东兴证券 DONGXING SECURITIES

涨价买什么？

2021 年 4 月 13 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

PPI 加速上行，3 月同比回升至 4.4%。2021 年 4 月 9 日，3 月 PPI 数据发布，PPI 当月同比达到 4.4%，远超市场预期值 3.3%。PPI 自 2020 年 5 月以来持续上行且近期上行速率进一步加快，可能给股票市场带来重大影响，本文希望探讨 PPI 上行的涨价背景下哪些行业可能受益。为研究上述问题本文选取历史上 PPI 显著上行的区间作为对比。自 2003 年以来共发生过 4 次 PPI 的显著上行，其中 2009 年 7 月-2010 年 7 月经济也处于从危机中复苏的区间、2015 年 9 月-2017 年 2 月原材料供给趋紧，与当前宏观经济环境具有较高的相似度，后文主要参考这两段区间进行分析。

PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导。当前全球经济处于修复阶段，工业原材料需求旺盛但供给相对刚性，二季度北半球处于开工旺季，预计 PPI 仍将上行或处于高位。PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，可能具有一个季度左右的时滞。上、中、下游结束上行趋势的时间不固定，但三者结束时 PPI 水平往往都会达到历史高点。2020 年 5 月以来，PPI 再度上行，上游、中游率先启动，9 月份则传导至下游。截止到 2021 年 3 月上游、中游 PPI 历史分位已分别达 79%、92%，下游 PPI 历史分位则仅为 43%，相对较低。按照历史规律，PPI 上行后续可能会进一步向下游传导。

资源品产业链多个行业有随 PPI 上行盈利扩张的趋势。本轮 PPI 上行主要拉动项集中在资源品的上游采选和中游加工。为寻找 PPI 上行区间的潜在受益行业，本文参考历史两段 PPI 上行区间盈利扩张的行业，结合本轮 PPI 上行中盈利改善的行业进行分析。历史上两轮与本轮 PPI 上行区间盈利均扩张的行业包括 **1.有色及黑色金属产业链中的铜、铝、铁矿石、长材、板材、工程机械、通用设备、专用机械、白色家电、小家电、汽车零部件；2.石油产业链中的石油开采；3.煤炭产业链中的煤炭开采及洗选、焦炭；4.化工产业链中的农用化工、化学原料等。**

低估值、供给刚性但需求旺盛的资源品或受益于 PPI 上行。全球制造业 PMI 处于 55 的高位，工业原材料需求旺盛。但供给方面，铜 TC、RC 则均已处于历史低位。铝在产产能已处高位，供给端对价格具有强力支撑。钢铁企业限产政策越来越严格，高炉开工率持续下行，价格也具备支撑力。铜、铝、长材、板材、铁矿石、等当前的市盈率远低于历史上各段 PPI 上行区间中的峰值，各行业估值仍处较低水平。上游资源品相关行业的估值上行开始时点与结束时点均早于 PPI 上行开始与结束时点，且估值上行均持续 9 个月以上，铜、铝、长材、板材、铁矿石等行业本轮股票或仍将上行。

风险提示：疫情发展超出预期，行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动

目 录

1. PPI 加速上行，3 月同比回升至 4.4%.....3
2. PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导.....5
3. 资源品拉动本轮 PPI 上行且产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张.....6
4. 低估值、供给刚性但需求旺盛的资源品或受益于 PPI 上行.....8
5. 风险提示.....10

插图目录

图 1：PPI 持续上行，CPI 由负转正.....3
图 2：2003 年以来共有四段 PPI 显著上行区间.....4
图 3：全球制造业 PMI 显著回升，目前处于高位.....8
图 4：当前铜 TC、RC 均处于历史低位.....8
图 5：LME 铜、上期所铜库存目前处于历史低位.....8
图 6：电解铝在产产能已接近见顶.....8
图 7：限产政策下全国钢厂高炉开工率持续处于低位.....9

表格目录

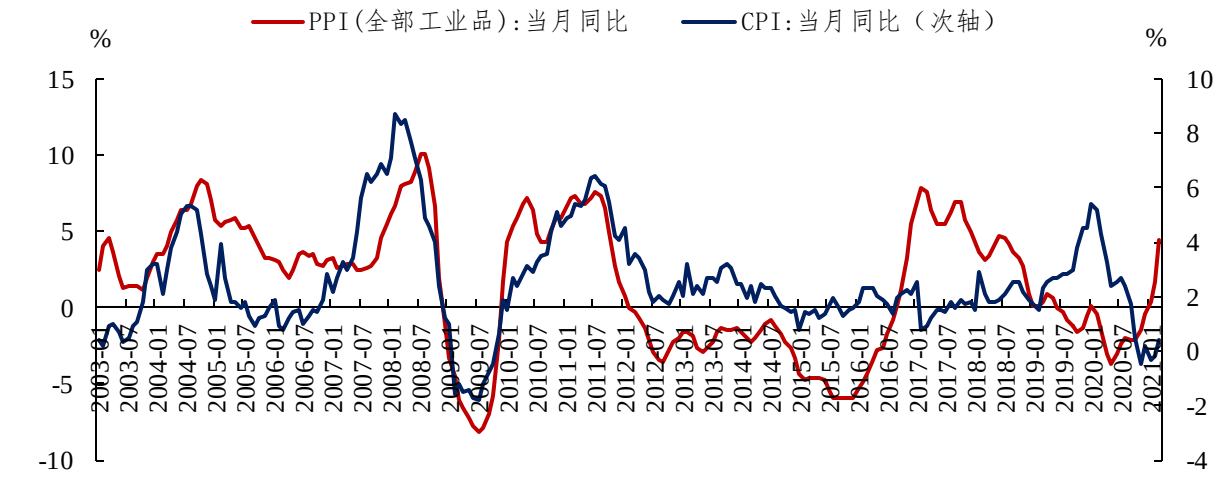
表 1：截止到 2021 年 3 月上游、中游 PPI 历史分位已分别达 79%、92%，下游 PPI 历史分位则仅为 43%.....5
表 2：资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行.....6
表 3：有色金属及黑色金属产业链上、中、下游行业在 PPI 上行中盈利普遍扩张.....7
表 4：当前各 PPI 上行受益行业市盈率远低于历史上 PPI 上行区间行业市盈率的峰值.....9
表 5：历史上资源品行业估值上行开始和结束时点都早于 PPI 上行开始和结束时点.....10

1. PPI 加速上行，3 月同比回升至 4.4%

PPI 持续上行，CPI 由负转正。2021 年 4 月 9 日，3 月 PPI、CPI 数据发布，PPI 当月同比达到 4.4%，远超市场预期值 3.3%，海内外共振复苏背景下，原材料呈现价格呈现供不应求的短缺局面，价格持续攀升拉动 PPI 上行。CPI 变动则相对温和，3 月同比上涨 0.4%实现由负转正。

PPI 自 2020 年 5 月以来持续上行且近期上行速率进一步加快，可能给股票市场带来重大影响，本文希望探讨 PPI 上行的涨价背景下哪些行业可能受益。

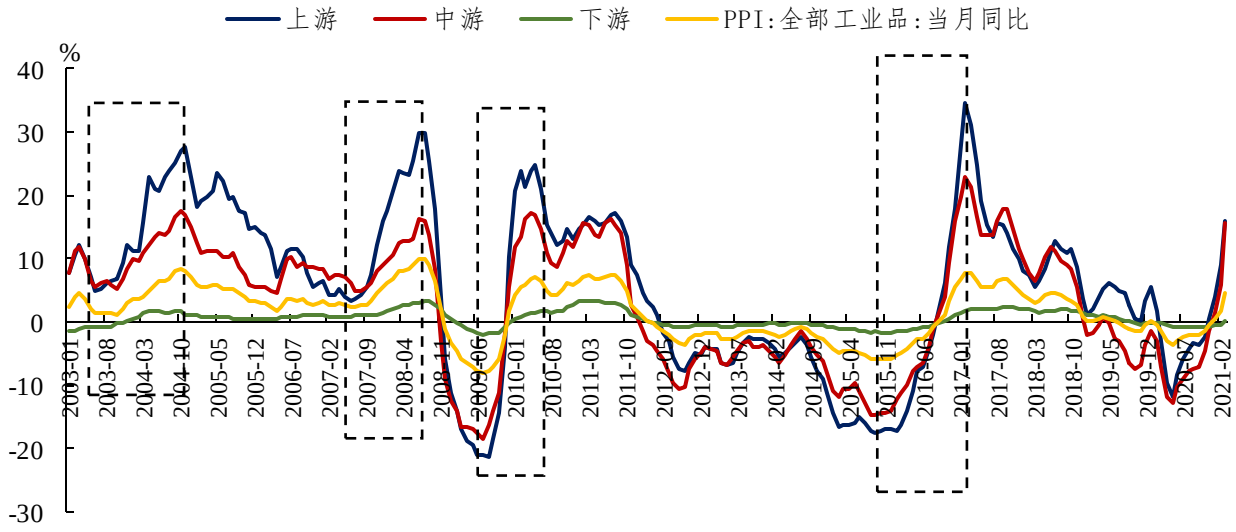
图 1：PPI 持续上行，CPI 由负转正



资料来源：Wind、东兴证券研究所

历史上共有四段 PPI 显著上行区间。为研究上述问题，本文选取历史上 PPI 显著上行的区间作为对比。自 2003 年以来共发生过 4 次 PPI 的显著上行，分别为 2003 年 6 月-2004 年 11 月、2007 年 6 月-2008 年 8 月、2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月，持续时间分别为 17 个月、14 个月、12 个月、17 个月。2009 年 7 月-2010 年 7 月经济也处于从危机中复苏的区间、2015 年 9 月-2017 年 2 月原材料供给趋紧，与当前宏观经济环境具有较高的相似度，后文主要参考这两段区间进行分析。

图 2：2003 年以来共有四段 PPI 显著上行区间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导

全球经济加速复苏下工业原材料供不应求局面预计仍将持续，PPI 同比或仍将上行或处于高位。当前全球经济仍处于疫情后的修复阶段，美、欧等主要经济体工业生产均尚未恢复至疫情前水平，工业原材料需求维持旺盛但供给相对刚性，并且二季度北半球处于开工旺季，大宗商品价格仍具上行动力，预计 PPI 也仍将持续上行。

PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，当前下游工业制品价格相对较低。PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，可能具有一个季度左右的时滞。上、中、下游结束上行趋势的时间不固定，但三者结束时 PPI 水平往往都会达到历史高点。2020 年 5 月以来，PPI 再度上行，上游、中游率先启动，9 月份则传导至下游。截止到 2021 年 3 月上游、中游 PPI 历史分位已分别达 79%、92%，下游 PPI 历史分位则仅为 43%，相对较低。按照历史规律，PPI 上行趋势后续可能会进一步向下游传导。

表 1：截止到 2021 年 3 月上游、中游 PPI 历史分位已分别达 79%、92%，下游 PPI 历史分位则仅为 43%

PPI 上行区间	2003 年 6 月-2004 年 11 月	2007 年 6 月-2008 年 8 月	2009 年 7 月-2010 年 5 月	2015 年 8 月-2017 年 2 月	2020 年 5 月至今
上游启动时间	2003 年 6 月	2007 年 6 月	2009 年 7 月	2015 年 9 月	2020 年 5 月
中游启动时间	2003 年 6 月	2007 年 8 月	2009 年 7 月	2015 年 9 月	2020 年 5 月
下游启动时间	2003 年 8 月	2007 年 10 月	2009 年 7 月	2015 年 12 月	2020 年 9 月
上游结束时间	2004 年 11 月	2008 年 7 月	2010 年 5 月	2017 年 2 月	——
中游结束时间	2004 年 10 月	2008 年 7 月	2010 年 4 月	2017 年 2 月	——
下游结束时间	2004 年 9 月	2008 年 8 月	2010 年 7 月	2017 年 10 月	——
上游 PPI 结束时历史分位	100%	100%	92%	100%	79%
中游 PPI 结束时历史分位	100%	95%	98%	100%	92%
下游 PPI 结束时历史分位	95%	100%	89%	88%	43%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 资源品拉动本轮 PPI 上行且产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张

资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行且未来可能向下游传导。2020 年 5 月以来的本轮 PPI 上行主要拉动项集中在资源品的上游采选和中游加工，特别是石油、煤炭、有色、钢铁、化工产业链中上游 PPI 同比均有大幅回升。

表 2：资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行

行业	PPI 当月同比差(%)	PPI 当月同比增速
石油和天然气开采业	81.3	141%
石油、煤炭及其他燃料加工业	38.3	157%
黑色金属矿采选业	35.2	7040%
黑色金属冶炼及压延加工业	29.5	369%
化学纤维制造业	28.0	160%
有色金属冶炼及压延加工业	25.7	584%
化学原料及化学制品制造业	20.6	224%
煤炭开采和洗选业	16.2	174%
有色金属矿采选业	10.7	412%
纺织业	6.1	102%
金属制品业	4.0	800%
橡胶和塑料制品业	3.7	148%
纺织服装、服饰业	1.2	71%
非金属矿物制品业	1.0	37%
通用设备制造业	1.0	125%
非金属矿采选业	0.2	33%
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.2	10%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.1	100%
汽车制造业	0.1	11%
医药制造业	0.0	0%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：PPI 当月同比差=2021 年 2 月 PPI 同比-本轮周期中行业 PPI 最低点同比，PPI 当月同比增速=PPI 当月同比差/ABS(本轮周期中行业 PPI 最低点同比)

资源品产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张。为寻找 PPI 上行区间的潜在受益行业，本文参考 2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月两段 PPI 上行区间盈利扩张的行业，结合本轮 PPI 上行中盈利改善的行业进行分析。行业方面以中信行业分类为基础，有色、黑色产业链取上游的铜、铝、铁矿石，中游的长材、板材和下游的电网、白色家电、小家电、汽车零部件、工程机械、专用机械、通用设备进行研究；石

油产业链取上游的石油开采，中下游的炼油、油服工程进行研究；煤炭产业链取煤炭开采洗选、焦炭进行研究；化工产业链取农用化工、化学纤维、化学原料进行研究。

历史两段可比区间与本次 PPI 上行三段区间归母净利润增速均上行的行业包括：1.有色金属及黑色金属产业链的**铜、铝、铁矿石、长材、板材、工程机械、通用设备、专用机械、白色家电、小家电、汽车零部件**；2.石油产业链的**石油开采**；3.煤炭产业链的**煤炭开采及洗选、焦炭**；4.化工产业链的**农用化工、化学原料。**

表 3：有色金属及黑色金属产业链上、中、下游行业在 PPI 上行中盈利普遍扩张

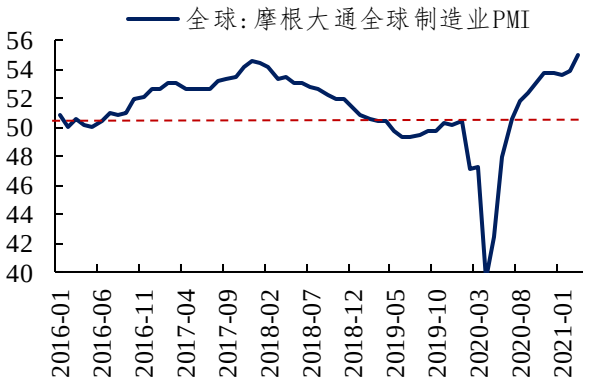
归母净利润增速变动							
行业	2009 年-2010 年 PPI 上行区间	2015 年-2017 年 PPI 上行区间	2020 年 5 月至今	行业	2009 年-2010 年 PPI 上行区间	2015 年-2017 年 PPI 上行区间	2020 年 5 月至今
铜	↑	↑	↑	小家电	↑	↑	↑
铝	↑	↑	↑	电网	↓	↓	↓
铁矿石	↑	↑	↑	石油开采	↑	↑	↑
长材	↑	↑	↑	炼油	↓	↑	↑
板材	↑	↑	↑	油服工程	↑	↓	↓
工程机械	↑	↑	↑	煤炭开采洗选	↑	↑	↑
专用机械	↑	↑	↑	焦炭	↑	↑	↑
通用设备	↑	↑	↑	农用化工	↑	↑	↑
汽车零部件	↑	↑	↑	化学纤维	↓	↓	↑
白色家电	↑	↑	↑	化学原料	↑	↑	↑

资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 低估值、供给刚性但需求旺盛的资源品或受益于 PPI 上行

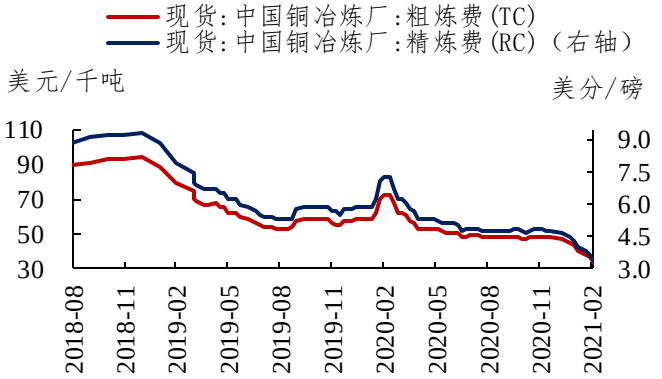
铜、铝和钢铁等供给刚性但需求旺盛。全球制造业 PMI 处于 55 的高位，工业原材料需求旺盛。但供给方面，铜 TC、RC 则均已处于历史低位，库存来看，LME 铜库存、上期所库存也处于低位，由于建设周期及“碳中和”政策等问题短期产能难以大幅新增。铝在产产能已处高位，并且总产能已经逼近 4500 万吨的产能红线，供给侧改革、“碳中和”政策问题下难以新增产能，供给端对价格具有强力支撑。供给侧改革、“碳中和”政策背景下，钢铁企业限产政策越来越严格，高炉开工率持续下行，价格也具备支撑力。

图 3：全球制造业 PMI 显著回升，目前处于高位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：当前铜 TC、RC 均处于历史低位



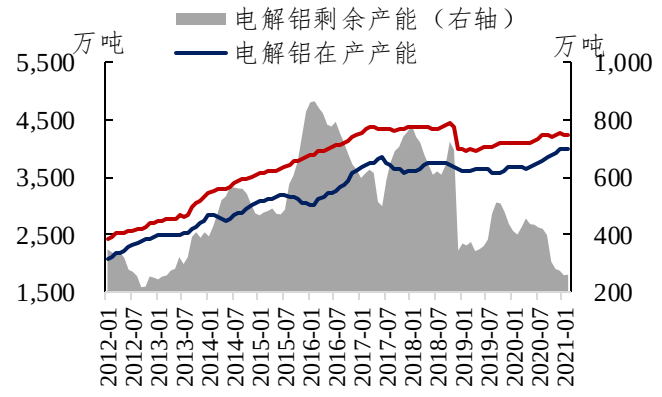
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：LME 铜、上期所铜库存目前处于历史低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：电解铝在产产能已接近见顶



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7：限产政策下全国钢厂高炉开工率持续处于低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

铜、铝、钢铁等资源品估值仍处较低水平。PPI 上行过程中受益的行业包括铜、铝、长材、板材、铁矿石等当前的市盈率远低于历史上各段 PPI 上行区间中各行业市盈率的峰值，当前各行业估值仍处较低水平。

表 4：当前各 PPI 上行受益行业市盈率远低于历史上 PPI 上行区间行业市盈率的峰值

PPI 上行区间各行业估值达到顶峰时的市盈率及当前市盈率					
时间区间	铜	铝	长材	板材	铁矿石
2003 年 6 月-2004 年 11 月	88.19	31.30	23.29	23.51	——
2007 年 6 月-2008 年 8 月	53.91	69.64	38.14	32.88	136.85
2009 年 7 月-2010 年 7 月	62.21	140.21	46.50	33.08	38.84
2015 年 9 月-2017 年 2 月	138.94	100.72	50.27	107.48	139.96
2021 年 4 月 9 日	35.50	31.73	11.22	15.08	24.44

资料来源：Wind、东兴证券研究所

历史经验来看，**上游资源品相关行业的估值上行开始时点与结束时点均早于 PPI 上行开始与结束时点，且估值上行均持续 9 个月以上。**本轮 PPI 上行开始于 2020 年 5 月，相关行业股票估值回涨则直到 10 月才开始。从以往经验来看，**铜、铝、长材、板材、铁矿石**等行业本轮股票或仍将上行。

表 5：历史上资源品行业估值上行开始和结束时点都早于 PPI 上行开始和结束时点

	第一段 PPI 上行估值开始上行时间	第一段 PPI 上行估值结束上行时间	第二段 PPI 上行估值开始上行时间	第二段 PPI 上行估值结束上行时间
铜	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 11 月	2007 年 10 月
铝	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 8 月	2007 年 10 月
长材	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 10 月	2007 年 9 月
板材	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 8 月	2007 年 9 月
铁矿石	——	——	2007 年 1 月	2007 年 10 月
	第三段 PPI 上行估值开始上行时间	第三段 PPI 上行估值结束上行时间	第四段 PPI 上行估值开始上行时间	第四段 PPI 上行估值结束上行时间
铜	2008 年 12 月	2009 年 11 月	2014 年 5 月	2016 年 11 月
铝	2008 年 12 月	2009 年 12 月	2014 年 5 月	2016 年 11 月
长材	2008 年 12 月	2009 年 12 月	2014 年 5 月	2015 年 7 月
板材	2009 年 1 月	2009 年 12 月	2014 年 6 月	2016 年 12 月
铁矿石	2009 年 1 月	2010 年 4 月	2015 年 1 月	2016 年 11 月

资料来源：Wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

疫情发展超出预期，行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526