东兴证券 DONGXING SECURITIES

主动补库存强化顺周期行情

2020 年 11 月 22 日

A 股策略 | 策略周报

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

摘要：

顺周期和低估值领涨，上游资源品表现最为亮眼。上周有色金属、钢铁、银行、汽车、石油石化、房地产、煤炭、非银等顺周期和低估值板块涨幅领先，分别上涨 6.28%、4.16%、4.05%、3.94%、3.63%、3.5%、3.44%、2.99%，上游资源品表现尤为亮眼。成长股延续弱势表现，医药、电子、消费者服务、通信、计算机行业下跌，分别跌-1.43%、-1.33%、-0.81%、-0.36%、-0.29%。顺周期的内涵从此前的中游制造业如机械、建材等行业扩散到上游资源品进一步确认。

我们在 10 月 11 日的策略月报《四季度展望：水落石出，交易复苏》中提出“部分行业自今年七月以来已开始进入补库存周期”，如今补库存周期的品种也已经从制造业扩散到上游采矿业。7 月以来库存周期由被动去库存逐步向主动补库存过渡且制造业盈利复苏和补库存开启均早于采矿业。6 月通用设备制造业、汽车制造业等中游制造业率先进入主动补库周期，7、8 月，资源品加工业如有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业也陆续开启主动补库，至 9 月份，主动补库趋势继续向上游延伸，拓展到上游资源品采选业，包括有色金属矿采选业、有色金属矿采选业等。

信用债违约发酵带动国债收益率上行，压低市场风险偏好。本轮信用债违约开始于 10 月下旬“17 华汽 05”实质性违约。其后，11 月 10 日“20 永煤 SCP003”实质性违约，当周信用利差上升，AAA 级、AA 级企业信用利差分别上升 6.2bp、9.2bp。上周信用违约事件进一步蔓延，“2015 包行二级债”全额减记本金，“17 永泰能源 MTN001”、“17 紫光 PPN005”实质性违约。信用债纷纷遭抛售价格大跌，债基公募产品净值连续下降，基金赎回压力加大，不得不抛售利率债等高流动性资产，导致国债收益率上行斜率加大。信用违约带动国债收益率高速上行的情况还发生在 2016 年四季度。当时石油石化、钢铁、商贸零售、纺织服装、银行等 2016 年 2 月至 10 月涨幅较小的上游资源品和金融、消费行业领涨，计算机、传媒、电子、医药、通信等成长板块则在信用违约危机带来的风险偏好降低、无风险利率上行的持续压制下跌幅较大。

需求回暖带来景气度持续改善，上游资源具备配置价值。企业盈利与行业估值两者共振，上游资源的配置价值显著优于成长。一方面，需求持续回暖、主动补库存趋势延续，顺周期板块的企业盈利在改善。另一方面，信用债违约蔓延压制风险偏好、推动无风险利率上行，成长板块对贴现率更加敏感。行业配置建议关注：1）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；2）经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费；3）悲观预期已充分释放、估值安全边际高的金融：银行、保险、地产。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 顺周期和低估值领涨，上游资源品表现最为亮眼 3
2. 主动补库存的品种从制造业蔓延到上游资源品 4
3. 信用债违约发酵带动国债收益率上行，压低市场风险偏好 6
4. 需求回暖带来景气度持续改善，上游资源具备配置价值 10
5. 风险提示 11

插图目录

图 1：上证综指涨 2.04%，创业板指跌-1.47% ..... 错误!未定义书签。
图 2：金融、周期、稳定、消费上涨，成长板块下跌 ..... 错误!未定义书签。
图 3：顺周期和低估值涨幅领先，成长板块跌幅显著 3
图 4：工业企业库存周期由被动去库存向主动补库存逐步过渡 4
图 5：制造业盈利复苏先于采矿业 5
图 6：制造业主动补库开启早于采矿业 5
图 7：有色金属矿采选业自 9 月开始进入主动补库周期 5
图 8：通用设备制造业自 6 月开始进入主动补库周期 5
图 9：信用债违约事件持续蔓延 7
图 10：能源、钢铁等行业信用债价格纷纷下跌 8
图 11：近两周债基基金净值持续下行 8
图 12：上周国债收益率上行斜率进一步加大 8
图 13：2016 年 11 月，企业债信用利差迅速上行，带动国债收益率迅速走高 9
图 14：2016 年 11 月 4 日至 2016 年 12 月 20 日，上证综指微跌，创业板指大跌 10
图 15：2016 年 11 月 4 日至 2016 年 12 月 20 日，资源品、消费涨幅居前 10

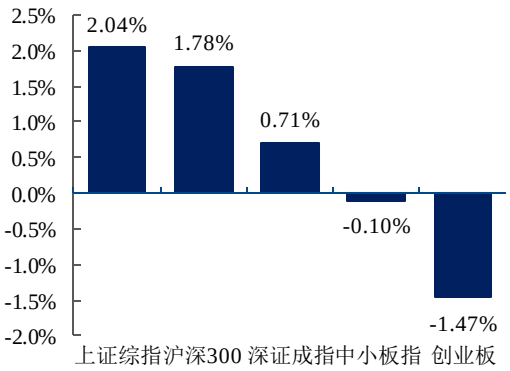
表格目录

表 1：主动补库存由中游制造传导至上游资源品 6

1. 顺周期和低估值领涨，上游资源品表现最为亮眼

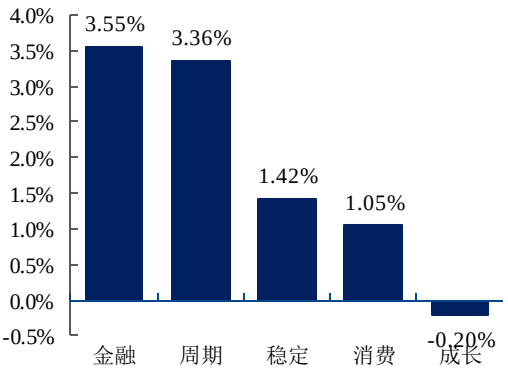
顺周期和低估值板块领涨，上游资源表现最为亮眼。上周 A 股市场整体呈上涨趋势，成长板块和价值板块延续分化，上证综指、沪深 300 上涨，涨幅分别为 2.04%、1.78%；中小板指和创业板指下跌，分别降-0.1%和-1.47%。风格来看，金融、周期表现优异，分别涨 3.55%、3.36%，成长板块则下跌-0.2%。行业角度看，有色金属、国防军工、钢铁、银行、汽车、交运、石油石化、房地产、煤炭、非银等顺周期和低估值板块涨幅领先，分别上涨 6.28%、4.3%、4.16%、4.05%、3.94%、3.89%、3.63%、3.5%、3.44%、2.99%，上游资源品表现尤为亮眼。成长股延续弱势，医药、电子、消费者服务、通信、计算机行业下跌，分别跌-1.43%、-1.33%、-0.81%、-0.36%、-0.29%。上述市场表现印证我们在 2020 年 11 月 15 日的策略周报《顺周期向上游资源扩散—兼论信用事件如何影响股票市场》中提出：“顺周期的内涵从此前的中游制造业扩散到上游资源品”。

图 1：上证综指涨 2.04%，创业板指跌-1.47%



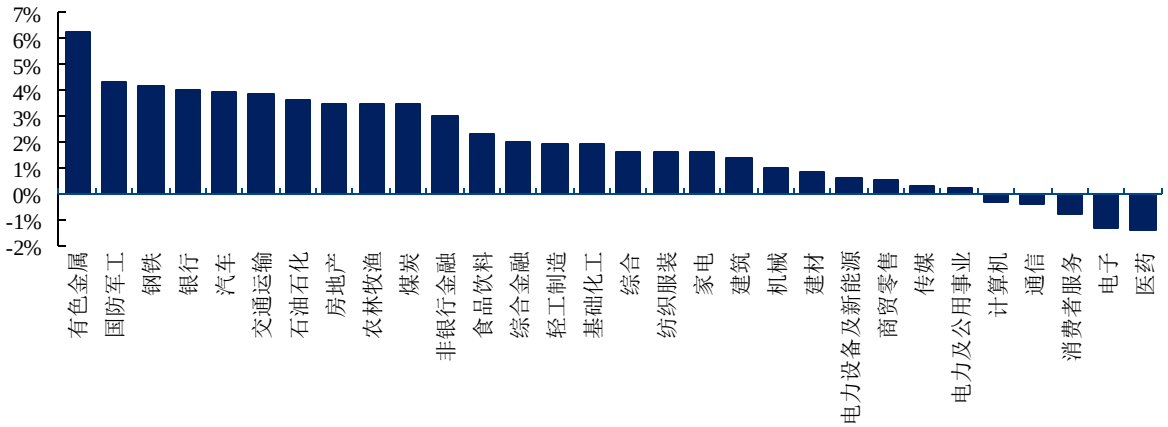
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：金融、周期、稳定、消费上涨，成长板块下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：顺周期和低估值涨幅领先，成长板块跌幅显著

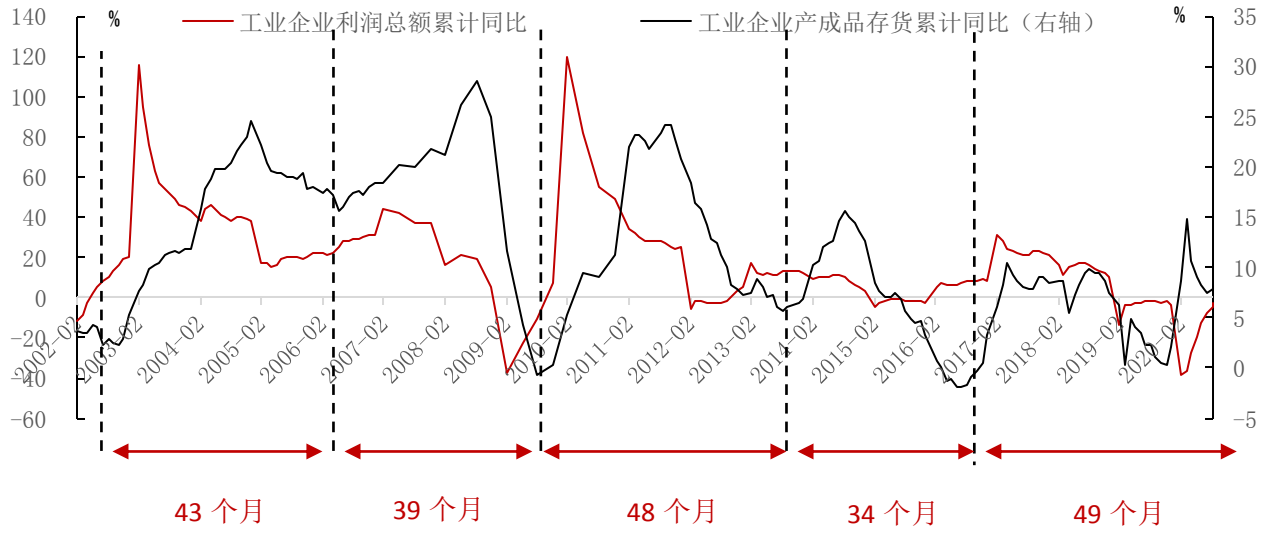


资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 主动补库存的品种从制造业蔓延到上游资源品

我们在 10 月 11 日的策略月报《四季度展望：水落石出，交易复苏》中提出“部分行业自今年七月以来已开始进入补库存周期，如今补库存周期的品种也已经从制造业扩散到上游采矿业。用利润总额累计同比和产成品存货累计同比来衡量库存周期，我们发现：3 月以来，工业企业利润同比总额回升，至 7 月份工业企业产成品存货同比也开始回升，库存周期开始由被动去库存逐步向主动补库存过渡。制造业盈利复苏和补库存开启均早于采矿业，3 月开始，制造业盈利即高速回升，9 月份利润总额累计同比已转正至 1.1%，采矿业利润总额累计同比则直到 6 月才开始回升。制造业产成品存货进入补库阶段同样早于采矿业，制造业产成品存货同比 7 月份开始回升，而截至 9 月份采矿业整体产成品存货同比仍处下行区间。采矿业除个别子行业外，整体尚未进入主动补库存周期。

图 4：工业企业库存周期由被动去库存向主动补库存逐步过渡



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：制造业盈利复苏先于采矿业

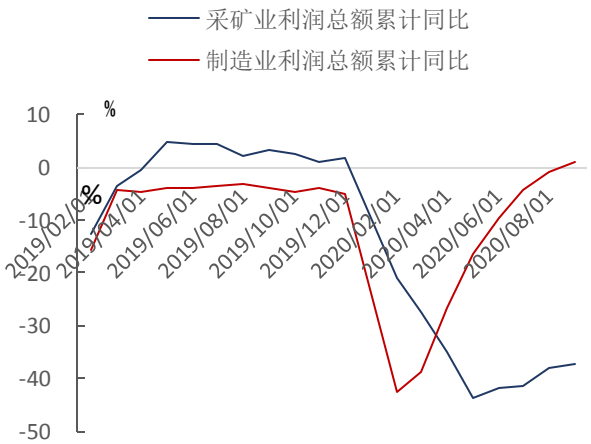
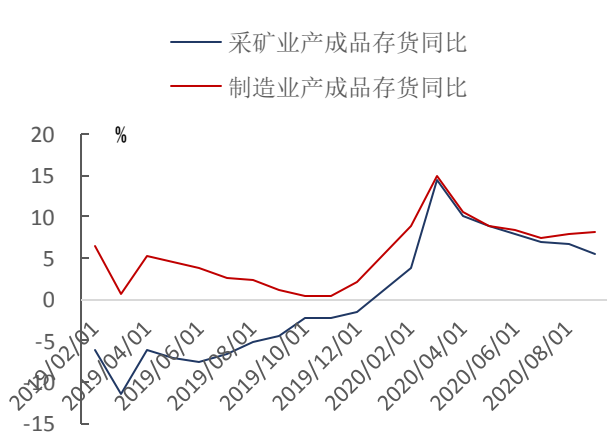


图 6：制造业主动补库开启早于采矿业

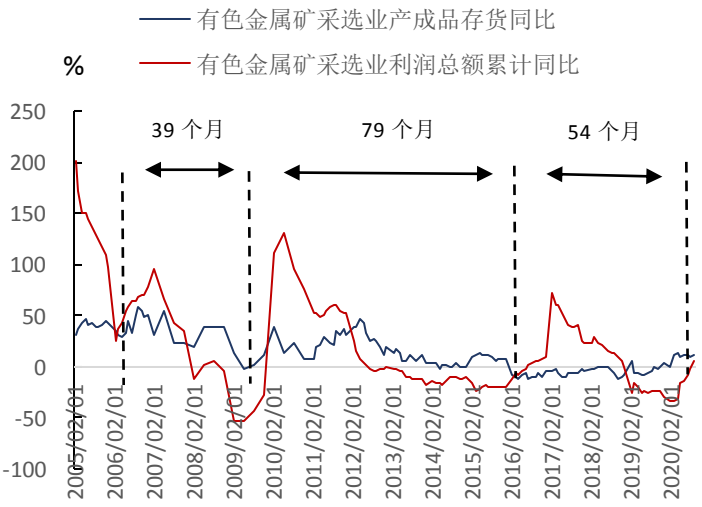


资料来源：

wind、东兴证券研究所　　资料来源：wind、东兴证券研究所

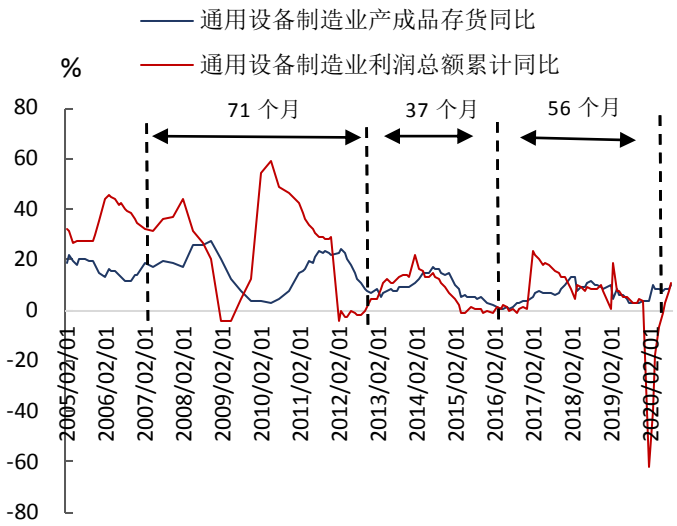
主动补库存已由中游制造向上传导至资源品加工，9 月继续传导至资源品采选。以行业利润总额累计同比和产成品存货同比为指标衡量行业所处库存周期，6 月通用设备制造业、汽车制造业等中游制造业率先开始进入主动补库存周期，7、8 月，资源品加工业如有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、 黑色金属冶炼及压延加工业也陆续进入补库存周期，而至 9 月份，主动补库存趋势继续向上游延伸，拓展到上游资源品采选业，包括有色金属矿采选业、有色金属矿采选业等。

图 7：有色金属矿采选业自 9 月开始进入主动补库周期



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：通用设备制造业自 6 月开始进入主动补库周期



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1：主动补库存由中游制造传导至上游资源品

行业所属类别	行业	库存周期所处阶段	主动补库存启动时间	行业所属类别	行业	库存周期所处阶段	主动补库存启动时间
上游资源	有色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	2020 年 7 月	中游制造	汽车制造业	主动补库存	2020 年 6 月
	非金属矿物制品业	主动补库存	2020 年 8 月		通用设备制造业	主动补库存	2020 年 6 月
	黑色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	2020 年 8 月		橡胶和塑料制品业	主动补库存	2020 年 8 月
	黑色金属矿采选业	主动补库存	2020 年 9 月		电气机械及器材制造业	主动补库存	2020 年 8 月

	有色金属矿采选业	主动补库存	2020年9月		化学原料及化学制品制造业	被动去库存	-
	燃气生产和供应业	主动补库存	2020年7月		金属制品业	被动去库存	-
	电力、热力的生产和供应业	被动去库存	-	下游消费	食品制造业	被动去库存	-
	非金属矿采选业	被动去库存	-		纺织业	被动去库存	-
	石油、煤炭及其他燃料加工业	被动去库存	-		家具制造业	被动去库存	-
	石油和天然气开采业	被动去库存	-		酒、饮料和精制茶制造业	被动去库存	-
					纺织服装、服饰业	被动去库存	-

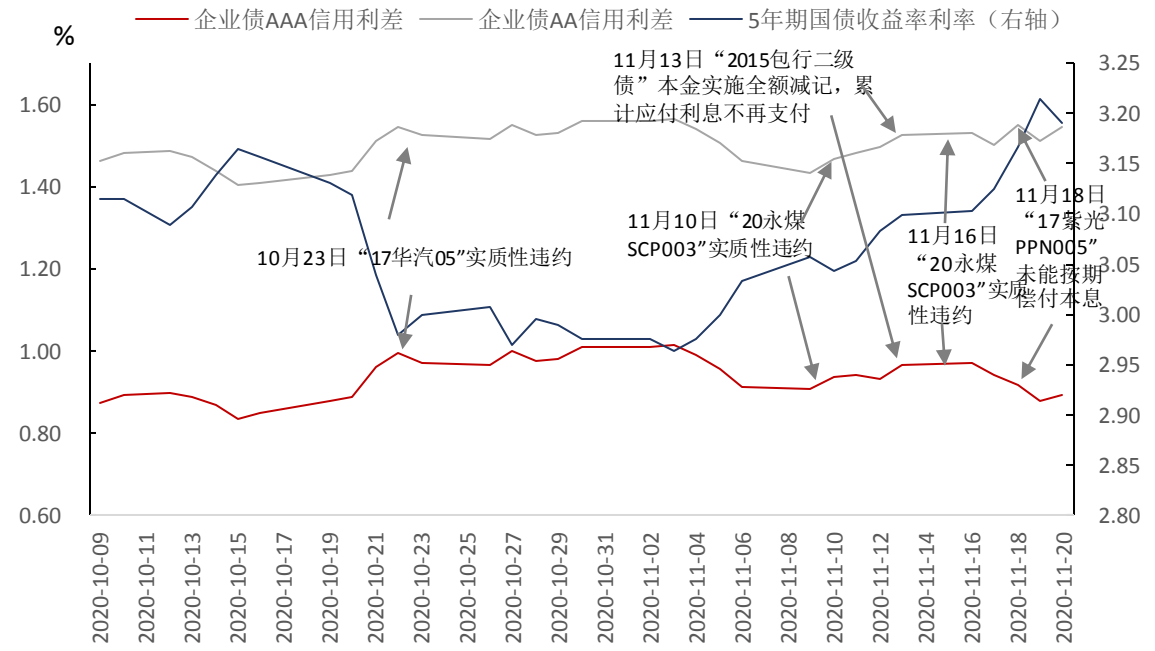
资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 信用债违约发酵带动国债收益率上行，压低市场风险偏好

信用债违约发酵，带动国债收益率上行。本轮信用债违约开始于10月下旬，10月23日，华晨汽车的“17华汽05”未按时兑付本息，构成实质违约；11月10日，永煤集团未能按期足额兑付“20永煤SCP003”，构成实质性违约；11月13日，包商银行对“2015包行二级债”本金实施全额减记，并对任何尚未支付的累计应付利息5.86亿元不再支付。11月9日至11月13日当周，大量信用债跳水，信用利差迅速飙升，AAA级、AA级企业信用利差分别由11月9日的0.905%、1.435%上升至11月13日的0。967%、1.527%。上周，信用债违约影响进一步蔓延。11月16日，“17永泰能源MTN001”实质性违约，11月18日，清华控股有限公司公告称，控股子公司紫光集团有限公司“17紫光PPN005”未能按期偿付本息。能源、钢铁等行业信

用债纷纷遭到抛售，13平煤债、19钢联03、16冀中02、20包钢SCP001上周涨跌幅分别为-6.29%、-20.31%、-19.38%和-17.04%。债基公募、资管产品净值连续两周大幅下降，全部债基基金平均净值由11月9日的1.5321下跌至11月20日的1.5243。基金赎回压力加大，为保持流动性不得不抛售利率债等高流动性资产，导致利率债价格受累下挫，国债收益率上行斜率加大，1年期国债收益率、10年期国债收益率分别由11月16日的2.8581%/3.2940%上升至11月20日的2.9673%/3.3714%。

图 9:信用债违约事件持续蔓延



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：能源、钢铁等行业信用债价格纷纷下跌

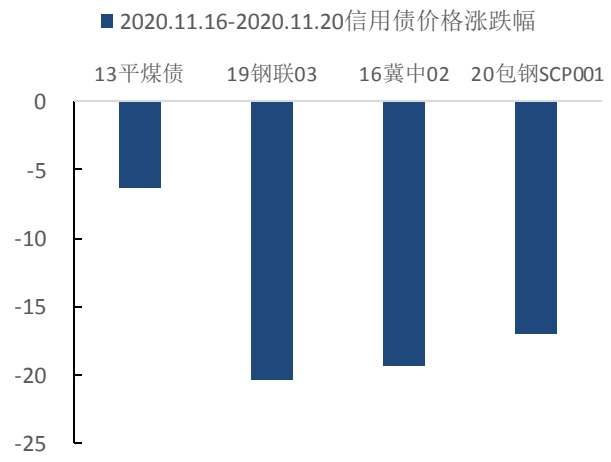
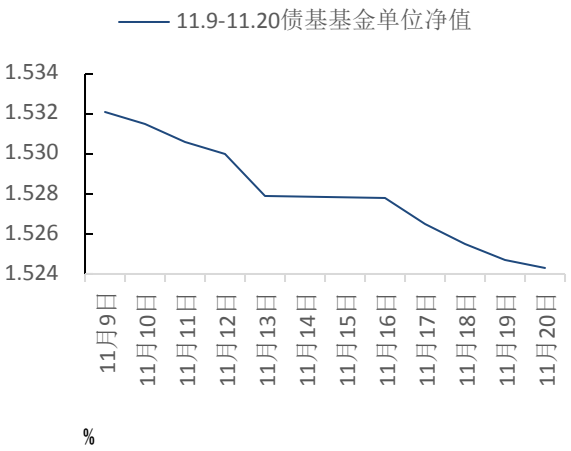


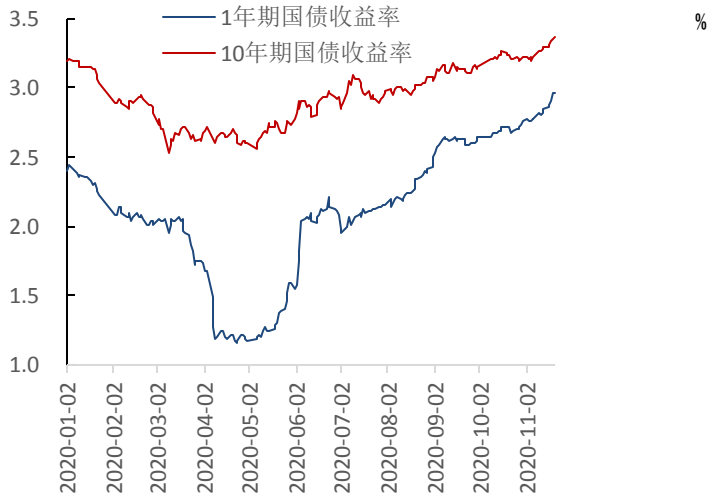
图 11：近两周债基基金净值持续下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

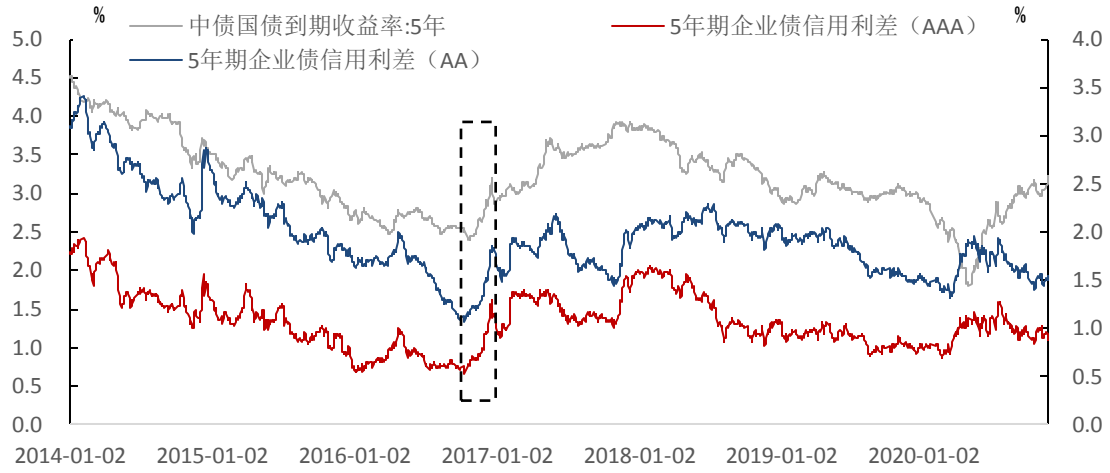
图 12：上周国债收益率上行斜率进一步加大



资料来源：wind、东兴证券研究所

历史上，信用违约带动国债收益率上行的时间区间内，成长股估值受到压制。信用违约事件带动国债收益率高速上行的情况还发生在 2016 年四季度。2016 年 11 月、12 月，信用债违约集中爆发。信用债集中爆雷背景下，信用利差首先反映，自 10 月中旬即开始上行，11 月初，国债收益率开始上行，5 年期国债到期收益率迅速由 11 月初的 2.44%飙升至 12 月中下旬的 3.15%。信用债大面积违约下，恐慌性情绪可能带来信用债抛售，债基公募赎回压力增大，为缓解流动性问题，利率债或遭到抛售，带动国债收益率上行。

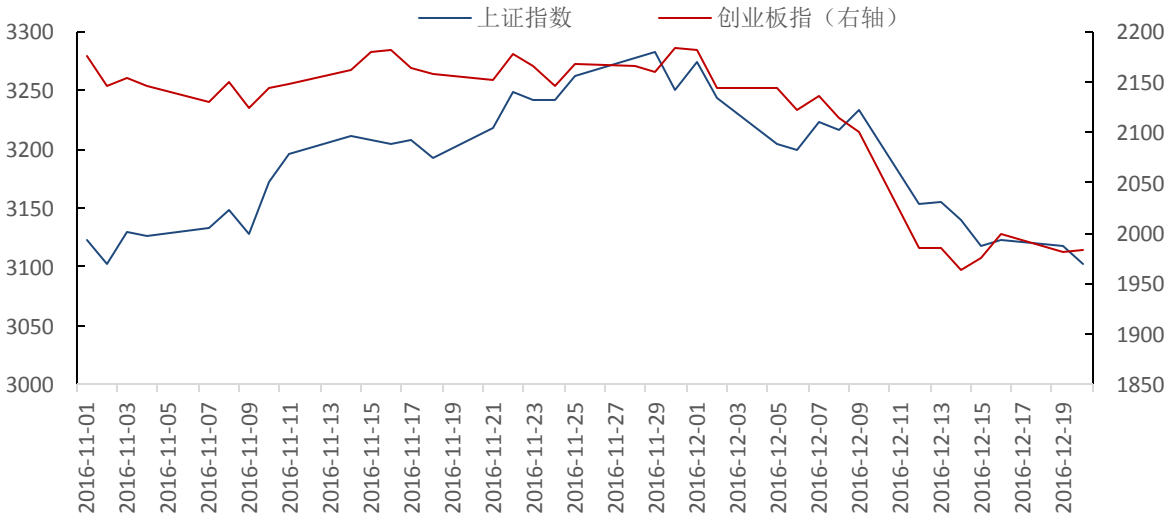
图 13： 2016 年 11 月，企业债信用利差迅速上行，带动国债收益率迅速走高



资料来源：wind、东兴证券研究所

2016年11月4日至12月20日区间领涨的行业主要是周期、消费、金融中2016年2月以来涨幅较小的行业。2016年11月4日至12月20日，上证综指和创业板指呈显著分化态势，上综综指小幅下跌0.83%，创板指则下跌7.94%。石油石化、钢铁、商贸零售、纺织服装、银行等上游资源品和金融、消费行业领涨，涨幅分别为6.52%、5.01%、2.02%、1.61%、0.46%，计算机、传媒、电子、医药、通信等成长板块普遍跌幅较大，分别达到-9.28%、-7.17%、-6.31%、-4.92%、-3.12%。2016年1月，A股熔断机制试行，两次熔断使市场整体大幅回调，二月开始，市场整体普遍回涨。2016年11月4日至12月20日区间领涨的行业主要是周期、消费、金融中2016年2月以来涨幅较小的行业。区间内大跌的行业则主要集中在成长板块，或与信用债危机降低风险偏好、推升无风险利率有关。

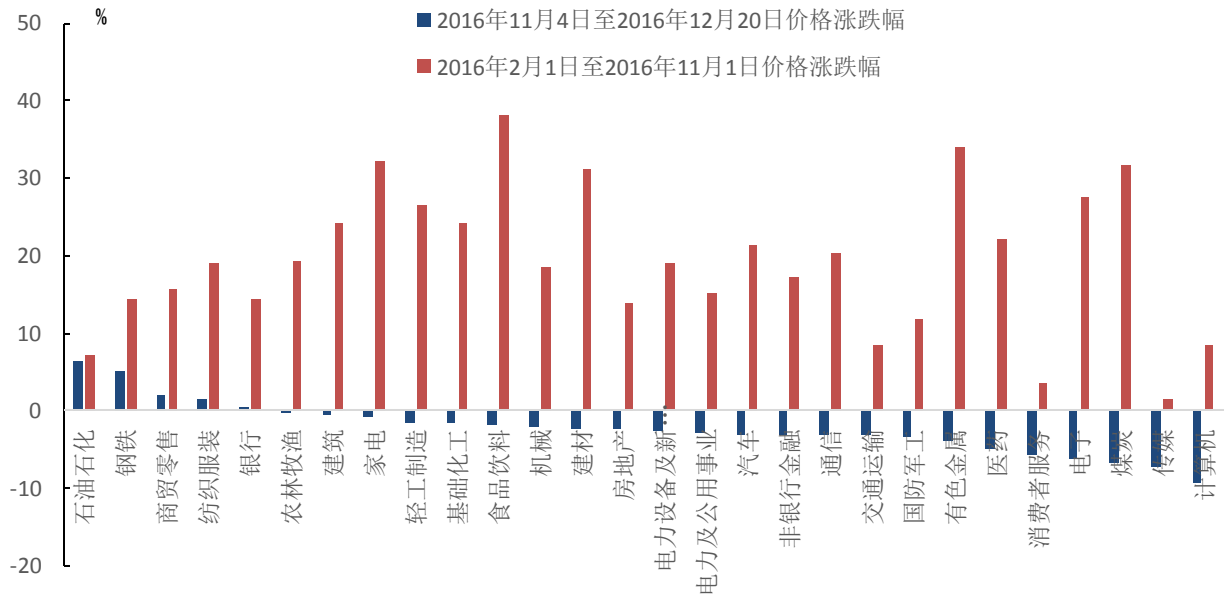
图14：2016年11月4日至2016年12月20日，上证综指微跌，创业板指大跌



资料来源：

wind、东兴证券研究所

图 15：2016 年 11 月 4 日至 2016 年 12 月 20 日，资源品、消费涨幅居前



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 需求回暖带来景气度持续改善，上游资源具备配置价值

企业盈利与行业估值两者共振，上游资源的配置价值显著优于成长。一方面，需求持续回暖、主动补库存趋势延续，顺周期板块的企业盈利在改善。另一方面，信用债违约蔓延压制风险偏好、推动无风险利率上行，成长板块对贴现率更加敏感。上游资源品需求持续回暖，主动补库趋势由中游制造延产业链向上传导，目前上游资源品已陆续开始进入主动补库存周期。顺周期板块企业盈利持续改善，三季度来看石油石化、汽车、有色金属、钢铁、机械等业绩表现均比较亮眼，Q3 归母净利润同比分别达到 208.20%、62.49%、47.44%、44.44%、42.89%。信用债违约进一步蔓延，恐慌性情绪带来信用债抛售，债基公募净值持续下行，赎回压力增大，为缓解流动性问题，利率债遭到抛售，带动国债收益率上行，风险偏好降低、无风险利率上行持续压制成长股估值。行业配置建议关注：1）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；2）经济后周期的可选

消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费；3）悲观预期已充分释放、估值安全边际高的金融：银行、保险、地产。

5. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

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。

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 5%～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