.26 基本面量化系列之八：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

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目录

一、本月辩题：行业配置获取超额收益的难度到底多大？	4
1.1 辩题的提出背景	4
1.2 随机配置下胜率到底如何？	4
1.3 什么样的置信水平下才值得去做行业配置？	6
二、大类板块近期收益表现	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 市值因素在 2 月份中贡献占比较小	10
三、行业基本面热点定量分析和模型跟踪	11
3.1 热点一：生猪价格如期回落，禽链配置机会还需等待进一步数据验证	11
3.1.1 生猪价格春节后如期回落	11
3.1.2 禽链配置机会还需等待进一步数据验证	11
3.2 热点二：6 月份原油价格目标 75 美元不变，继续关注石油石化	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：随机配置 5 个行业 VS 全行业等权胜率统计	4
图 1：随机配置 5 个行业相对行业等权年化超额收益及其所处分位数	5
图 2：选取行业个数的敏感性分析	5
图 3：随机配置 n 个行业 VS 全行业等权波动率	6
图 4：配置 5 个行业（每个行业排名前 10 的概率为 40%）的回测结果	7
图 5：猪肉价格下行周期还未结束	11
图 6：四季度季节效应价格回升，2018Q1 预计继续下滑	11
图 7：肉鸡苗价格上涨含有季节效应的影响	12
图 8：祖代鸡引种量过去几年一直下滑	12
图 9：石油石化超额收益与 WTI 油价走势高度一致	12



图 10: 2014Q3 之后, 基础化工超额收益开始与油价负相关.....	12
图 11: 预计农林牧渔行业净利润增速有所下滑.....	13
图 12: 预计轻工制造行业净利润增速有所下滑.....	13
图 13: 预计基础化工行业净利润增速有所提升.....	13
图 14: 预计电子行业净利润增速保持稳定.....	13
图 15: 预计汽车行业净利润增速略微下滑.....	13
图 16: 预计钢铁行业营收增速继续下滑.....	13
图 17: 预计医药行业净利润增速继续提升.....	14
图 18: 预计电力设备行业净利润增速继续下滑.....	14
图 19: 预计纺织服装行业净利润增速继续下滑.....	14
图 20: 预计家电行业净利润增速有所下滑.....	14
图 21: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速.....	15
图 22: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.96%.....	15
图 23: 猪周期下行趋势还未结束.....	15
图 24: 生猪价格春节后如期下滑.....	15
图 25: 行业最新市盈率.....	15
图 26: 行业指数 VS wind 全 A.....	15
图 27: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速达到 17.9%.....	16
图 28: 非经常性损益占净利润比例中位数为 3.14%.....	16
图 29: 轻工制造行业指数 VS wind 全 A.....	16
图 30: 行业最新市盈率.....	16
图 31: 造纸存货增速下滑、固定资产投资增速提升.....	16
图 32: 房屋销售对下游家具的滞后影响开始显现.....	16
图 33: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 17%.....	17
图 34: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.76%.....	17
图 35: 基础化工行业指数 VS wind 全 A.....	17
图 36: 行业最新市盈率.....	17
图 37: 粘胶短纤价格有所回调, 棉花期货价格保持不变.....	17
图 38: 化纤价格指数近期继续提升.....	17
图 39: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.97%.....	18
图 40: 非经常性损益占净利润比例中位数为 8.17%.....	18
图 41: 电子元器件行业指数 VS wind 全 A.....	18
图 42: 行业最新市盈率.....	18
图 43: 北美 PCB: BB 值 有所提升.....	18
图 44: 集成电路产量增速及光电子器件产量增速继续回调.....	18
图 45: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 4.1%.....	19
图 46: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.04%.....	19
图 47: 纺织服装行业指数 VS wind 全 A.....	19
图 48: 行业最新市盈率.....	19
图 49: 服装及纺织品出口金额增速有所回调.....	19
图 50: 棉纱价格指数有所提升、人民币相对欧元保持稳定.....	19



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

表目录

表 1: 季度胜率的敏感性分析	7
表 2: 年化超额收益的敏感性分析	8
表 3: 大类行业归类结果	8
表 4: 大类行业归类结果	9
表 5: 过去半年 7 大类板块月均涨跌幅统计	10
表 6: 金融板块市值因素的贡献占比	10
表 7: TMT 板块市值因素的贡献占比	10

一、本月辩题：行业配置获取超额收益的难度到底多大？

1.1 辩题的提出背景

对于大部分机构投资者来讲，行业配置永远是一个绕不开的话题。07年的大金融&大周期、13年的TMT、17年的大消费都走出过一波波澜壮阔的行情，只要把握住其中一个，其对投资者的净值贡献都是巨大的。更不用说，期间还有很多行业的大小阶段行情。因此，在合适的时机配置到合适的行业是很多投资者不断追求的目标。但是，要做好行业配置其实不是那么容易的一件事，这个过程中事实上要解决两个问题：1）找到合适的行业；2）找到合适的入场时机。如果配置到表现前列的行业，那带来的超额收益也就自然很客观。但如果排名前列的行业都没配置到，带来的踏空损失也不容小觑。那么，行业配置获取超额收益的难度到底有多大呢？

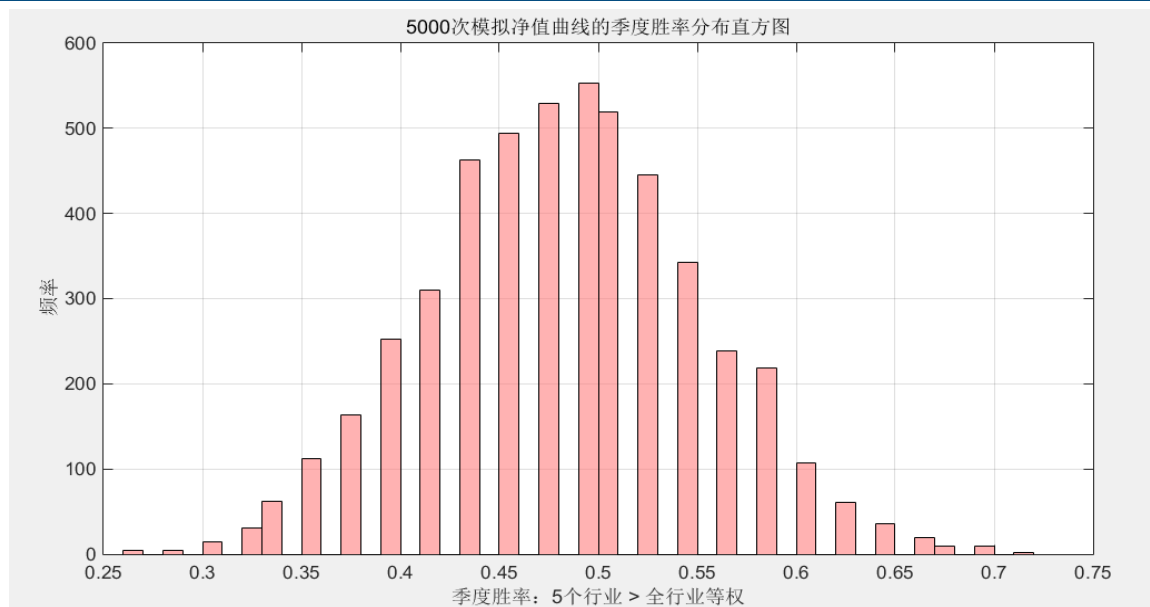
有没有可能量化地衡量行业配置能力，并计算该水平下带来的期望胜率和超额收益率是多少呢？这是我们这次希望解答的问题。

1.2 随机配置下胜率到底如何？

这里我们采用的行业分类是中信一级 29 个行业分类，数据时间段 2005Q1~2018Q1（最后一个季度取最新可获得数据），季度调仓。

首先，我们来看一下，如果无行业配置观点时，我们依然每个季度随机选择 5 个行业等权配置，并按照这个方法生成 5000 条模拟配置路径，看看最终的胜率如何。回测发现，策略季度胜率的均值为 44%，最终净值高于全行业等权的净值胜率也仅为 48.3%。另外，如果从细分数据来看，下图是 5000 次模拟净值曲线季度胜率分布的直方图。可以发现，胜率低于 50% 的模拟路径的个数明显更多，**直方图出现明显的左偏分布**。也就是说，如果在没有行业配置观点的情况下去随机配置 5 个行业，多数情况是要跑输行业等权的。

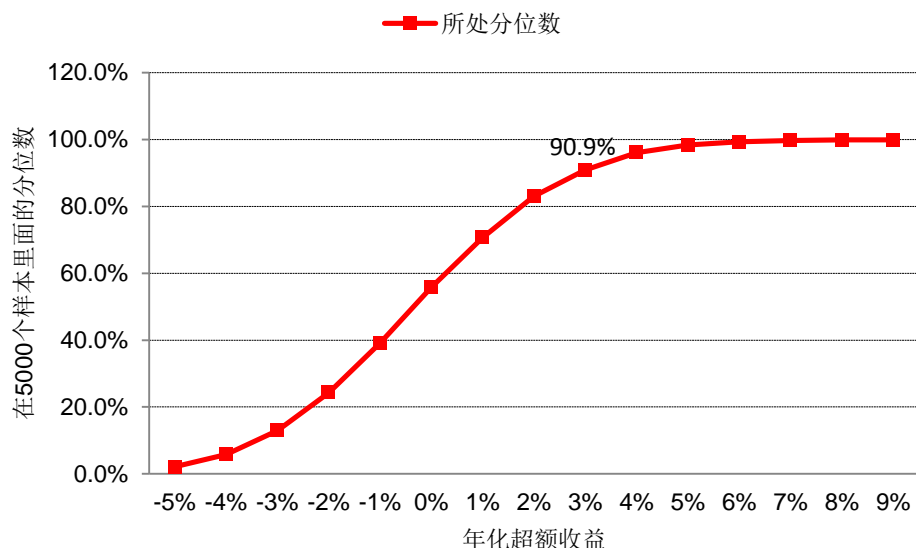
图 1：随机配置 5 个行业 VS 全行业等权胜率统计



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

下面我们来看看，如果随机选取 5 个行业去做配置，那么策略相对行业等权的年化超额收益最终分布如何呢？这里我们也做了一个不同超额收益在所有样本里面分位数的统计。结果发现，所有样本里面，Top10%的年化超额收益仅仅为 3%，**要获得 5% 以上的年化超额收益，其所处的分位数已经达到所有样本的 Top2% 的水平。**可见，**随机配置行业要获得比较好的年化超额收益概率是非常低的。**

图 2：随机配置 5 个行业相对行业等权年化超额收益及其所处分位数



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

进一步，我们来做参数敏感性分析，假设选取行业个数不是 5 个，而是 8 个，或者 10 个，最终表现会如何？对行业选择个数区间[5, 10]的结果汇总分析，汇总结果如下表所示。通过表格数据可以发现，结论并不因选取行业个数的变化而变化。但是，胜率会随着个数提升而提高，也就是说，**分散化投资可以起到提高胜率的效果。**综合上述分析，**我们建议在无行业观点时，保持对全行业等权的配置是很好的一个策略。**

图 3：选取行业个数的敏感性分析

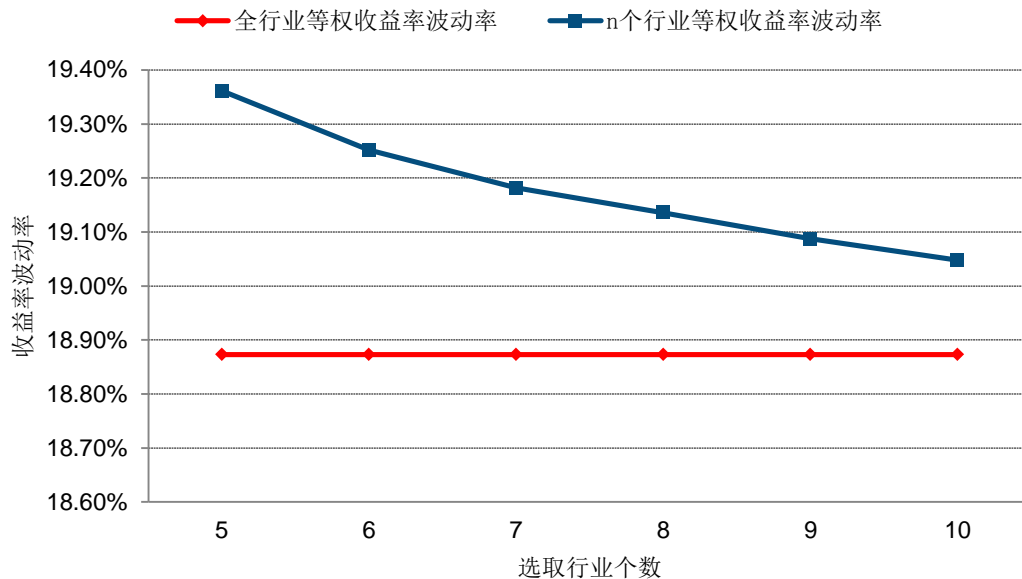
选取行业个数	最终净值胜率	单个季度胜率
5	44.1%	48.2%
6	45.0%	48.5%
7	44.3%	48.8%
8	46.2%	49.2%
9	47.1%	49.3%
10	47.6%	49.4%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

事实上，这个现象也不简单是数据统计的规律，背后是可以用收益率波动率去解释的。从数学期望的角度来讲，随机配置 n 个行业的收益率的期望应该等于全行业等权，但是由于行业个数减少很多，最终组合的波动率被放大。长期以来市场有涨有跌，最终的累计净值自然容易因为波动率的放大而受损。



图 4：随机配置 n 个行业 VS 全行业等权波动率



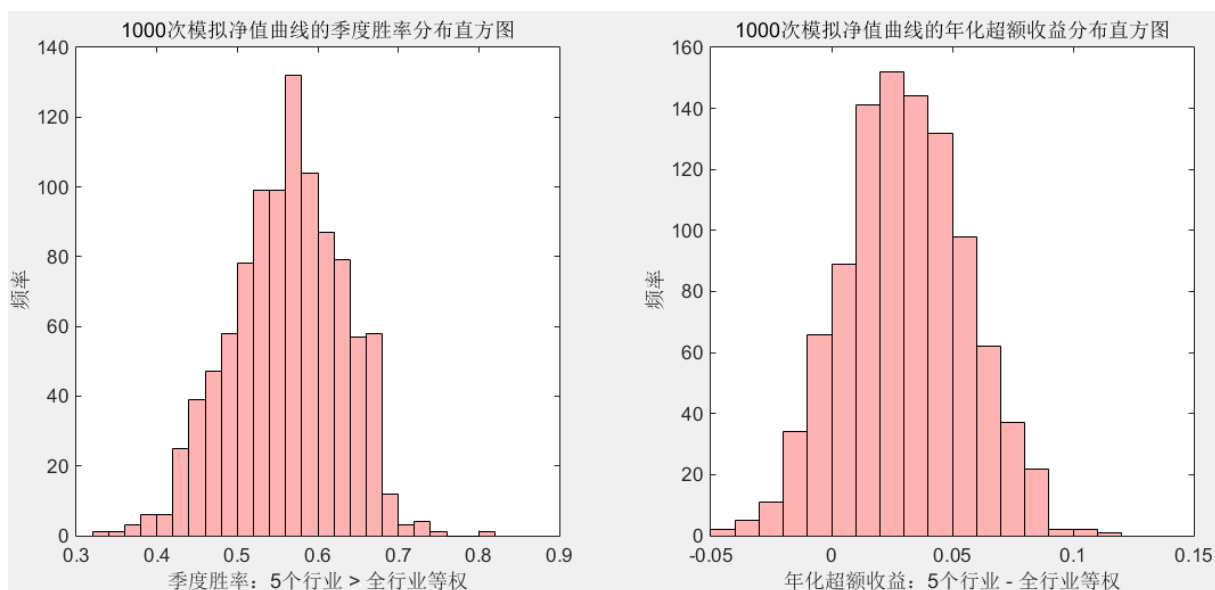
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

1.3 什么样的置信水平下才值得去做行业配置？

上一节只是简单的去随机做行业配置，测试结果发现策略收益比不过全行业等权。但是，如果假设投资者具备一定的行业配置能力，那么能获得多大的超额收益呢？我们又应该如何去对这个问题做量化测算呢？这里我们构造了一种非常直观的、非常容易理解的测算方法去解决这个问题。

算法的核心在于怎么去衡量投资者行业配置的能力，这里我们采用一个非常直观的指标：**投资者筛选出来的多头行业最终涨跌幅排名前 10 的概率 p** 。例如，如果这个 p 值为 40%，也就意味着投资者筛选出来的行业有 40% 的概率在下一季度市场涨跌幅在全行业里面排名前 10。如下图所示，我们假设投资者配置 5 个行业，并且每个行业最终能排进前 10 名的概率都为 40%，按照这个准则模拟 1000 条净值曲线，回测结果显示，策略季度胜率为 56%，年化超额收益为 3.0%。从明细数据来看，无论是季度胜率，还是年化超额收益，它们的直方图都呈现明显的右偏分布，收益提高很显著。

图 5：配置 5 个行业（每个行业排名前 10 的概率为 40%）的回测结果



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

那么接下来要解决的问题是，投资者的行业配置能力需要多强才能获得稳定的超额收益呢？这里我们同样做了一下敏感性分析，变动的变量有两个：1) 投资者选择配置行业的个数 n ；2) 投资者筛选出来行业排名前 10 的概率 p 。其中 n 的变化区间为[5, 10]，而对于 p 来说，随机选取状态下 p 值为 10/29,约等于 1/3,因此我们这里 p 值的起始点选为 30%，区间为[30%, 60%]，步长为 5%。

结果如下表示所示，首先我们来看胜率的敏感性分析，可以发现:1)要实现 60%以上的胜率， p 值必须要在 40%以上，如果 p 值能达到 50%，那胜率可以高达 70%，这已经是非常高的一个胜率了；2) 随着配置行业个数的提升，胜率也会逐步提升。

表 1：季度胜率的敏感性分析

配置行业个数	每个行业排名前 10 概率						
	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
5	41.5%	48.6%	56.0%	63.3%	69.7%	75.5%	80.8%
6	41.0%	49.3%	56.4%	64.7%	71.1%	77.8%	82.9%
7	40.6%	49.4%	58.1%	65.4%	73.0%	79.2%	84.8%
8	40.5%	49.3%	58.5%	67.0%	74.4%	81.0%	86.7%
9	39.9%	49.8%	59.0%	68.2%	75.6%	82.5%	87.9%
10	40.0%	50.3%	59.5%	68.9%	76.7%	83.8%	89.1%

数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

如果看年化超额收益的敏感性分析结果的话，配置行业个数不会影响最终的年化超额收益，当然这也是同一期望分布下自然而然的结果。并且 p 值必须达到 40% 才能获得比较明显的正超额收益。如果 p 值可以达到 50% 的话，那年化超额收益可以达到接近 10%，这个超额收益已经相当可观了。至于 $p=60\%$ 时 15.8% 的年化超额收益虽然非常惊人，但是这对于大多数投资者来说，也是可遇而不可求的。另外值得提一下的是，基于我们投资时钟的行业轮动策略可以获得 7%~10% 的年化超额收益，建议关注。

表 2：年化超额收益的敏感性分析

配置行业个数	每个行业排名前 10 概率	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
5		-2.9%	-0.1%	3.0%	6.2%	9.3%	12.5%	15.8%
6		-3.0%	0.2%	3.0%	6.2%	9.2%	12.7%	15.8%
7		-2.9%	0.0%	3.1%	6.1%	9.4%	12.5%	15.8%
8		-2.9%	0.1%	3.2%	6.2%	9.4%	12.7%	15.9%
9		-2.9%	0.2%	3.2%	6.3%	9.3%	12.6%	15.9%
10		-2.8%	0.3%	3.1%	6.3%	9.3%	12.6%	15.9%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

二、大类板块近期收益表现

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 3：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 4：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 市值因素在 2 月份中贡献占比较小

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 2 月份的数据可以看出，受节前市场大跌的影响，所有板块 2 月份的收益均为负值。TMT 板块相对收益表现最好，为 0.3%。而 1 月份表现最亮眼的板块则在 2 月份出现大幅回调，为-9.5%。整体而言，市场在二月份出现了一波比较明显的风格切换。

表 5：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
2017-09-30	-1.2%	-0.9%	3.0%	3.9%	1.3%	3.0%	-1.6%
2017-10-31	1.4%	-5.2%	-1.4%	8.3%	1.6%	-0.7%	1.0%
2017-11-30	1.4%	1.8%	-4.8%	-3.3%	-6.8%	-4.6%	-3.6%
2017-12-31	-2.0%	-2.4%	-0.9%	5.3%	0.5%	-1.5%	-0.5%
2018-01-24	10.4%	4.4%	-2.2%	4.3%	2.1%	-5.1%	1.9%
2018-02-28	-9.5%	-3.5%	-3.9%	-5.3%	-4.8%	0.3%	-5.4%

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。

如果对表现相对较好的 TMT 板块和表现相对较差的金融板块去做归因分析，发现市值因素回归系数并不显著，而且贡献的涨跌幅占比也较低。可见，过去一个月市值并不是带来上个月这两个板块显著差异的因子。当然，考虑到回归系数并不显著，这个贡献比率的误差会放大，只能作为一个参考。

表 6：金融板块市值因素的贡献占比

	2 月份涨跌幅	市值因素贡献涨跌幅	剥离市值因素后的涨跌幅
银行	-7.48%	-0.68%	-6.81%
非银行金融	-9.59%	-0.48%	-9.11%
房地产	-11.40%	-0.04%	-11.36%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 7：TMT 板块市值因素的贡献占比

	2 月份涨跌幅	市值因素贡献涨跌幅	剥离市值因素后的涨跌幅
电子元器件	3.07%	-0.11%	3.18%
通信	-0.47%	-0.05%	-0.42%
计算机	1.04%	-0.38%	1.42%
传媒	-2.43%	-1.41%	-1.02%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



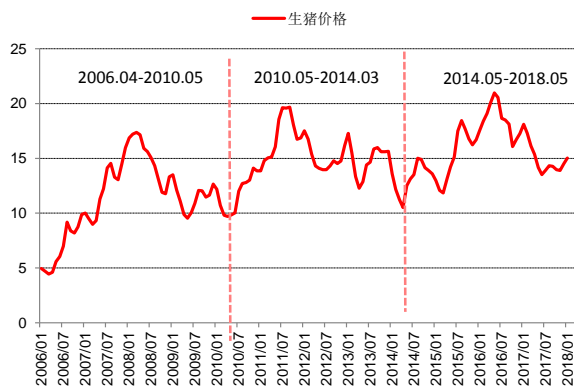
三、行业基本面热点定量分析和模型跟踪

3.1 热点一：生猪价格如期回落，禽链配置机会还需等待进一步数据验证

3.1.1 生猪价格春节后如期回落

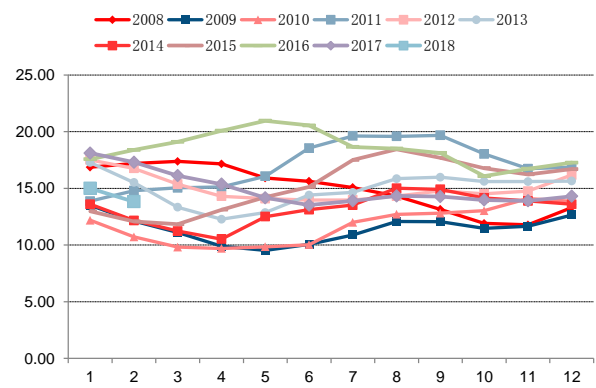
上一篇系列报告我们判断，2018 年 1 月份之前的生猪价格上涨其实是季节效应带来的阶段性回升，历史上多数年份四季度都出现过这个现象。而一季度历史数据显示，除了 2008、2011 以及 2016 年之外，生猪价格在一季度都是回调的。2008/2011/2016 年一季度的生猪价格上涨，主要是因为当时都处于猪周期的上行周期。最新生猪价格显示生猪价格的下行周期还未结束，预计 4 月份会因为季节效应开始提升，当前继续建议规避猪肉产业链。

图 6：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 7：四季度季节效应价格回升，2018Q1 预计继续下滑

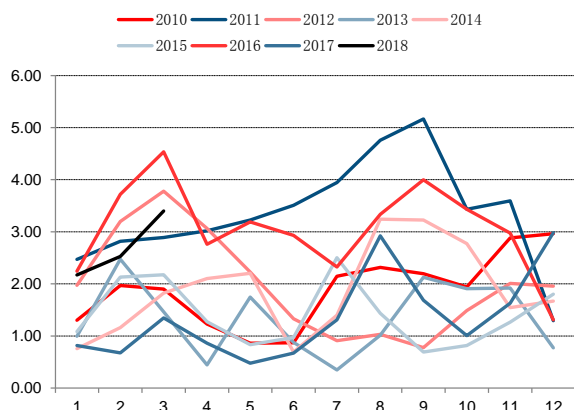


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

3.1.2 禽链配置机会还需等待进一步数据验证

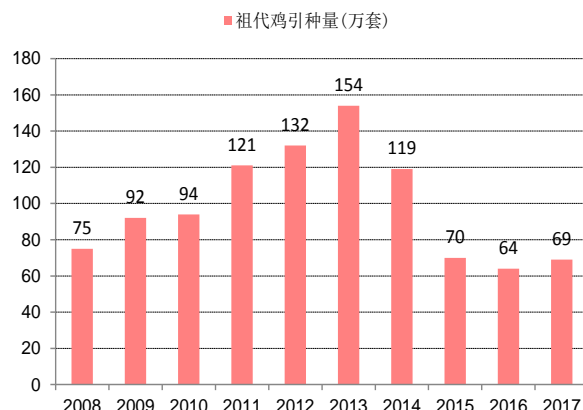
近期肉鸡苗价格大幅上涨，考虑到过去几年祖代鸡引种量大幅下滑，供给不断缩减，18 年鸡肉价格开始新一轮景气周期可能性很大。但是考虑到每年一季度的肉鸡苗价格都有上涨的季节效应，并且 3 月份之后一般会有所下滑。因此，在没有进一步的数据验证之前，我们建议继续等待禽链板块的配置机会。

图 8：肉鸡苗价格上涨含有季节效应的影响



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 9：祖代鸡引种量过去几年一直下滑

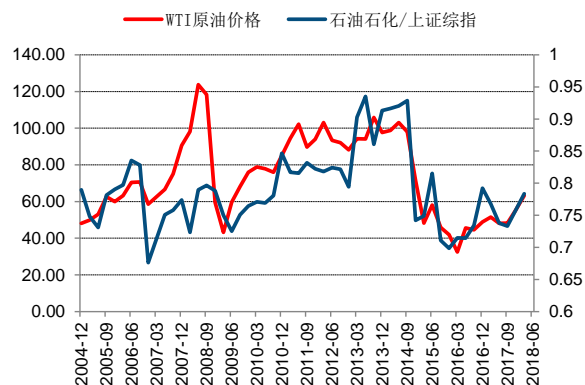


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

3.2 热点二：6 月份原油价格目标 75 美元不变，继续关注石油石化

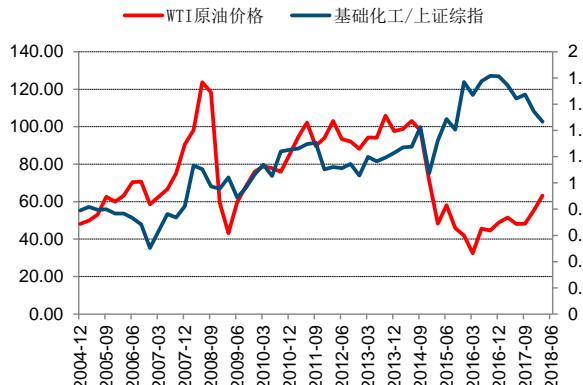
从行业指数相对上证综指的超额收益角度来讲，我们发现石油石化的超额收益走势与 WTI 原油价格走势高度一致。而基础化工在 2014Q3 之前具备同比性，但是 2014Q3 之后，其超额收益走势开始脱离原油价格的表现，甚至表现出一定的负相关关系。另外，考虑到我们大类资产的原油定价模型最新观点是 2018 年 6 月份 WTI 油价会涨到 75 美元，因此这里我们判断石油石化行业会继续获得超额受益。

图 10：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 11：2014Q3 之后，基础化工超额收益开始与油价负相关

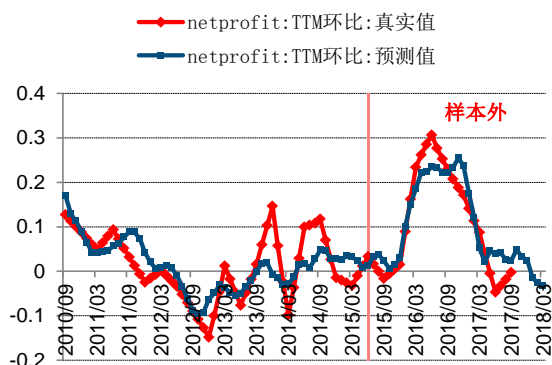


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

3.3 行业基本面业绩预测模型跟踪结果

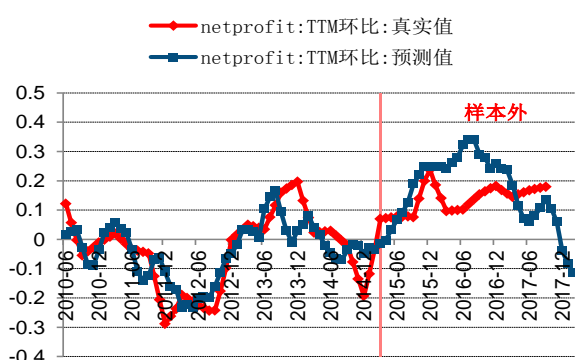
我们为部分行业建立了业绩预测模型（钢铁行业净利润增速波动较大，这个给出的是营收预测模型，其余均是净利润增速预测模型），目前可以给出这些行业 2018Q1 净利润走势的预测结果，如下图所示。根据我们的预测模型，**农林牧渔、轻工制造、钢铁**等行业业绩会继续下滑，**基础化工、电子**业绩增速继续维持，处于高景气状态。

图 12：预计农林牧渔行业净利润增速有所下滑



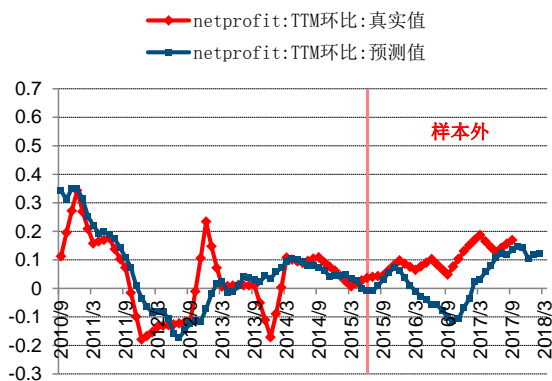
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 13：预计轻工制造行业净利润增速有所下滑



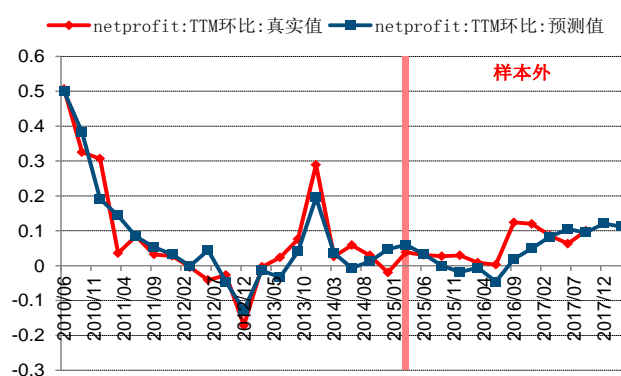
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 14：预计基础化工行业净利润增速有所提升



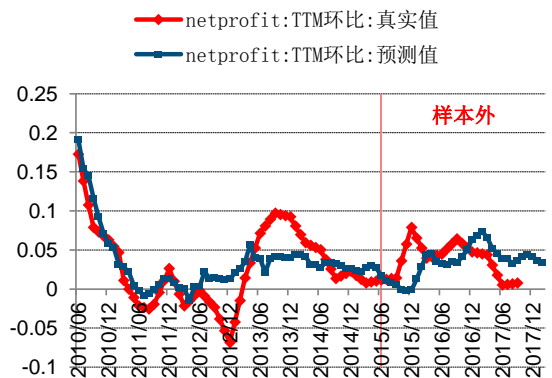
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 15：预计电子行业净利润增速保持稳定



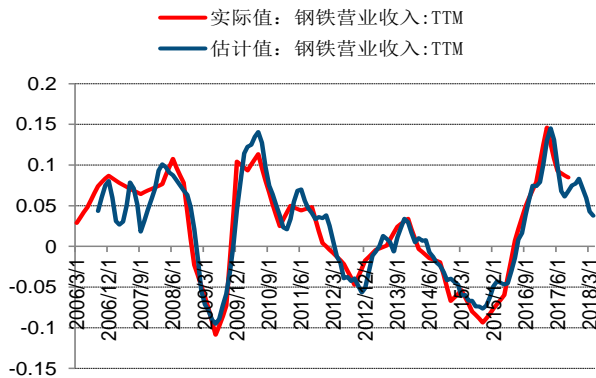
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 16：预计汽车行业净利润增速略微下滑



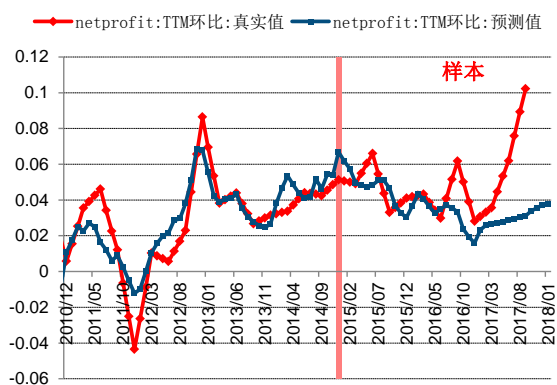
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 17：预计钢铁行业营收增速继续下滑



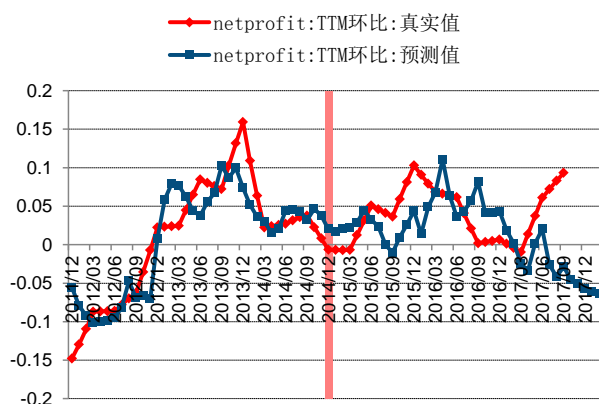
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 18：预计医药行业净利润增速继续提升



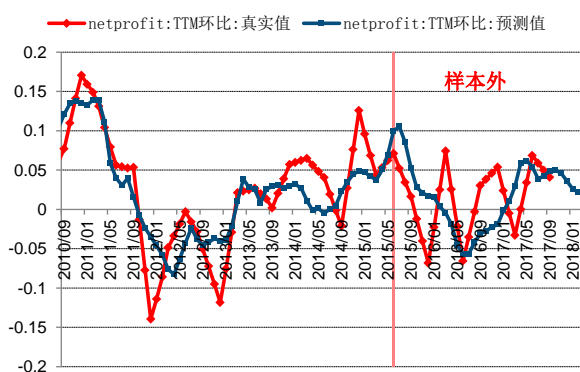
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 19：预计电力设备行业净利润增速继续下滑



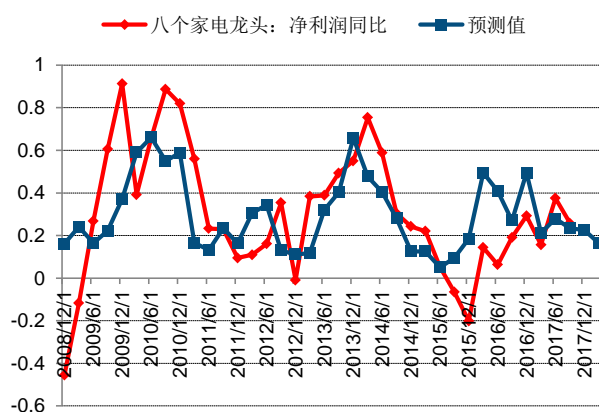
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 20：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 21：预计家电行业净利润增速有所下滑



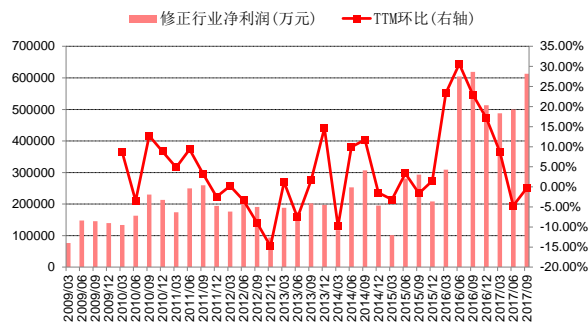
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



3.4 部分行业基本面量化指标更新结果

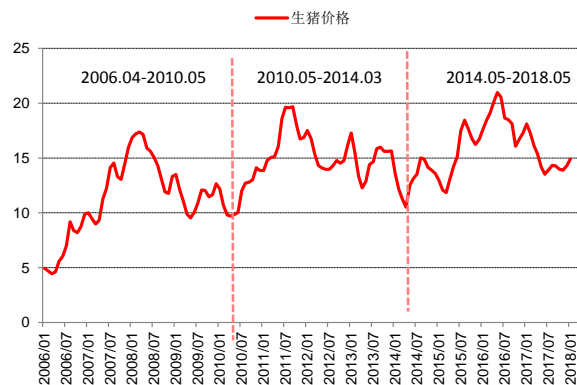
3.4.1 农林牧渔

图 22: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速



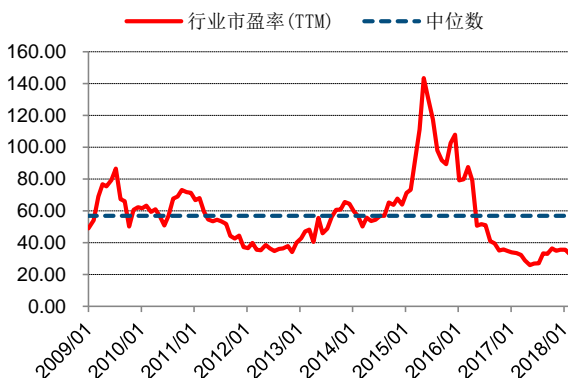
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 24: 猪周期下行趋势还未结束



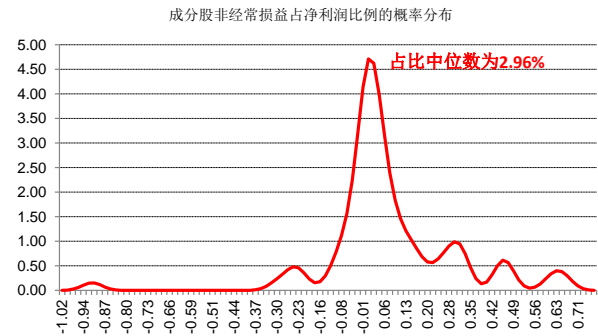
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 26: 行业最新市盈率



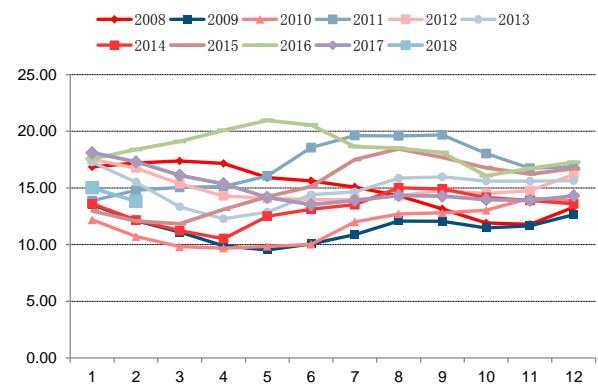
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 23: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.96%



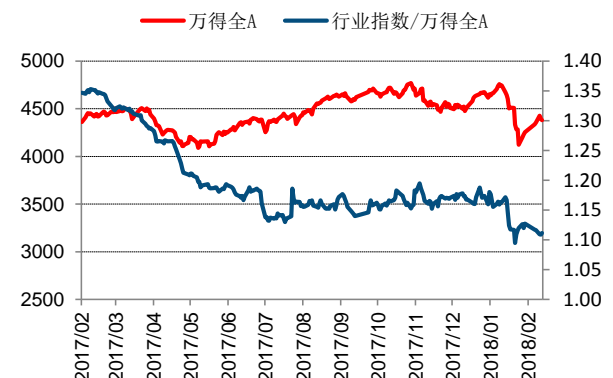
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 25: 生猪价格春节后如期下滑



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 27: 行业指数 VS wind 全 A

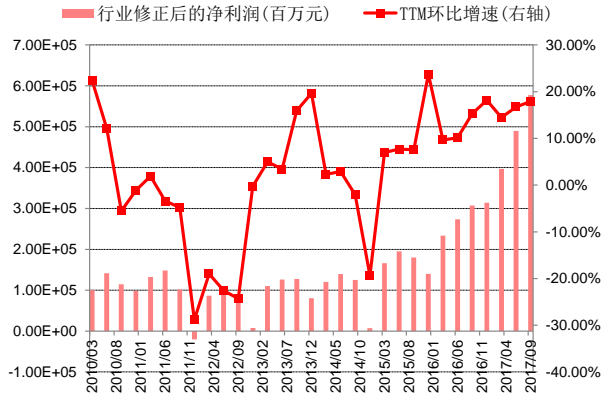


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



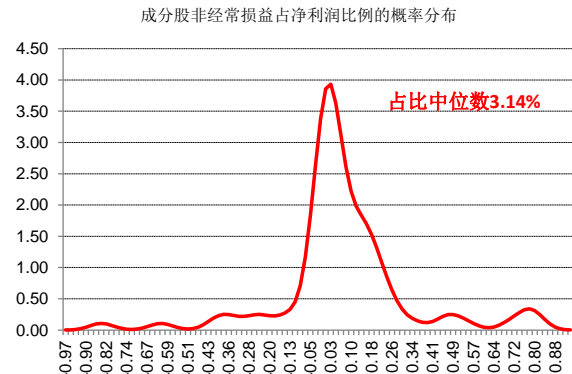
3.4.2 轻工制造

图 28: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速达到 17.9%



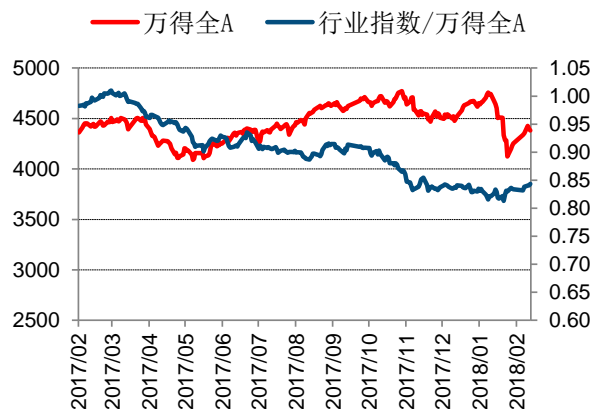
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 29: 非经常性损益占净利润比例中位数为 3.14%



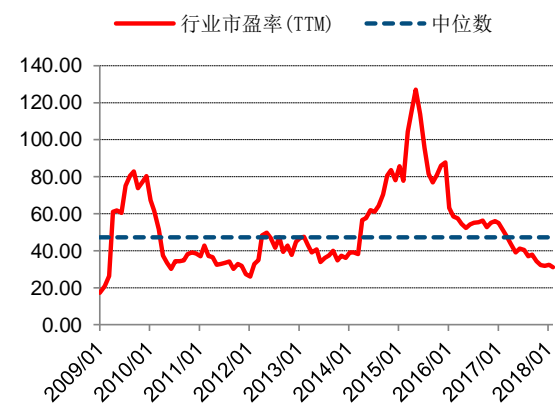
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 30: 轻工制造行业指数 VS wind 全 A



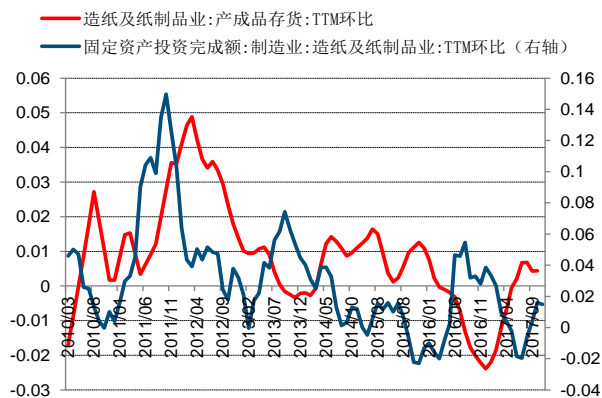
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 31: 行业最新市盈率



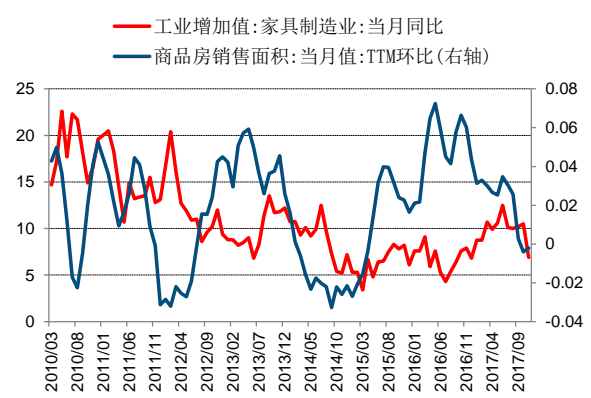
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 32: 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

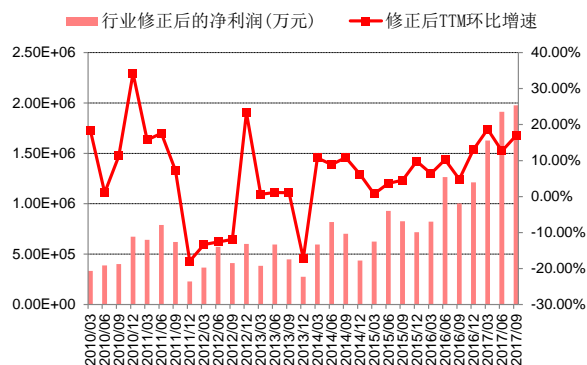
图 33: 房屋销售对下游家具的滞后影响开始显现



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

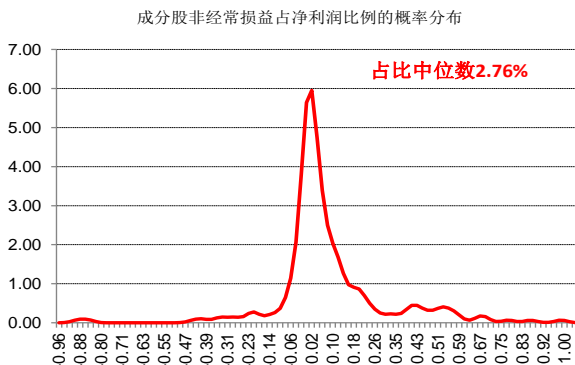
3.4.3 基础化工

图 34: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 17%



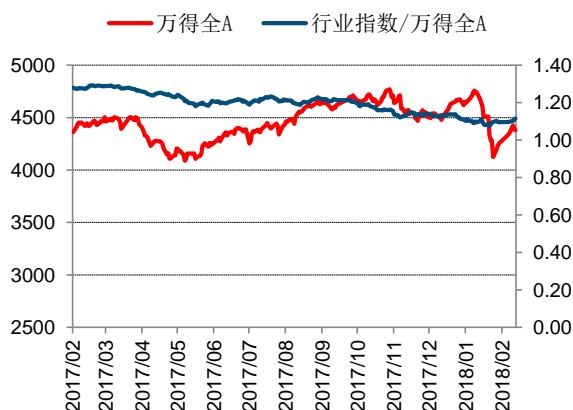
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 35: 非经常性损益占净利润比例中位数为 2.76%



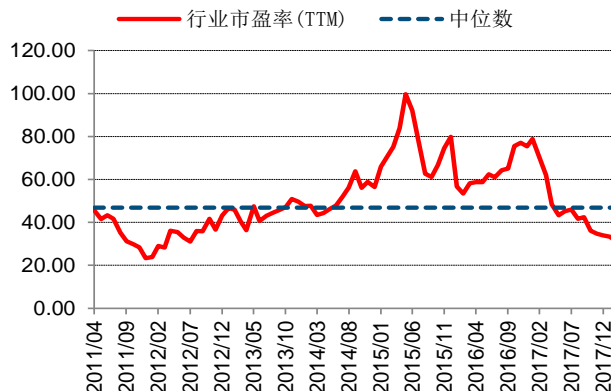
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 36: 基础化工行业指数 VS wind 全 A



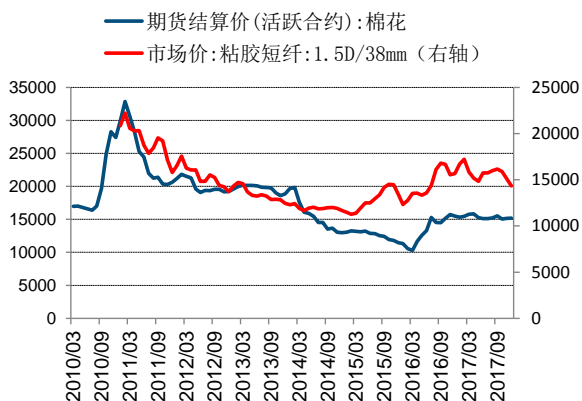
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 37: 行业最新市盈率



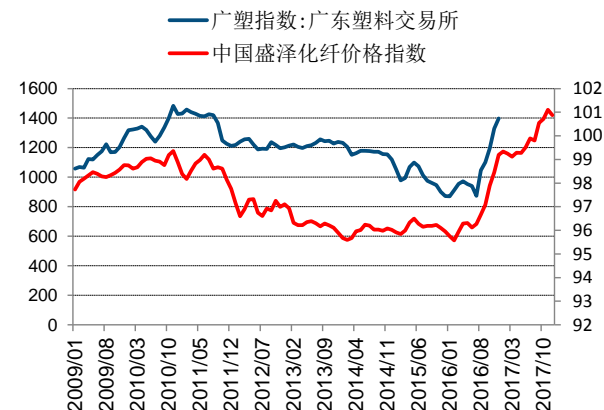
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 38: 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 39: 化纤价格指数近期持续提升

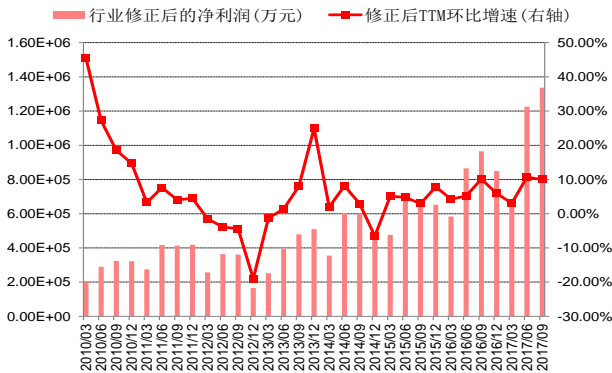


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



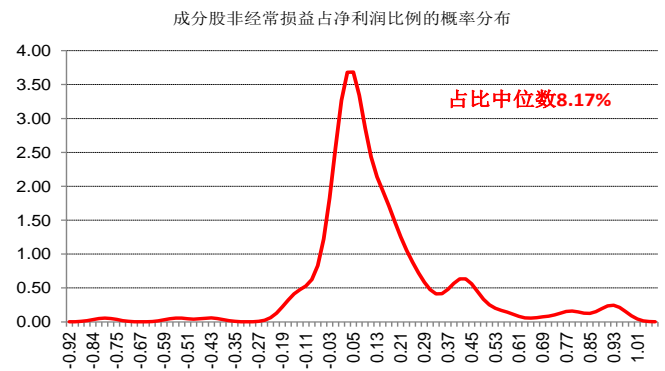
3.4.4 电子元器件

图 40：2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.97%



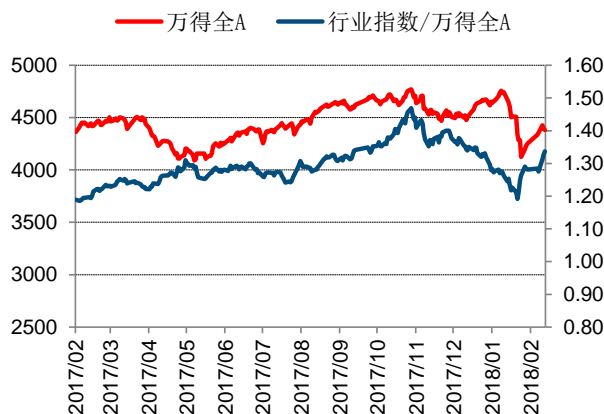
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 41：非经常性损益占净利润比例中位数为 8.17%



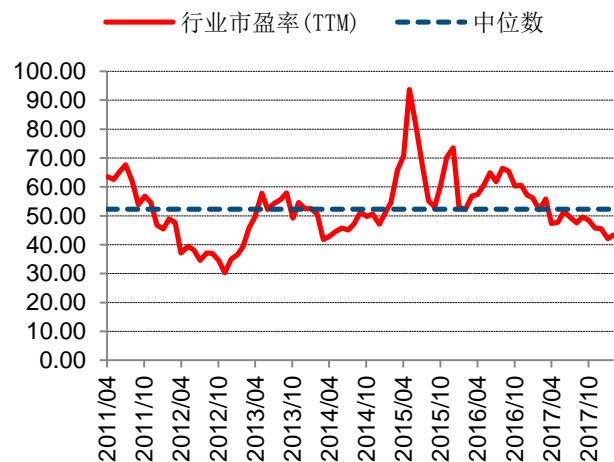
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 42：电子元器件行业指数 VS wind 全 A



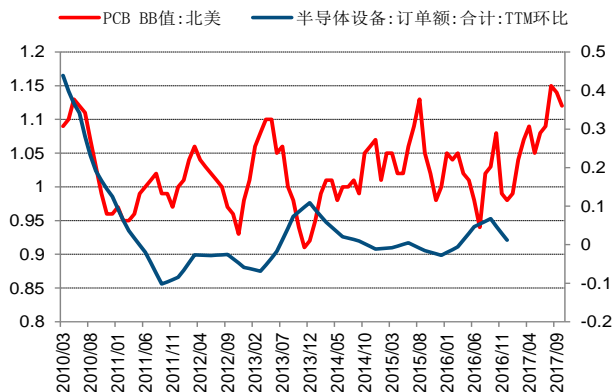
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 43：行业最新市盈率



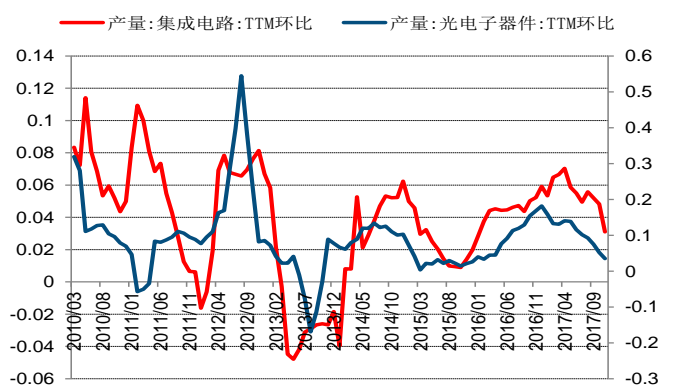
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 44：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 45：集成电路产量增速及光电子器件产量增速继续回调

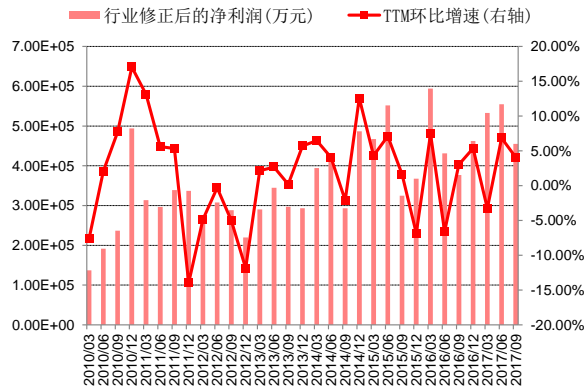


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



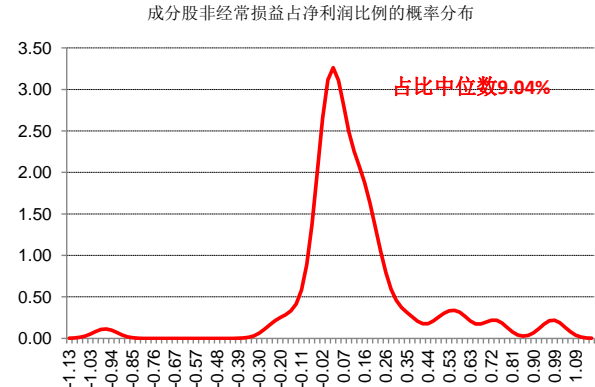
3.4.5 纺织服装

图 46: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 4.1%



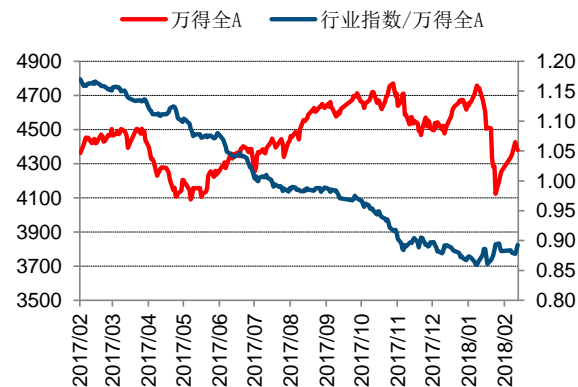
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 47: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.04%



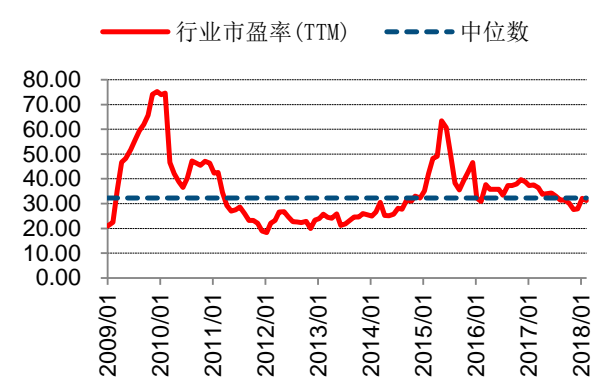
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 48: 纺织服装行业指数 VS wind 全 A



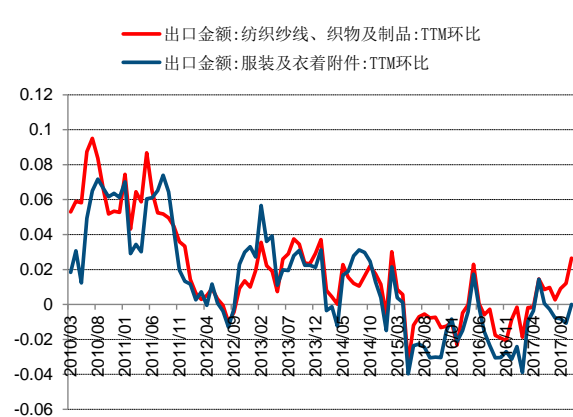
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 49: 行业最新市盈率



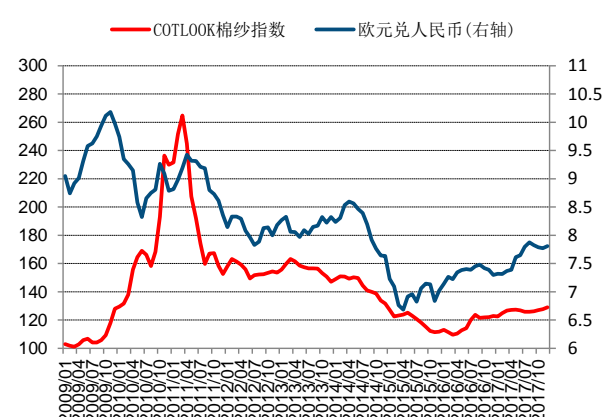
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 50: 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

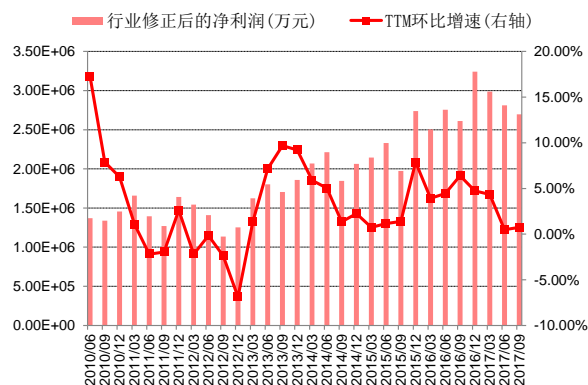
图 51: 棉纱价格指数有所提升、人民币相对欧元保持稳定



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

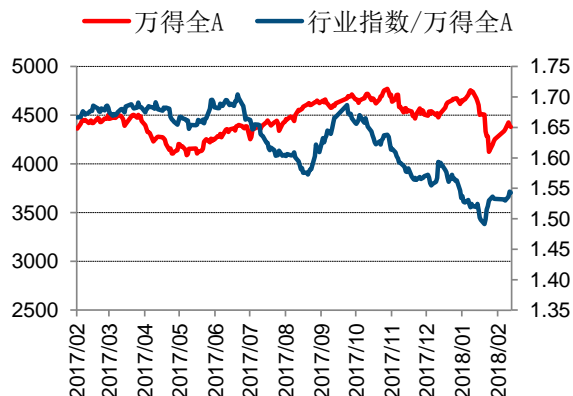
3.4.6 汽车

图 52: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 0.7%



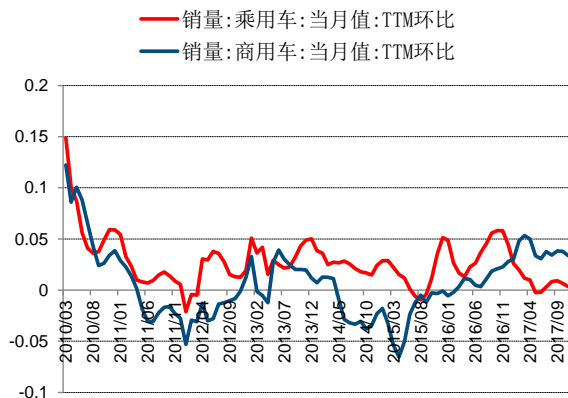
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 54: 汽车行业指数 VS wind 全 A



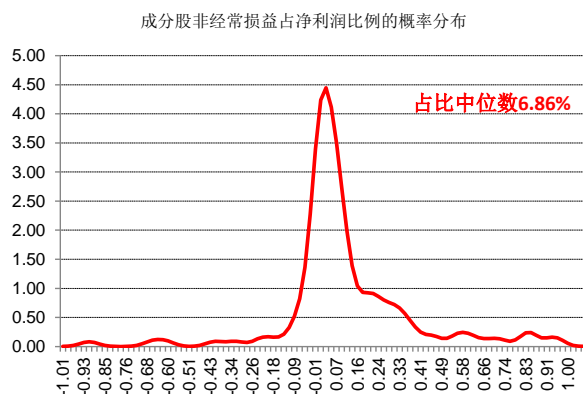
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 56: 乘用车、商用车销量增速有所回落



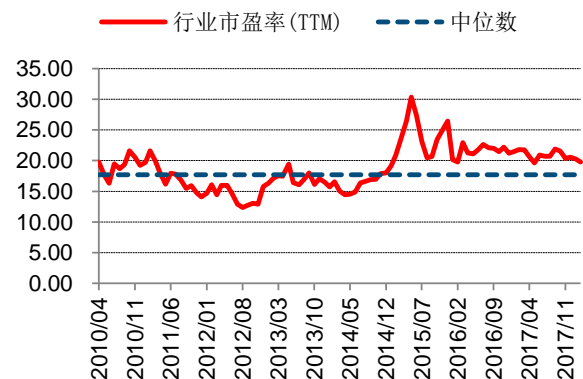
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 53: 非经常性损益占净利润比例中位数为 6.86%



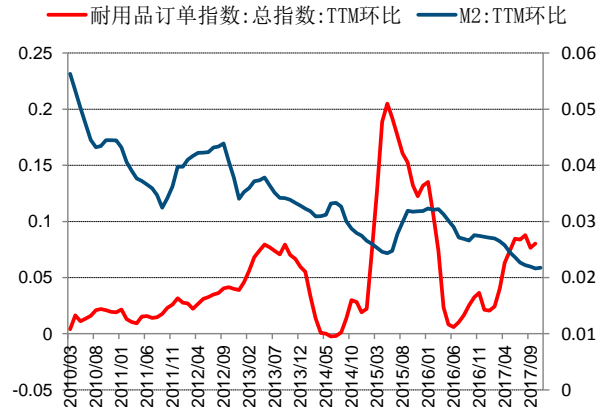
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 55: 行业最新市盈率



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 57: 耐用品订单指数增速持续提升, M2 增速下滑

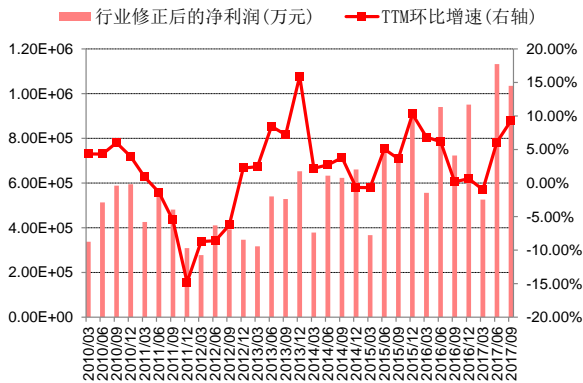


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



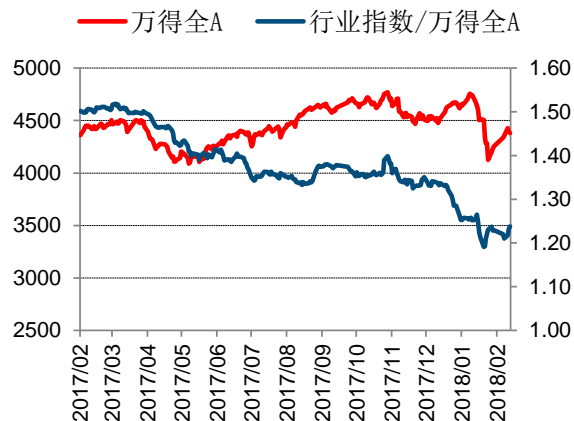
3.4.7 电力设备

图 58: 2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速约为 9.3%



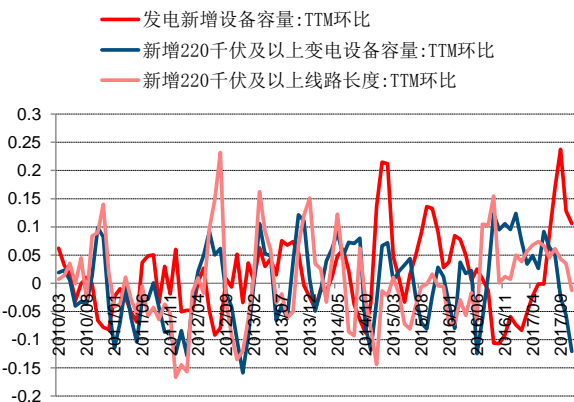
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 60: 电力设备行业指数 VS wind 全 A



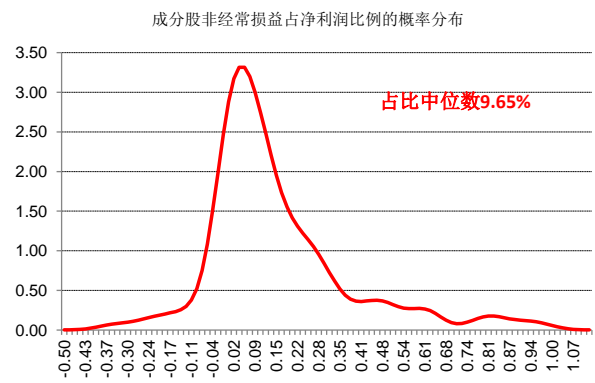
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 62: 发电新增设备、变电设备以及线路长度增速情况



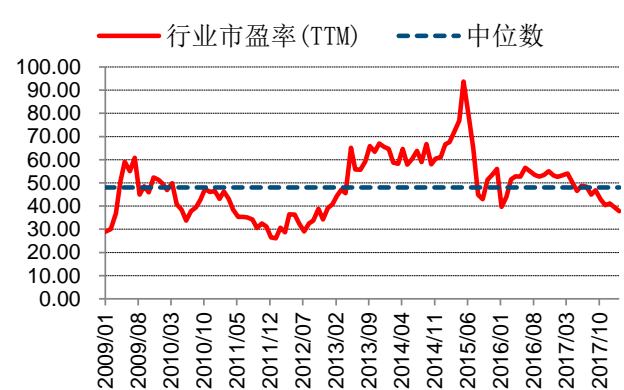
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 59: 非经常性损益占净利润比例中位数为 9.65%



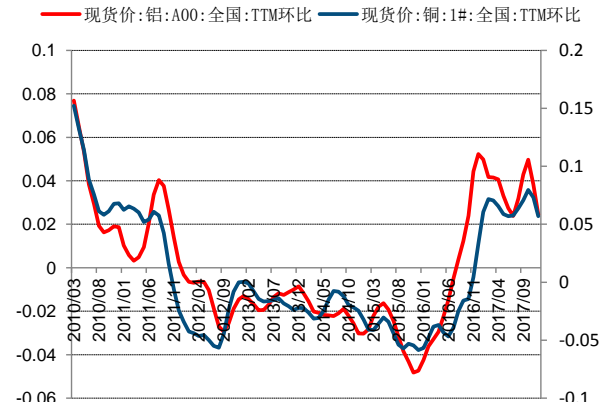
数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 61: 行业最新市盈率



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 63: 铜、铝现货价增速有所回落

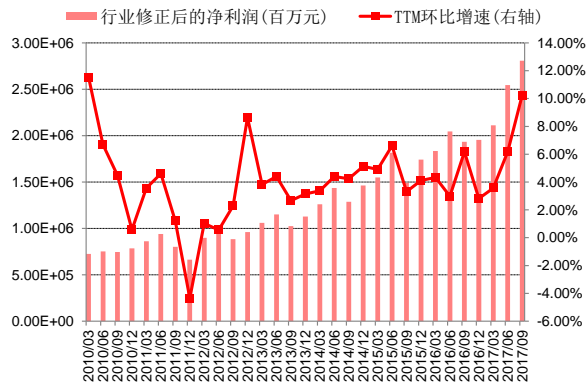


数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



3.4.8 医药

图 64：2017Q3 修正行业净利润 TTM 环比增速为 10.2%



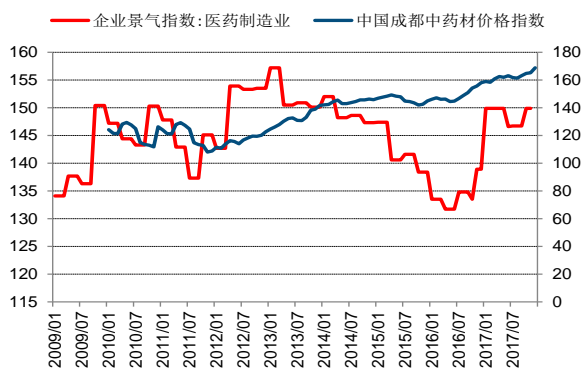
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 66：医药行业指数 VS wind 全 A



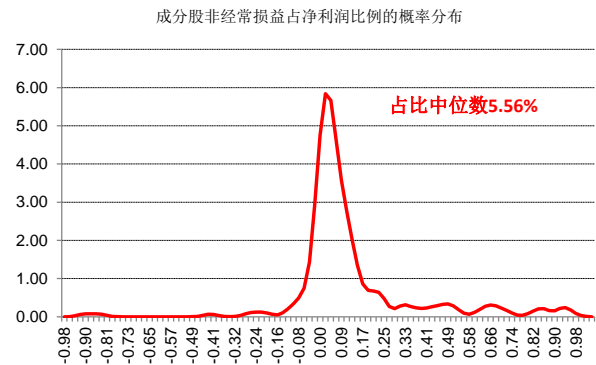
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 68：企业景气指数企稳，中药材价格指数不断上升



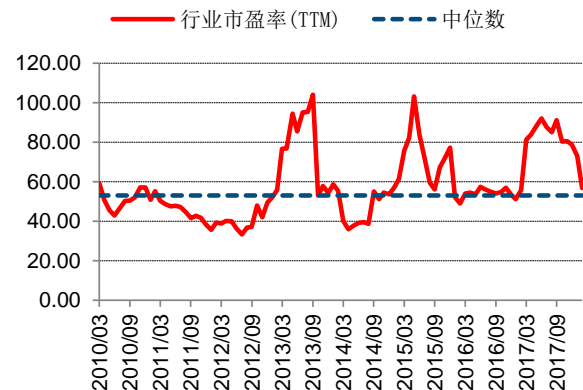
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 65：非经常性损益占净利润比例中位数为 5.56%



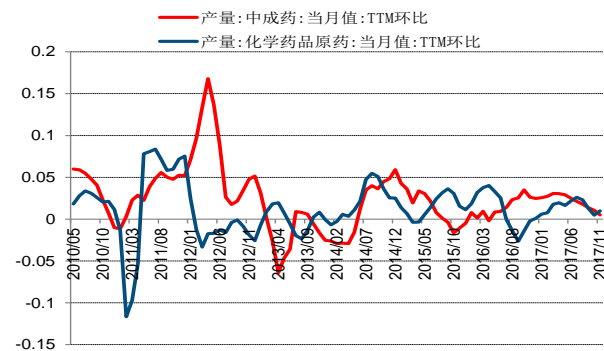
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 67：行业最新市盈率



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

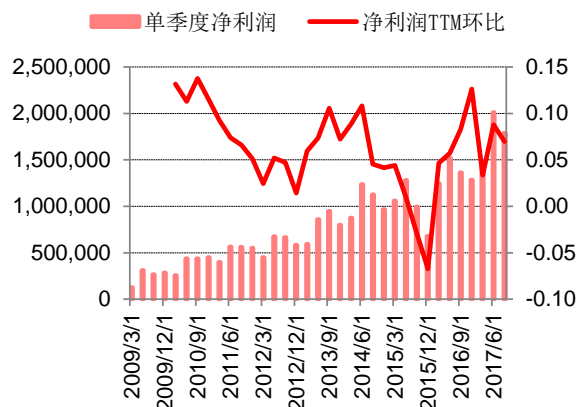
图 69：化学药品原药产量、中成药产量增速均出现下滑



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

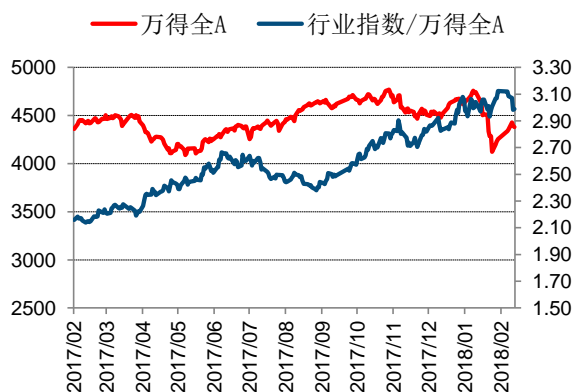
3.4.9 家电

图 70：家电行业净利润增速走势



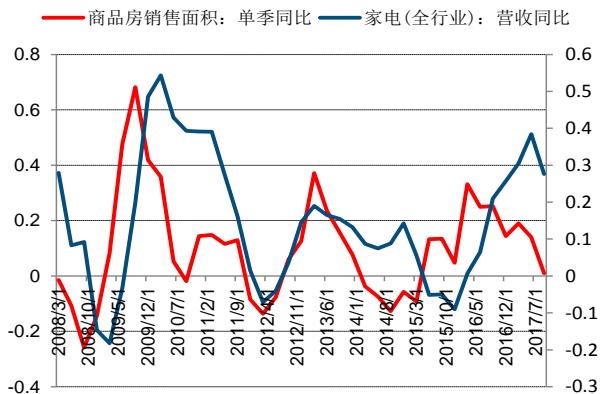
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 72：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

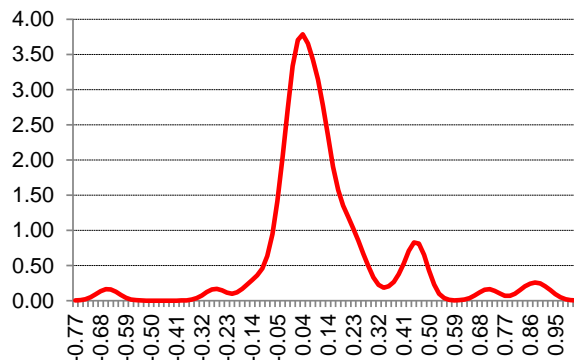
图 74：商品房销售面积和家电营业收入增速



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

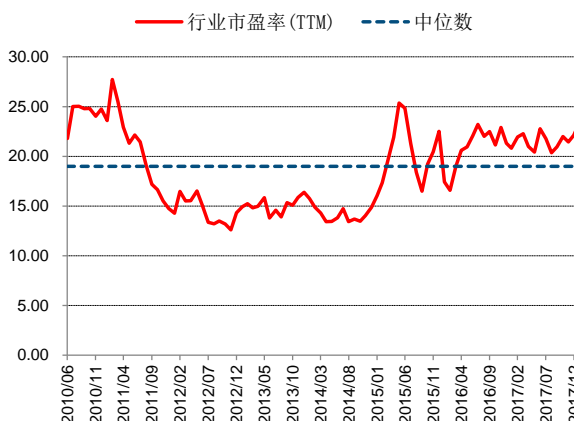
图 71：非经常损益净利润占比概率分布

成分股非经常损益占净利润比例的概率分布



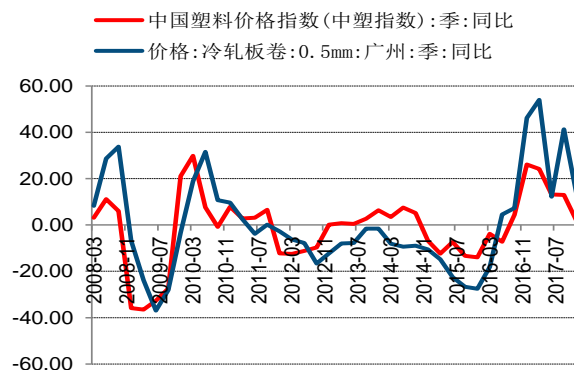
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 73：行业最新市盈率



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 75：家电原材料成本

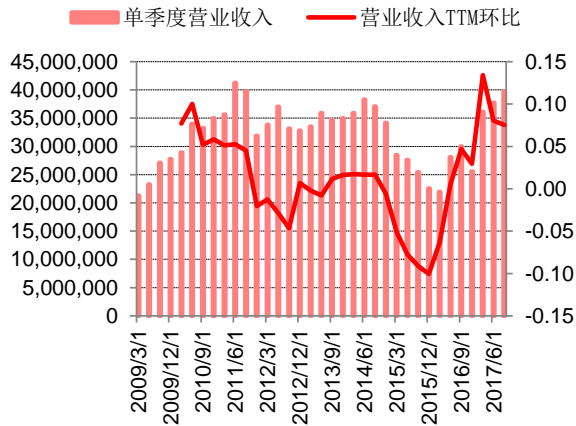


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



3.4.10 钢铁

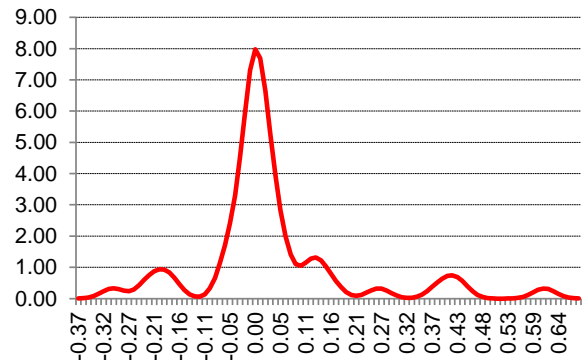
图 76：钢铁行业营业收入增速走势



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

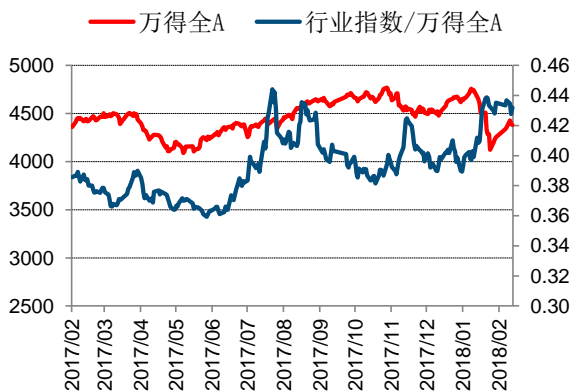
图 77：非经常损益净利润占比概率分布

成分股非经常损益占净利润比例的概率分布



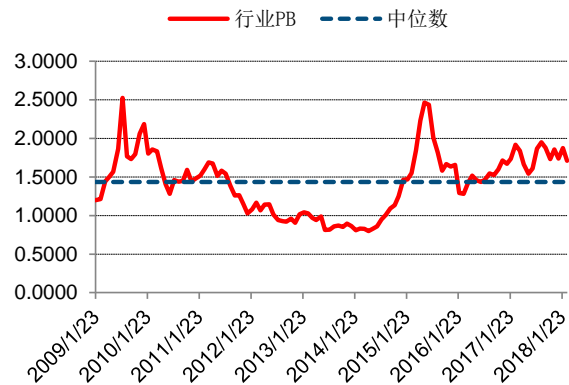
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 78：钢铁行业指数 VS wind 全 A



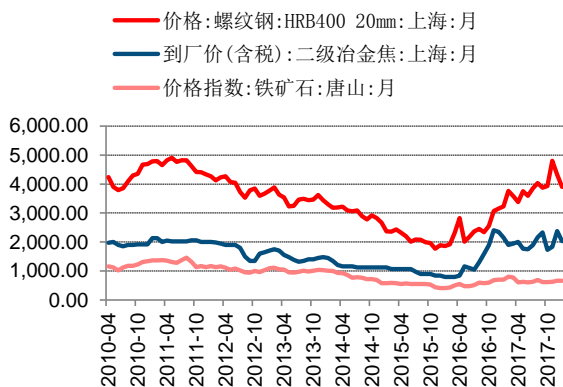
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 79：最新市净率



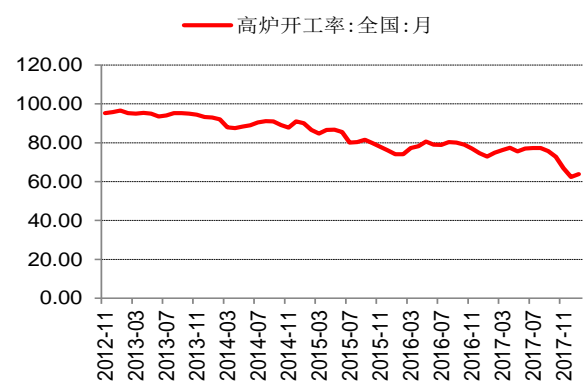
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 80：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 81：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年第4、2012年第4、2013年第1、2014年第3等；水晶球奖：2009年第1、2013年第1等。

报告贡献人

段伟良：复旦大学经济学院硕士，2年证券从业经验，主要研究方向基本面量化和选股。研究成果包括：基本面量化深度专题和系列思考、行业基本面量化体系、风格配置、投资时钟行业轮动、次新股选股及择时等。

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

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@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 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 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，本公司不会仅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。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859