A股策略

投资策略点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

补库存周期主导节后市场风格切换

——强烈关注有色金属、化工、机械设备、农林牧渔行业龙头

曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com

2021 年 02 月 24 日

事件：

正如 2016 年 10 月后的经济复苏明朗后的蓝筹牛行情，目前 A 股滞涨的强顺周期板块得到越来越多经济复苏数据的支持。市场增量资金在追求高确定性风格下，逐渐向补库存周期的上游原材料和中游原材料和工业品行业聚焦，我们认为这一拐点已经出现。

观点：

节后 A 股开始逐步向强顺周期风格切换，有色金属、化工、机械设备、农林牧渔板块持续迎来主力资金净流入。前三个月主力资金大幅流入的电气设备和食品饮料等行业迎来短期周度回调，非银金融、建筑材料、建筑装饰等板块主力资金流入持续保持低迷。

申万一级行业中，近一个月估值提升最快的是依次是有色金属、农林牧渔、钢铁、采掘等强顺周期行业。

根据已披露业绩预告，上游高度复苏正向中游传导。

- 上游原材料有色金属、中游原材料的化工和公用事业的高景气度，已经呈现快速提升状态。
- 中游工业品方面，轻工制造、机械设备、国防军工、电气设备等复苏度也在加快。
- 对于下游消费品方面，首先传导至家用电器、医药生物、农林牧渔板块。
- 整体来看，下游的必选消费复苏度快于可选消费。TMT 领域电子和通信行业复苏度强于计算机和传媒。

PPI 生产资料同比增速全面转正，迎来补库存周期机遇。在 2009 年 10 月至 2016 年 9 月的同样拐点，后续两个季度都开启了如下行情：中游工业品开工旺盛，导致上游原材料需求大增，工业产成品存货同比出现大幅补库的现象，上游原材料有色金属、采掘行业及中游原材料化工、钢铁行业因高复苏度受到市场资金大幅买入。

我们预计本轮工业利润和产成品库存恢复度是弱于 2009 和 2016 同时期拐点的。这一方面是 2020 年 1 季度疫情爆发造成的被动增库存还没有全面消化，另一方面房地产产业链多个行业在严格政策下复苏度极低，所以我们预计这一轮总体补库存上升速率可能低于历史上两次拐点。

有色金属行业在历次 PPI 转正周期拐点后会呈现最强的利润增长率。根据历史统计，这一利润大幅上行周期至少将持续 2-3 个季度。目前有色金属采选业已经率先利润恢复，后续将传导至有色金属冶炼和压延加工领域开始补库。有色金属有望成为补库存周期最强主线。

2021 年 2 月至今，超大单资金净流入趋势上升，市场主力资金买入情绪恢复，市场对于流动性扰动因素担忧逐步降低。

节前虽然北向资金流入出现阶段放缓，但在节后北向净买入继续大幅上升。节后 4 个交易日净买入达到 50 亿、95 亿、-11 亿、6.5 亿。外资买入情绪也得到了全面恢复。

2021 年 2 月初至今十年期国债收益率上升了 7BP，万得全 A 股息率下降了 4BP，国债收益率-万得全 A 股息率 1.78%上升至 1.88%。在过去的十年中，A 股曾发生多次股债轮动周期。国债收益率-万得全 A 股息率大于 2.5%的债优于股拐点是：2010 年 11 月、2015 年 5 月、2017 年 12 月，市场后续均进入熊市，目前市场尚未步入此拐点。

在过去十年，当万得全 A 股息率低于 1%后，市场往往出现大幅调整的震荡行情。当前万得全 A 股息率为 1.38%，如果对应低于 1%股息率的区域，当上证指数高于 4600 点、深成指高于 19400 点后可能会出现巨幅震荡的顶部拐点，如果伴随全 A 股盈利大幅改善分红增加，这一顶部拐点区域可能会上移一定区间。

总体来看，目前 A 股大小盘轮动中大盘风格依然占据主导。大盘风格继续保持历史高位，市场主流资金买入方向依然面向大市值蓝筹个股，对于流动性和业绩确定性的需求主导着大盘股行情牢不可破。

投资策略：推荐布局有色金属、化工、机械设备、农林牧渔行业龙头，有色金属主线将引领补库存周期的核心复苏行情。

风险提示：政策风险

图表目录

图 1： 近三个月申万一级行业主力资金流入情况 3
图 2： 当前一级行业所处过去十年百分位 3
图 3： 申万一级行业估值所处过去十年百分位排名 4
图 4： PPI 生产资料全面转正拐点出现 6
图 5： 补库存周期即将出现 6
图 6： 有色金属采选业率先利润恢复 6
图 7： 有色金属冶炼和压延加工业跟随补库存 7
图 8： 超大单资金流入趋势 7
图 9： 北向资金流入情况 8
图 10： 股债轮动 9
图 11： 大小盘轮动大盘风格依然延续 9

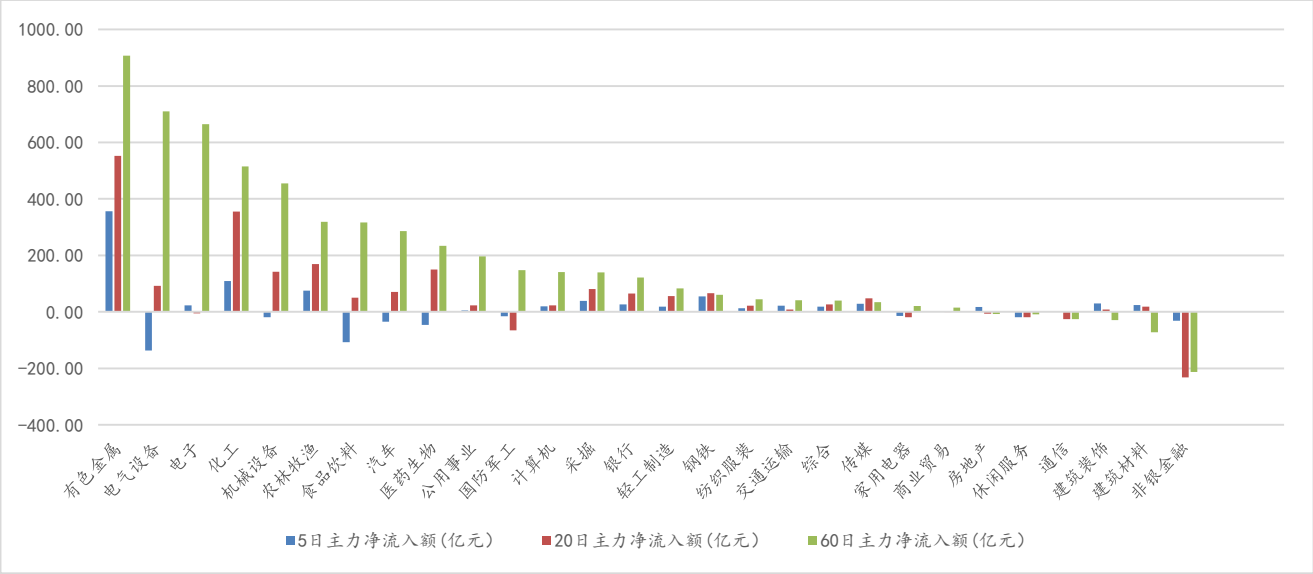
表 1： 近五年 A 股归母净利润同比增速 4
表 2： 北向资金流向（亿元） 8

1. 节后市场风格向强顺周期切换

节后 A 股开始逐步向强顺周期风格切换，有色金属、化工、机械设备、农林牧渔板块持续迎来主力资金净流入。前三个月主力资金大幅流入的电气设备和食品饮料等行业迎来短期周度回调，非银金融、建筑材料、建筑装饰等板块主力资金流入持续保持低迷。

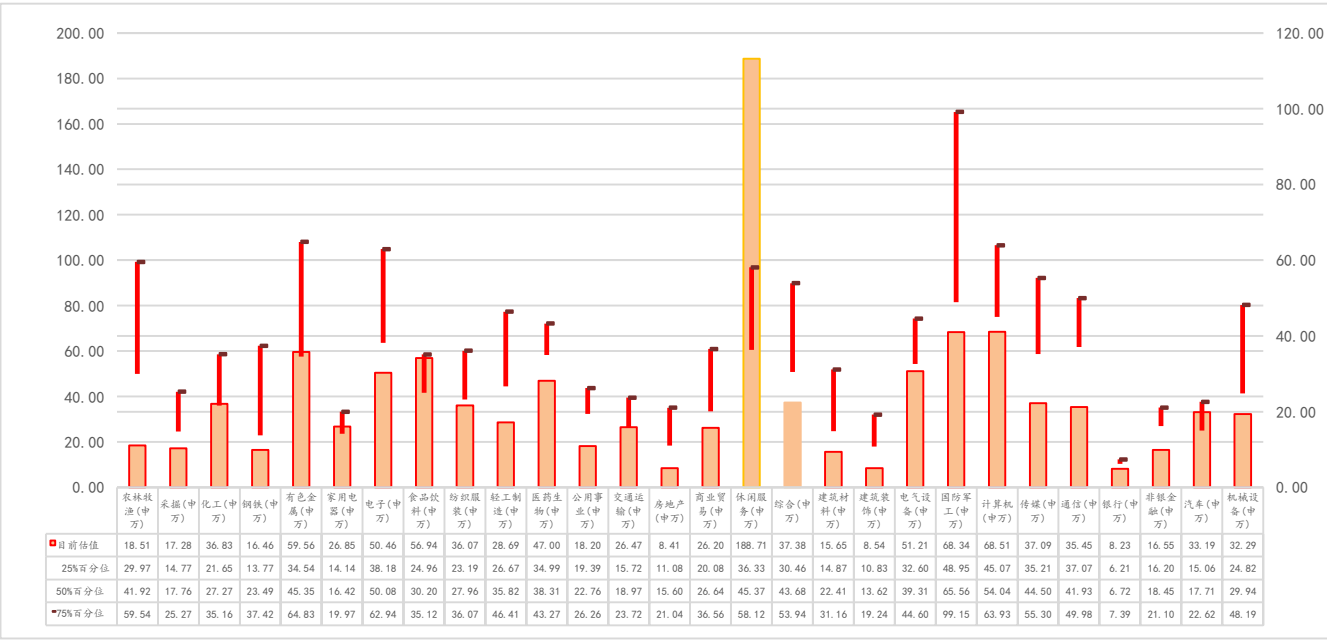
申万一级行业中，近一个月估值提升最快的是依次是有色金属、农林牧渔、钢铁、采掘等强顺周期行业。

图1：近三个月申万一级行业主力资金流入情况



资料来源：Wind、港证券研究所

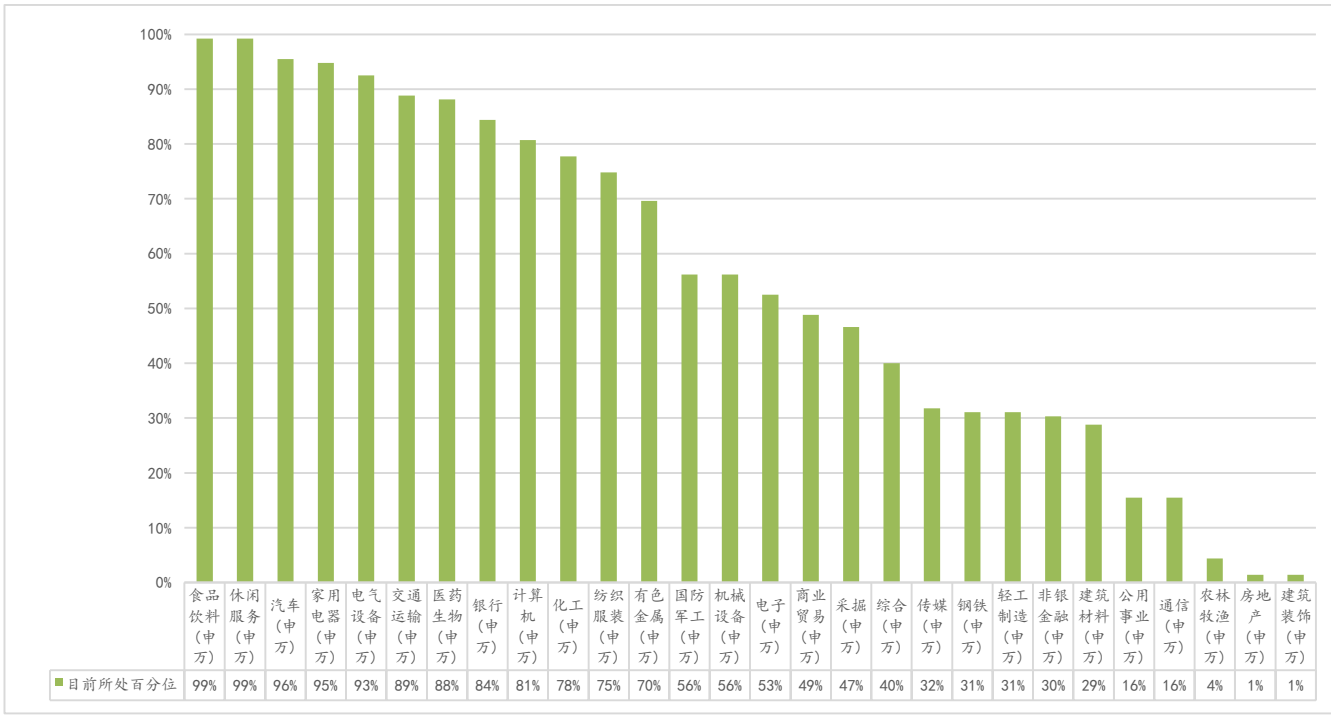
图2：当前一级行业所处过去十年百分位



	农林牧渔(申万)	采掘(申万)	化工(申万)	钢铁(申万)	有色金属(申万)	家用电器(申万)	电子(申万)	食品饮料(申万)	纺织服装(申万)	轻工制造(申万)	医药生物(申万)	公用事业(申万)	交通运输(申万)	房地产(申万)	商业贸易(申万)	休闲服务(申万)	综合(申万)	建筑材料(申万)	建筑装饰(申万)	电气设备(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	银行(申万)	非银金融(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)
目前估值	18.51	17.28	36.83	16.46	59.56	26.85	50.46	56.94	36.07	28.69	47.00	18.20	26.47	8.41	26.20	188.71	37.38	15.65	8.54	51.21	68.34	68.51	37.09	35.45	8.23	16.55	33.19	32.29
25%百分位	29.97	14.77	21.65	13.77	34.54	14.14	38.18	24.96	23.19	26.67	34.99	19.39	15.72	11.08	20.08	36.33	30.46	14.87	10.83	32.60	48.95	45.07	35.21	37.07	6.21	16.20	15.06	24.82
50%百分位	41.92	17.76	27.27	23.49	45.35	16.42	50.08	30.20	27.96	35.82	38.31	22.76	18.97	15.60	26.64	45.37	43.68	22.41	13.62	39.31	65.56	54.04	44.50	41.93	6.72	18.45	17.71	29.94
75%百分位	59.54	25.27	35.16	37.42	64.83	19.97	62.94	35.12	36.07	46.41	43.27	26.26	23.72	21.04	36.56	58.12	53.94	31.16	19.24	44.60	99.15	63.93	55.30	49.98	7.39	21.10	22.62	48.19

资料来源：Wind、申港证券研究所

图3：申万一级行业估值所处过去十年百分位排名



资料来源：Wind、申港证券研究所

根据已披露业绩预告，上游高度复苏正向中游传导。上游原材料有色金属、中游原材料的化工和公用事业的高景气度，已经呈现快速提升状态。中游工业品方面，轻工制造、机械设备、国防军工、电气设备等复苏度也在加快。对于下游消费品方面，首先传导至家用电器、医药生物、农林牧渔板块。整体来看，下游的必选消费复苏度快于可选消费。TMT 领域电子和通信行业复苏度强于计算机和传媒。

表1：近五年 A 股归母净利润同比增速

产业大类	一级行业	2020 年已披露业绩预告行业利润和同比增长百分比	归母净利润同比增长百分比 2020 年三季度	归母净利润同比增长百分比 2020 年二季度	归母净利润同比增长百分比 2020 年一季度	归母净利润同比增长百分比 2019 年年报	归母净利润同比增长百分比 2018 年年报	归母净利润同比增长百分比 2017 年年报	归母净利润同比增长百分比 2016 年年报
上游原材料	有色金属	358	39	-13	-55	-2	-223	129	193
	采掘	-41	76	-75	-89	-2	26	77	186
中游原材料	化工	602	99	-42	-112	-304	-62	-1	161
	公用事业	214	38	38	-28	-96	-31	-45	-10
	钢铁	12	50	-25	-36	-37	-39	237	116
中游工业品	轻工制造	113	12	-13	-32	81	-131	25	53
	交通运输	-338	-26	-71	-125	-47	-38	45	26
	建筑装饰	42	16	8	-30	1	-3	32	1
	建筑材料	18	17	24	-36	18	21	93	270
	机械设备	813	47	57	-44	-141	-136	240	169
	国防军工	450	51	-24	236	613	-47	-13	168

产业大类	一级行业	2020 年已披露业绩预告行业利润和同比增长百分比	归母净利润同比增长百分比 2020 年三季度	归母净利润同比增长百分比 2020 年二季度	归母净利润同比增长百分比 2020 年一季度	归母净利润同比增长百分比 2019 年年报	归母净利润同比增长百分比 2018 年年报	归母净利润同比增长百分比 2017 年年报	归母净利润同比增长百分比 2016 年年报
	电气设备	200	83	43	-10	104	-151	68	-21
下游消费品	汽车	23	63	37	-83	92	-66	-5	12
	家用电器	246	16	-18	-52	88	-89	64	73
	房地产	-490	4	-4	-42	2	-12	30	61
	休闲服务	-271	-23	-89	-152	-244	-80	248	-16
	医药生物	192	51	36	-15	-288	-95	12	21
	综合	-215	313	23	33	-20	-117	4	61
	食品饮料	44	18	26	0	3	40	31	13
	商业贸易	-138	-51	-10	-72	-95	1	44	8270
	农林牧渔	166	79	120	388	761	-310	-101	113
	纺织服装	-68	-45	-5	-80	25	-139	-52	36
TMT	通信	83	9	13	-56	-200	-55	-30	-156
	计算机	39	-10	-2	-121	-148	-151	30	-22
	电子	126	32	35	-12	852	-173	-77	170
	传媒	24	10	-18	-53	44	-4303	-111	10
金融	银行	3	-5	-24	6	4	0	6	-2
	非银金融	-61	35	-24	-24	23	-43	65	-23

资料来源：Wind, 申港证券研究所

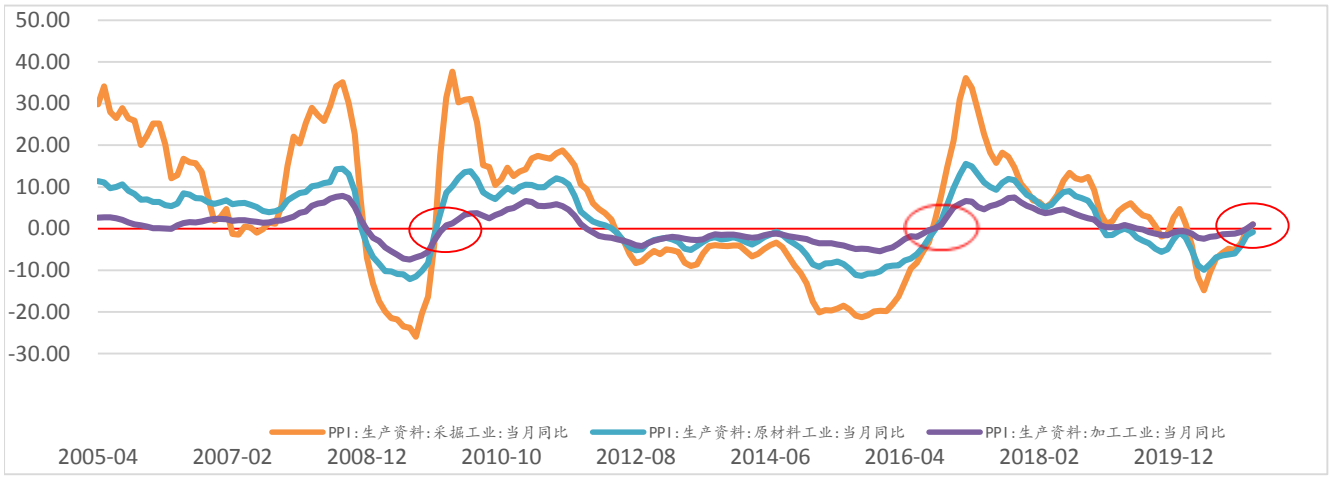
2. PPI 转正迎来补库存周期机遇

PPI 生产资料同比增速全面转正，迎来补库存周期机遇。在 2009 年 10 月至 2016 年 9 月的同样拐点，后续两个季度都开启了如下行情：中游工业品开工旺盛，导致上游原材料需求大增，工业产成品存货同比出现大幅补库的现象，上游原材料有色金属、采掘行业及中游原材料化工、钢铁行业因高复苏度受到市场资金大幅买入。

我们预计本轮工业利润累计同比恢复度是弱于 2009 和 2016 同时期拐点的。这一方面是 2020 年 1 季度疫情爆发造成的被动增库存还没有全面消化，另一方面房地产产业链在政策打压下复苏度极低，所以我们预计这一轮总体补库存上升速率可能低于历史上两次拐点。

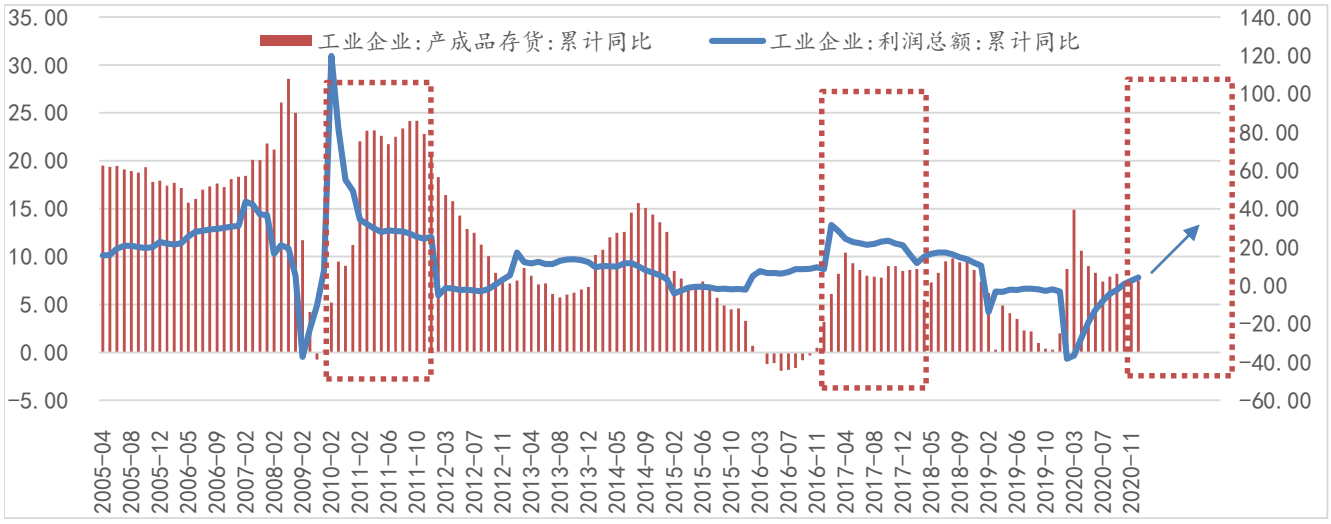
有色金属行业在历次 PPI 转正周期拐点后会呈现最强的利润增长率。根据历史统计，这一利润大幅上行周期至少将持续 2-3 个季度，目前有色金属采选业已经率先利润恢复，后续将传导至有色金属冶炼和压延加工领域开始补库，有色金属有望成为补库存周期最强主线。

图4：PPI 生产资料全面转正拐点出现



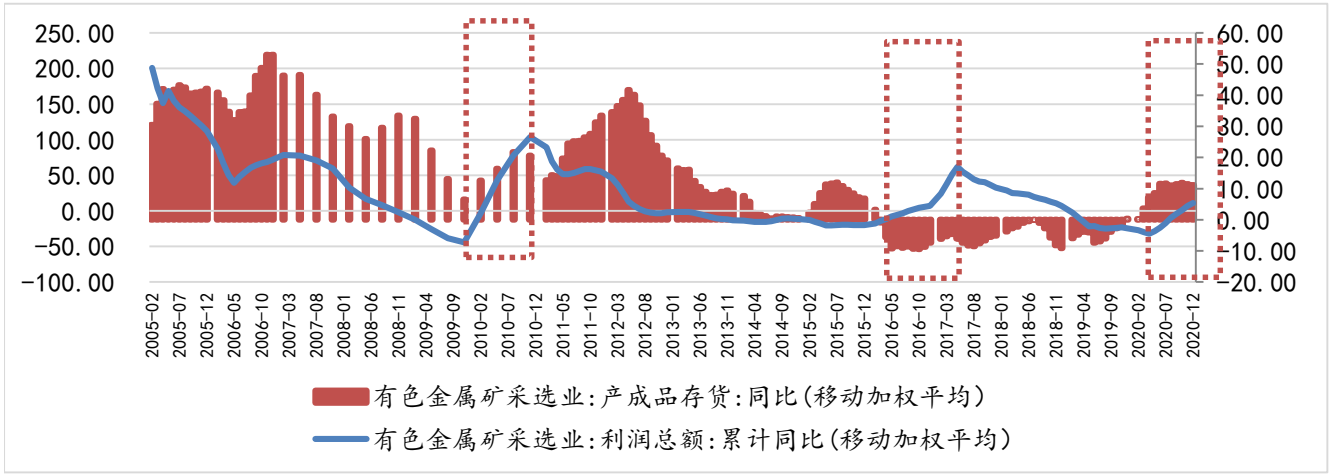
资料来源：Wind、申港证券研究所

图5：补库存周期即将出现



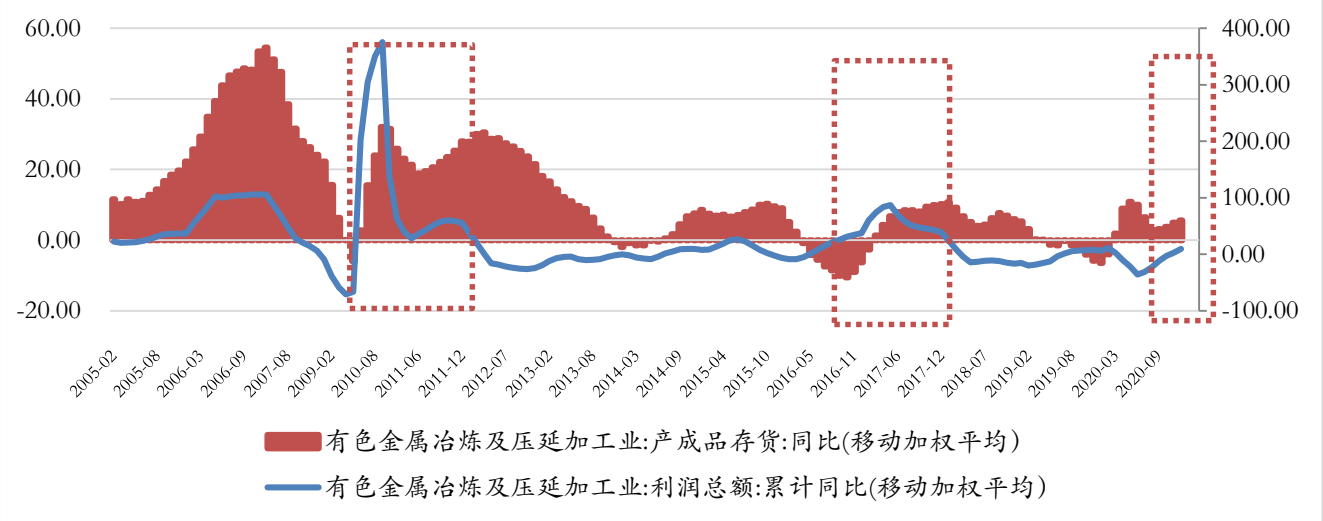
资料来源：Wind、申港证券研究所

图6：有色金属采选业率先利润恢复



资料来源：Wind、申港证券研究所

图7：有色金属冶炼和压延加工业跟随补库存

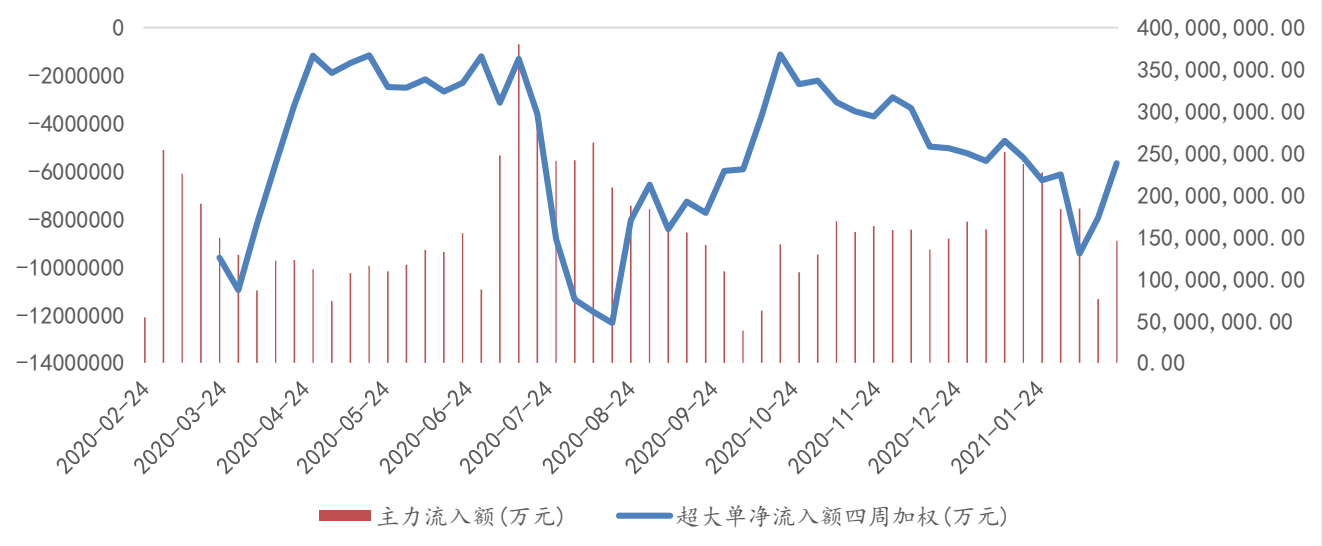


资料来源：申港证券研究所

3. 市场买入情绪继续恢复

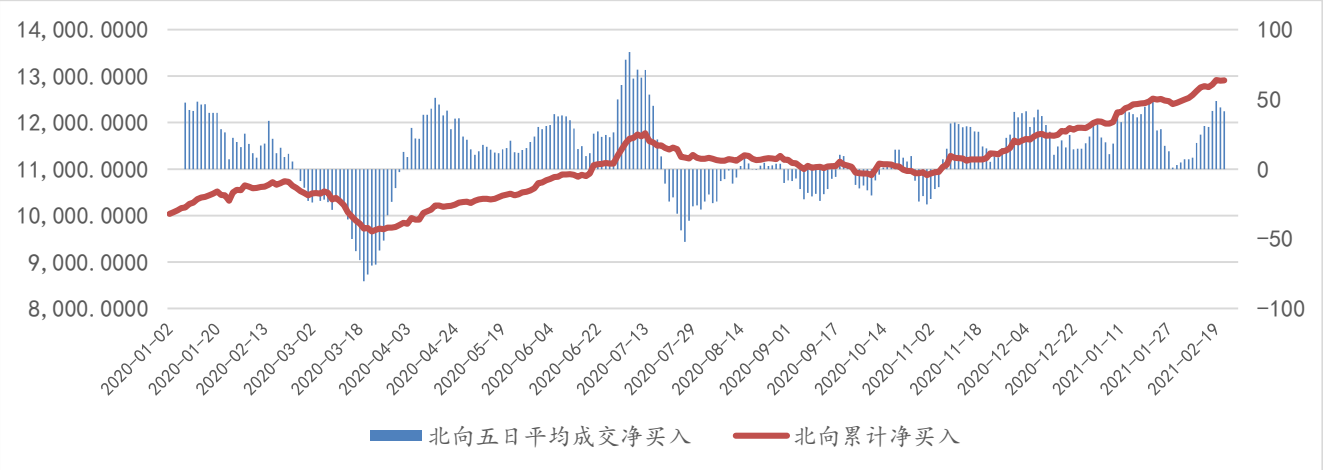
2021 年 2 月至今，超大单资金净流入趋势上升，市场主力资金买入情绪恢复，市场扰动因素逐步降低。节前虽然北向资金流入出现阶段放缓，但在节后，北向净买入继续大幅上升，节后 4 个交易日净买入达到 50 亿、95 亿、-11 亿、6.5 亿。外资买入情绪也得到了全面恢复。

图8：超大单资金流入趋势



资料来源：Wind、申港证券研究所

图9：北向资金流入情况



资料来源：Wind、申港证券研究所

表2：北向资金流向（亿元）

	合计	沪股通	深股通
最新	6.51	21.96	-15.45
本周合计	-4.63	17.04	-21.67
本月合计	482.62	153.57	329.05
本年合计	882.19	258.31	623.89
近 3 月	1,672.48	765.97	906.51
近 6 月	1,705.57	736.62	968.94
开通以来	12,906.28	6,446.55	6,459.73

资料来源：Wind、申港证券研究所

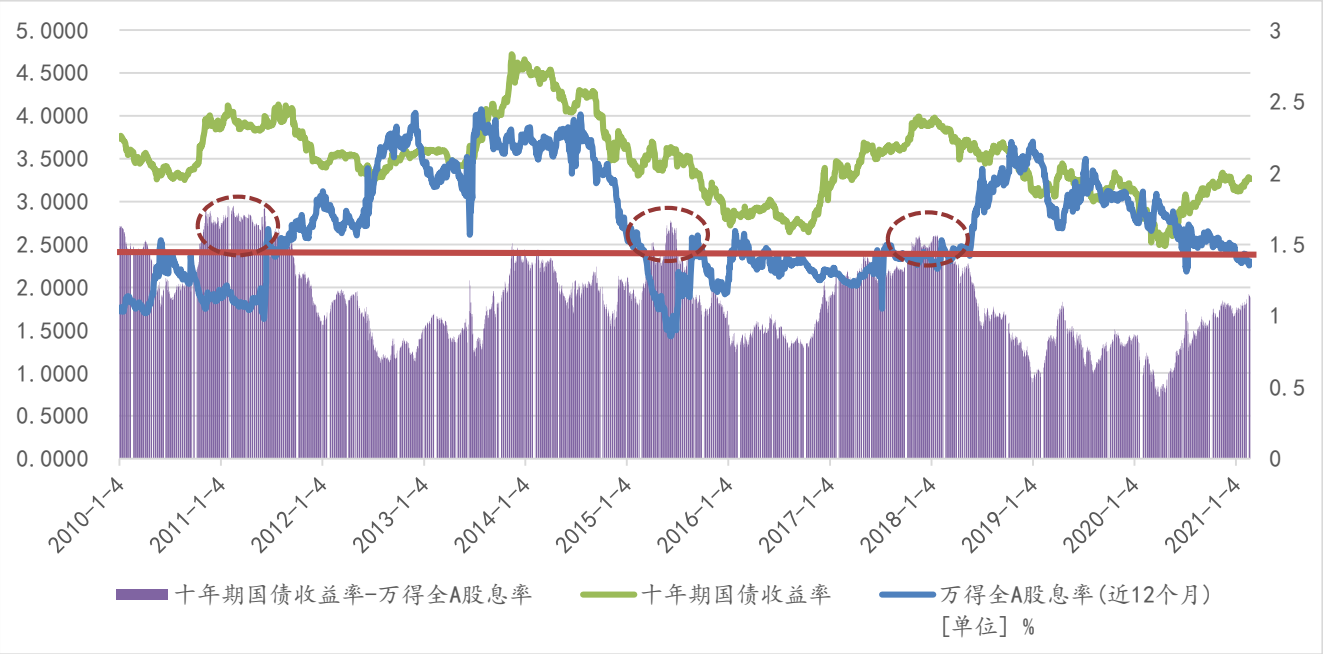
4. 股债轮动与大小盘风格

2021 年 2 月初至今十年期国债收益率上升了 7BP，万得全 A 股息率下降了 4BP，国债收益率-万得全 A 股息率 1.78%上升至 1.88%。

在过去的十年中，A 股曾发生多次股债轮动周期。国债收益率-万得全 A 股息率大于 2.5%的债优于股拐点是：2010 年 11 月、2015 年 5 月末开始、2017 年 12 月末，市场后续均进入熊市。

在过去十年，当万得全 A 股息率低于 1%后，市场往往出现大幅调整的震荡行情。当前股息率为 1.38%，如果对应低于 1%股息率的区域，当上证指数高于 4600 点、深成指高于 19400 点后会可能出现巨幅震荡的顶部拐点，如果伴随全 A 股盈利大幅改善分红增加，这一顶部拐点区域可能会上移一定区间。

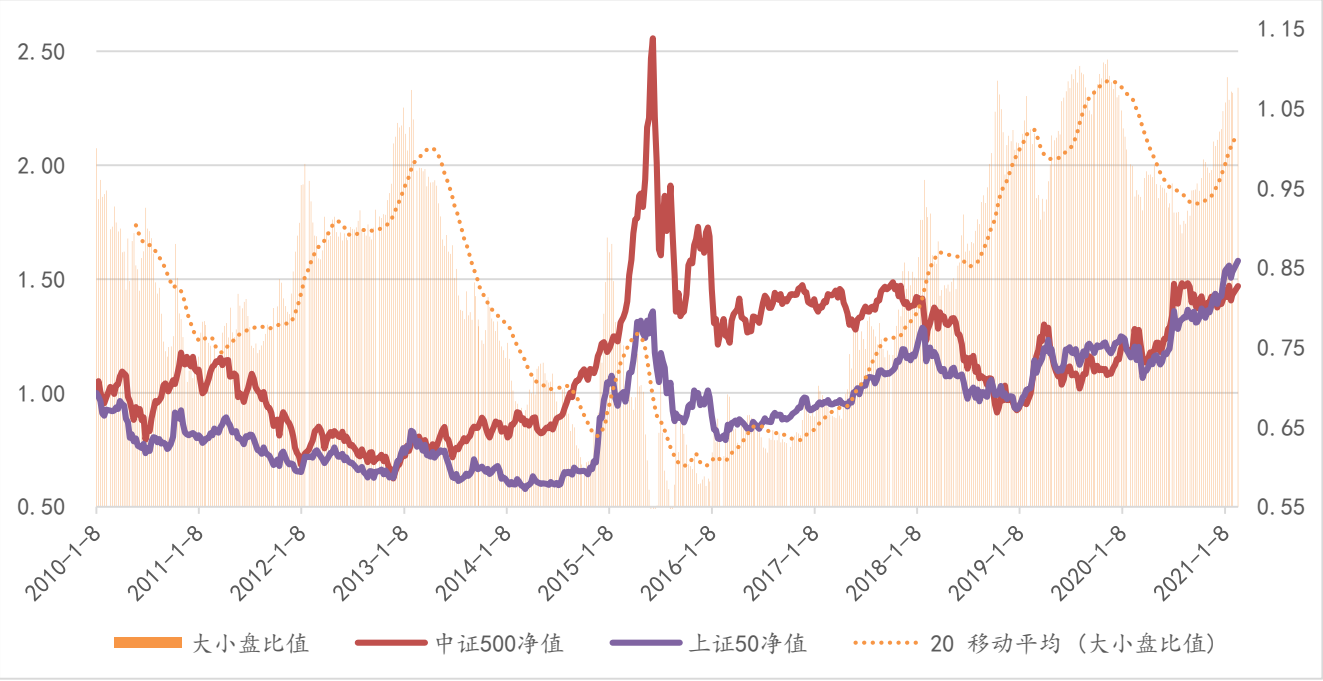
图10：股债轮动



资料来源：Wind、申港证券研究所

总体来看，目前A股大小盘轮动中大盘风格依然占据主导。大盘风格继续保持历史高位，市场主流资金买入方向依然面向大市值蓝筹个股，对于流动性和业绩确定性的需求主导着大盘股行情牢不可破。

图11：大小盘轮动大盘风格依然延续



资料来源：Wind、申港证券研究所

分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001。浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7 年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富（300168）进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF 有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上