

# 如果主板成超配，價值蔓延向何處

## 策略周報

2638以來，上證綜指已上漲 30.07%，但主板仍低配，低估值板塊加倉空間較大。

- **市場觀點：淡化指數，低估值板塊能進攻也能防禦。**年初至今，上證綜指屢屢創下新高，背後是金融地產、石油石化等低估值板塊的驅動。我們在1月月報中認為1-2月積極可為，價值投資理念蔓延，配置上以年度策略《價值蔓延》指引，推薦金融地產、石油石化等低估值的防禦板塊。近期走勢完全符合判斷，低估值板塊能防禦也能進攻，老佛爺配置組合年初以來淨值超過1.12。往前看，雖然近期這些板塊上漲較快，但估值仍然偏低，能進攻也能防禦，繼續強烈推薦。目前行業配置是：石油石化（20%）、房地產（20%）、銀行（10%）、證券（10%）、電子（10%）、通信（10%）、醫藥（10%）、農業（10%）。
- **本期話題：如果主板成超配，價值蔓延向何處？**2638以來，上證綜指穩步上漲，截至2018年1月26日，上證綜指已上漲30.07%，而創業板指下跌9.04%。但與市場走勢相反，目前主板仍處于低配5.6%，中小板超配4.6%，創業板超配1.1%。主板低配、中小創超配是2012年以來的格局，這與過去市場對創業經濟的推崇有關。經過五年演變，這一格局有望打破。如果主板回升至超配情況，價值理念的資金將會向何處蔓延？
- **歷史經驗：主板超配下，金融地產與消費超配居多，周期與TMT超配少見。**我們統計了歷史上主板超配時的情況，發現投資者更偏好配置金融地產與消費板塊，對周期板塊和TMT板塊的超配熱情並不高。當前，各板塊配置情況是：金融地產板塊仍然是低配（-6.1%），消費板塊超配15.1%，周期板塊低配（-12.6%），TMT板塊超配回落至4.1%。可以看到，機構加倉金融地產板塊空間很大。
- **當前配置：低估值行業低配嚴重，繼續強烈推薦。**根據2017Q4公募基金持倉情況，低估值行業低配嚴重。市場對金融地產、石油石化、公用事業等低估值板塊態度猶豫，認為漲幅較大。但我們認為，這些行業估值仍然較低，同時基本面將改善，價值資金將繼續進入。同時，從機構配置水平來看，銀行、地產、保險、券商、石油石化、公用事業、交通運輸等低估值板塊仍處低配區間，2017年Q4加倉並不顯著、甚至輕微減倉，未來仍有加倉空間。
- **組合回顧：個股組合超越市場。**上周“老佛爺”行業組合絕對收益為1.47%，低於市場（2.24%）；“老佛爺”個股組合絕對收益1.62%，表現低於市場（2.24%）。2017年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為1.40。

## 相關研究報告

《低估值板塊仍有加倉空間》2018.1.25

## 2638 以來：上證綜指漲逾 30%，但主板仍處于低配

2016 年 2638 以來，上證綜指穩步上漲，截至 2018 年 1 月 26 日，上證綜指已上漲 30.07%，創業板指下跌 9.04%。從公募基金的持倉情況來看，2017Q4 主板仍處于低配 (-5.6%)；中小板超配比例微跌至 4.6%；創業板超配比例連續 6 個季度回落，但仍超配 (1.1%)。

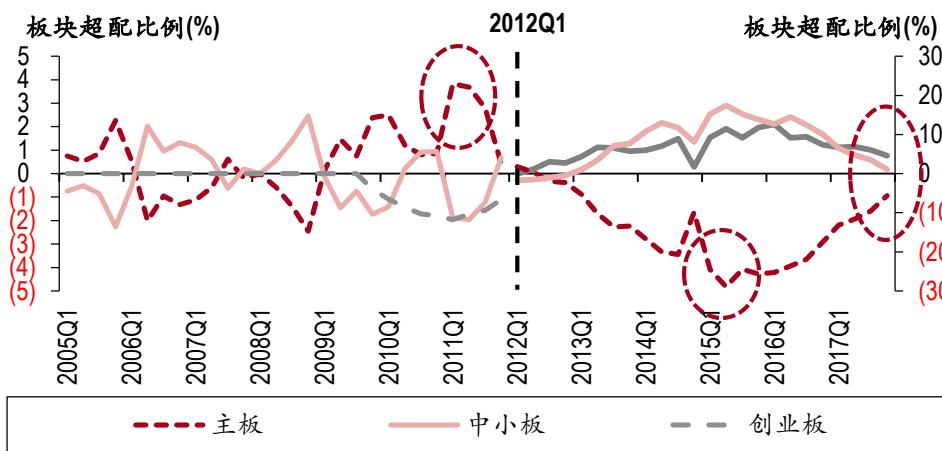
回顧基金對主板持倉的變化可以發現：2011 年 Q1 以來，投資者對主板的超配比例從高點 (3.84%) 回落，並於 2012 年 Q3 降至低配 (-1.96%)，2015 年 Q2 降至最低 (-28.93%)，而後主板的配置比例開始回升，當前主板依然低配 (-5.63%)，但已連續 8 個季度回升，往前看主板是否會恢復至超配？如果主板超配，將如何推動市場風格？哪些行業更有機會被超配？

圖表 1. 2016 年 2638 點以來 上證綜指已上漲 30%，創業板指下跌 9%



資料來源：萬得資訊，中銀證券

圖表 2. 2005Q1-2017Q4 基金板塊超配情況



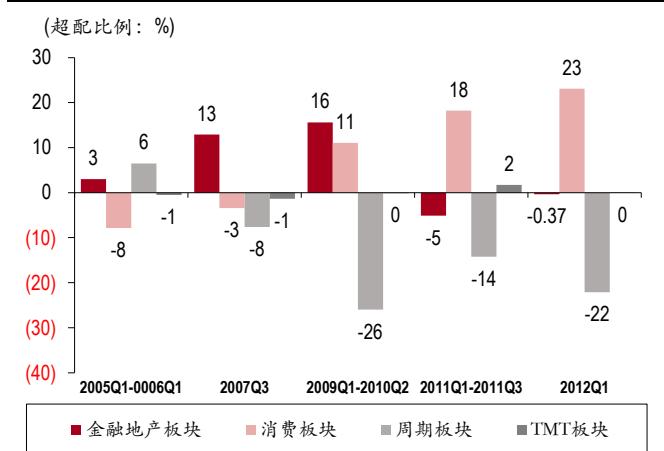
資料來源：萬得資訊，中銀證券

## 超配主板時的行業配置：金融地產與消費超配次數多

如果主板持倉的比例進一步抬升，很有可能在 2018 年實現超配。在這種情況下，投資者會如何進行行業的配置和風格的選擇？我們統計了歷史上公募基金對主板的超配比例高於對中小板和創業板的超配比例的時期，分別為：2005Q1-2006Q1、2007Q3、2009Q1-2010Q2、2011Q1-2012Q1，對主板低配的時期分別為：2006Q2-2007Q2、2007Q4-2008Q4、2012Q3-2017Q3，針對這兩類情況，我們試圖探討市場在超配主板的情形下，持倉行為是否有一定規律特徵。

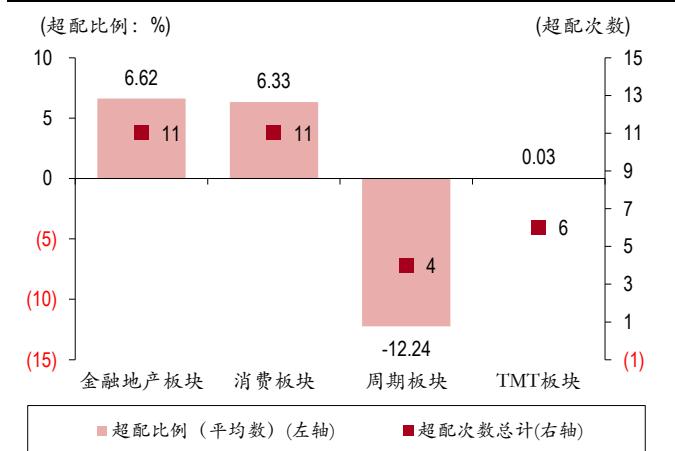
歷史上主板超配的時期，基金更偏好配置金融地產板塊與消費板塊，對周期板塊和 TMT 板塊的超配熱情並不高。我們統計了主板超配比例較高的時間段中，各種風格的超配次數與比重，其中金融地產板塊和消費板塊超配次數最多，均為 11 次，TMT 板塊超配次數為 6 次，周期板塊的超配次數僅為 4 次。從超配比例上來看，主板超配情形下，金融地產的平均超配比例為 6.62%，消費為 6.33%，TMT 為 0.03%，而周期為 -12.24%。

圖表 3. 主板超配時期各板塊超配情況



資料來源：萬得數據及中銀證券

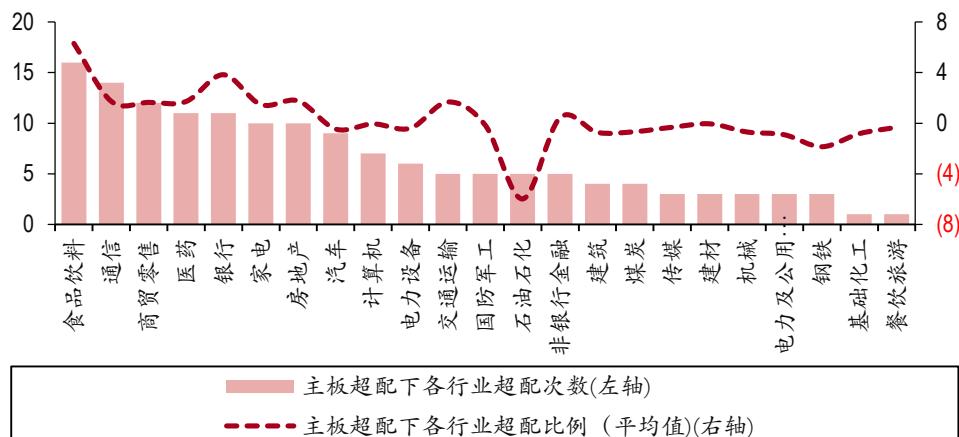
圖表 4. 主板超配時期金融與消費超配次數多



資料來源：萬得數據及中銀證券

具體行業來看，銀行、地產超配比例仍有提升空間，而食品與家電超配比例已處於歷史高位。在主板超配的情況下消費行業與金融行業的超配次數與比例均居前。2017Q4 基金超配的行業有：食品飲料 (9.06%)、家電 (4.55%)、電子 (4.35%)、醫藥 (3.44%)、電力設備 (1.51%)、通信 (0.76%)、建材 (0.55%)、傳媒 (0.35%)、輕工製造 (0.28%)、非銀行金融 (0.23%) 和餐飲旅遊 (0.22%)。食品飲料從 2017Q3 的 7.49% 上升 1.57 pct 至 9.06%，家電從 3.29% 上升 1.06 pct 至 4.35%，超配比例上升已較多，且均處於歷史高位，邊際上繼續超配的空間有限，而銀行和房地產的超配比例從 2017Q3 以來有所下降，2018 年 Q1 仍有加倉的邊際空間。

圖表 5. 主板超配時期，消費與金融行業超配次數與比例均居前



---

資料來源：萬得資訊，中銀證券

## 當前行業持倉：低估值行業仍有加倉空間

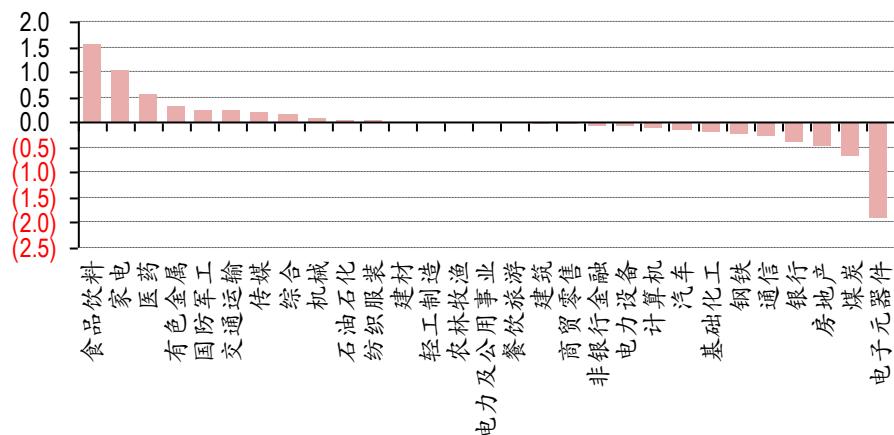
2017年4季度基金實施超配的行業有11個，超配比例變動方面，食品飲料和家電增幅最大，分別增加1.6%和1.1%，而銀行、地產、保險、券商、石油石化、公用事業、交通運輸等低估值行業當前持倉尚為低配，未來仍有加倉空間。2017年Q4基金超配的行業為：食品飲料(9.06%)、家電(4.55%)、電子(4.35%)、醫藥(3.44%)、電力設備(1.51%)、通信(0.76%)、建材(0.55%)、傳媒(0.35%)、輕工製造(0.28%)、非銀行金融(0.23%)和餐飲旅游(0.22%)，其中超配比例處於歷史高位的為：家電、電力設備、有色金屬、建材。從各行業超配比例季度變動情況來看，增幅方面，食品飲料上升1.57 pct至9.06%，家電上升1.06 pct至4.35%，

圖表 6. 2017年 Q4 基金對各行業超配比例情況

序號	行業分類	2017Q4 超配比例(%)	超配比例變動	超配比例環比增減	PE	PB
1	食品飲料	9.06	1.57	↑	39.18	6.48
2	電子元器件	4.55	(1.89)	↓	44.31	4.03
3	家電	4.35	1.06	↑	24.34	4.09
4	醫藥	3.44	0.58	↑	38.60	4.26
5	有色金屬	1.51	0.32	↑	49.73	3.22
6	輕工製造	0.76	0	=	32.96	3.44
7	電力設備	0.55	(0.09)	↓	40.64	2.54
8	通信	0.35	(0.27)	↓	77.49	2.96
9	建材	0.28	0.02	↑	28.45	2.91
10	餐飲旅游	0.23	(0.01)	↓	40.35	3.55
11	國防軍工	0.22	0.24	↑	80.72	3.09
12	商貿零售	(0.07)	(0.04)	↓	33.85	2.20
13	機械	(0.11)	0.07	↑	60.74	2.94
14	綜合	(0.19)	0.16	↑	39.24	2.48
15	傳媒	(0.27)	0.19	↑	35.92	3.47
16	農林牧漁	(0.49)	0	=	37.13	3.38
17	計算機	(0.63)	(0.11)	↓	58.35	3.91
18	非銀行金融	(0.69)	(0.06)	↓	23.19	2.26
19	紡織服裝	(0.8)	0.03	↑	27.96	2.56
20	鋼鐵	(1.15)	(0.23)	↓	19.93	1.84
21	基礎化工	(1.25)	(0.18)	↓	34.43	2.95
22	汽車	(1.32)	(0.17)	↓	20.91	2.36
23	建築	(1.35)	(0.03)	↓	17.03	1.77
24	電力及公用事業	(1.37)	0	=	28.26	2.03
25	煤炭	(2.02)	(0.65)	↓	14.59	1.65
26	房地產	(2.1)	(0.48)	↓	18.66	2.35
27	交通運輸	(2.27)	0.23	↑	21.59	2.22
28	石油石化	(3.58)	0.06	↑	36.71	1.52
29	銀行	(5.66)	(0.39)	↓	8.74	1.18

資料來源：萬得資訊，中銀證券

圖表 7. 2017 年 Q4 各行業超配比例環比變化情況



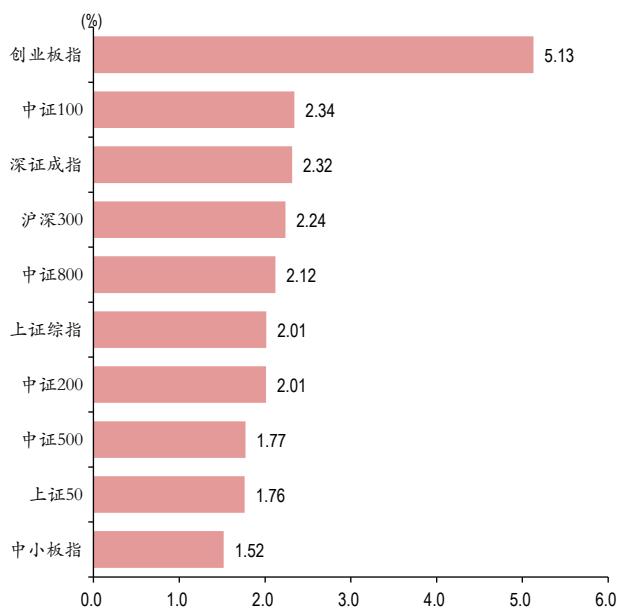
資料來源：萬得資訊，中銀證券

## 上周回顧：半數市場指數上漲，金融業領漲

市場以及行業板塊表現回顧：指數方面，所有指數均上漲，創業板指數上漲幅度最大，為 5.13%；行業板塊，銀行漲幅最大為 6.29%，計算機跌幅 4.99% 大于其他行業。

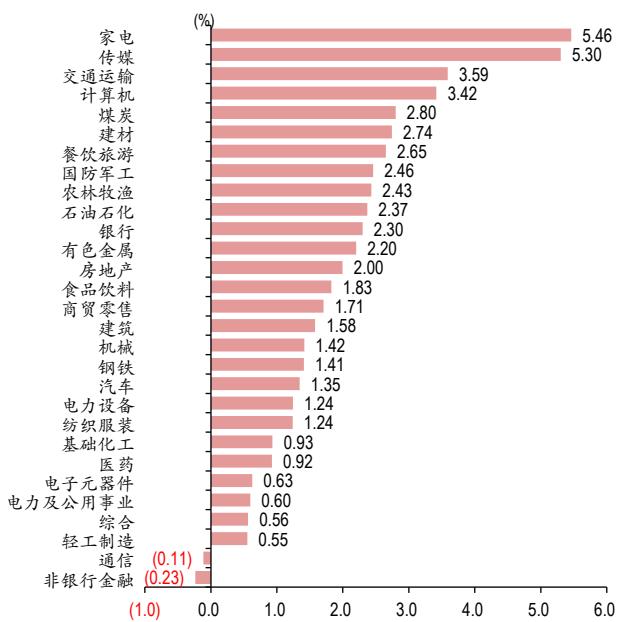
指數方面，全部市場指數均上漲，創業板指數上漲幅度最大，為 5.13%。其餘指數上周漲幅分別為：上證 50(1.76%)、中證 100(2.34%)、上證綜指(2.01%)、滬深 300(2.24%)、中證 800(2.12%)、中證 200(2.01%)、深證成指(2.32%)、中證 500(1.77%)、中小板指(1.52%)。行業板塊方面，除了非銀行金融(-0.23%)、通信(-0.11%)下跌之外，其他行業均上漲，其中，上漲前三的行業是家電(5.46%)、傳媒(5.30%)、交通運輸(3.59%)。

圖表 8. 上周市場表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

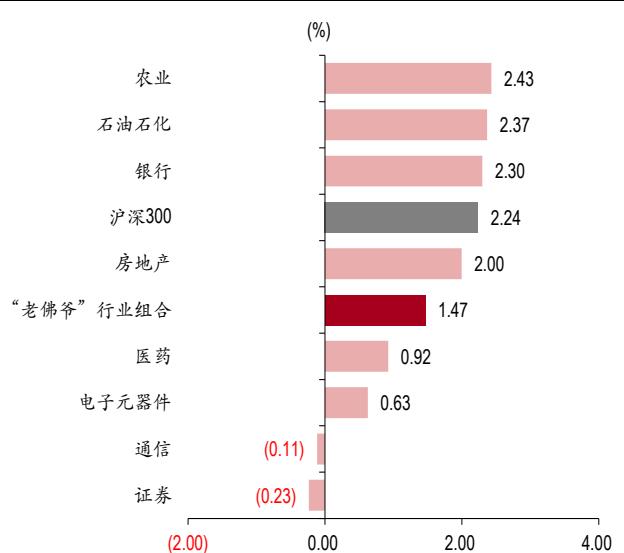
圖表 9. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

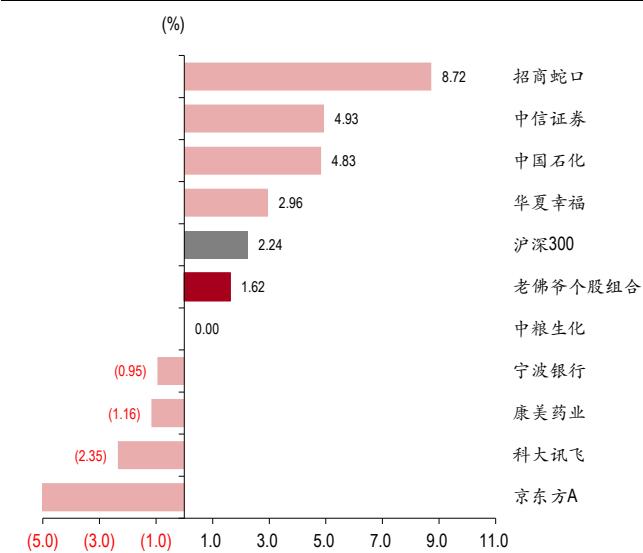
組合回顧：個股組合和行業組合均表現欠佳。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為 1.47%，低于市場(2.24%)；“老佛爺”個股組合絕對收益 1.62%，表現低于市場(2.24%)。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.40。

圖表 10. 上周“老佛爺”行業組合表現



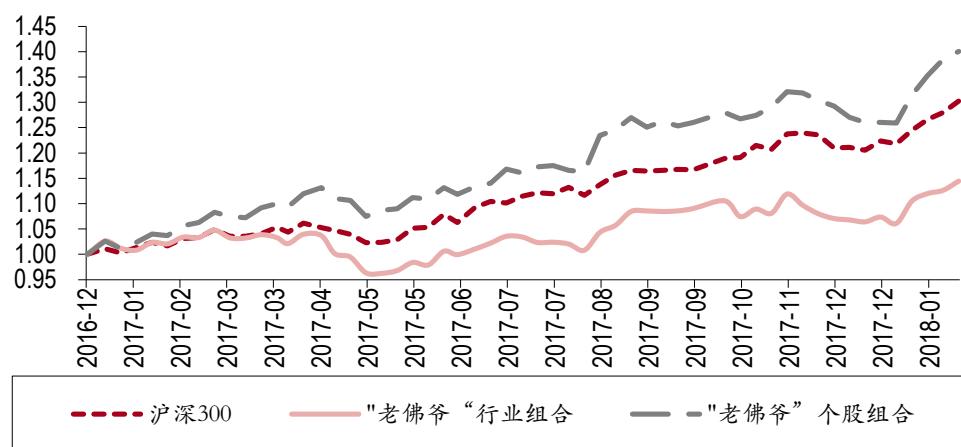
資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 11. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 12. 個股及組合配置表現（累積值）



資料來源：萬得，中銀證券

## 2018年1月中銀國際行業及個股配置

圖表 13. 2018年1月“老佛爺”行業組合

行業板塊	權重(%)	行業觀點
石油石化（中信一級）	20	三季度原油價格回升，提振石化行業盈利能力、油氣開采業績改善。考慮到石油減產期限可能延長以及地緣政治等因素，預計未來幾年原油價格將上漲。
醫藥（中信一級）	10	醫藥行業整體保持穩健增速，具有結構性投資機會。國家鼓勵創新及加速審評審批的政策將加速行業洗牌，推動具有突出業務實力的公司加快發展。
電子元器件（中信一級）	10	電子行業從去年下半年至今明處於上行周期，新 iPhone 將引領新一波高端智能機的升級周期，本輪升級包括 OLED 全面屏、雙面 3D 玻璃、SPEN 等核心應用。
通信（中信一級）	10	在互聯網流量以每年 40% 以上增速持續爆發的大背景下，通信網絡作為信息基礎設施建設的核心，後續面臨著持續的擴容和升級需求。
房地產（中信一級）	20	房地產是資金密集型行業，可容納大規模資金；土地資源有稀缺性，具有保值增值性；地產是經營性資產，安全性穩定性高。
證券（中信二級）	10	目前五家大型綜合性券商平均市淨率為 1.54 倍，處在估值底部區域，具有長期投資價值。我們從中長期的角度看好直接融資比例提升和居民大類資產配置進程中券商的發展空間。
銀行（中信一級）	10	銀行業盈利增速穩步提升，指標總體有所回暖；風險化解成效顯現，資產質量穩中轉好。
農業（中信二級）	10	農業供給側改革持續發酵，農產品價格接近底部，以及今年天氣因素推動農產品價格向上預期。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 2018年1月“老佛爺”個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS			PE			推薦理由	行業
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中國石化	7.38	0.38	0.46	0.56	19.27	16.03	13.21	公司業績穩定增長，油價均價抬升利于業績。公司當前估值較低，PB1.04倍，低于行業 PB 均值 1.33倍。	石油石化
600518.CH	康美藥業	21.27	0.67	0.82	0.99	31.89	26.02	21.44	是國內中藥全產業鏈和消費品龍頭企業、公司在醫藥商業醫療服務領域快速拓展。2017年1到3季度收入增長 18.59%，淨利潤增長 21.04%，繼續保持穩健快速增長。	醫藥
600340.CH	華夏幸福	42.84	2.22	2.92	3.79	19.30	14.68	11.31	建立一套行之有效的助推科技成果轉化的方法體系，除了提供全球招商、產業載體、行業圈層、政策及企業服務等多維度的產業服務外，還運用資本和創新雙輪驅動。	房地產
001979.CH	招商蛇口	26.05	1.21	1.44	1.83	21.49	18.08	14.21	招商蛇口以“蛇口基因實現創新價值,以商業成功踐行國家戰略”為使命,打造以“產、網、融、城一體化”的智慧城市、智慧商圈、智慧園區、智慧社區。	房地產
002142.CH	寧波銀行	19.79	1.95	1.81	2.13	10.15	10.95	9.27	著力在小微企業金融服務、社區金融服務、電子銀行服務、公益慈善活動等領域推進普惠工作，得以保持著業績的穩定增長，成為普惠金融可持續發展的典型樣本。	銀行
002230.CH	科大訊飛	60.21	0.37	0.37	0.52	162.73	161.59	115.74	國內智能語音及人工智能領跑者，核心高管穩定，專注于智能語音技術，在語音合成/識別、口語評測、機器翻譯等領域均達到國際領先水平，全面布局，技術算法及應用場景成競爭優勢。	計算機
600030.CH	中信證券	22.34	0.86	0.93	1.05	25.98	24.03	21.30	公司作爲行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO 溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期。估值較低。	證券
000725.CH	京東方 A	6.28	0.05	0.25	0.32	116.30	25.18	19.80	全球車載顯示市場正處於重要的增長機遇期，市場預計保持 15%複合增長率，2018 年車用面板市場依然會保持很高增長趨勢。	電子元器件
000930.CH	中糧生化	13.34	0.13	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	玉米價格下降以及國際油價回升，公司盈利能力將得到改善。國企改革加速，旗下生化能源資產注入預期打開公司市值空間。	農業

資料來源：萬得數據及中銀證券

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，未授權任何公眾媒體或機構刊載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

### 評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

#### 公司投資評級：

買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20%以上；

增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；

中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在-10%-10%之間；

減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10%以上；

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

#### 行業投資評級：

強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；

中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；

弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

## **風險提示及免責聲明**

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1)基金、保險、QFII、QDII等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2)中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視為將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## **中銀國際證券股份有限公司**

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## **相關關聯機構：**

### **中銀國際研究有限公司**

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話:(852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打 : 10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打 : 10800 1521065  
新加坡客戶請撥打 : 800 852 3392  
傳真:(852) 2147 9513

### **中銀國際證券有限公司**

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話:(852) 3988 6333  
傳真:(852) 2147 9513

### **中銀國際控股有限公司北京代表處**

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編:100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### **中銀國際(英國)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### **中銀國際(美國)有限公司**

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### **中銀國際(新加坡)有限公司**

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371