

A股行业观察（0710-0714）：

库存周期切换下，哪些行业有望改善？

投资要点：

- **回顾库存周期各阶段行业涨跌表现，我们发现：**1、消费行业能穿越库存周期；2、科技行业在盈利偏弱的环境下有更好表现；3、库存上涨时可关注周期行业。
- **从细分行业利润同比来看，中下游以及公用事业板块有较好改善。**细分行业利润同比较上期改善幅度前十的行业主要分布于中下游以及公用事业板块，整体来看上游板块利润同比改善相对偏弱。
- **投资建议：当前建议关注消费与科技行业，若未来经济持续改善带动盈利与库存皆实现上行，则可多多关注周期行业。**当前经济环境整体处于主动去库存阶段，并有望切换至被动去库存阶段，借鉴历史经验，建议关注消费与科技行业。此外，若未来经济持续改善，带动盈利指标、PPI以及库存指标均同步上行，库存周期则进入主动补库存阶段，此时建议关注周期行业。
- **本周石油石化行业涨幅领先，传媒较上周明显上行。**截至2023年7月14日，本周石油石化行业领涨，食品饮料、传媒、基础化工、银行等行业紧随其后；表现欠佳的行业有：房地产、轻工制造、综合、国防军工、家电；近一个月，汽车表现出色，其次为机械、石油石化、煤炭、新能源。
- **宽基指数显示，本周成交活跃度较上周有所下降。**换手率和成交额显示，各宽基指数较上周均出现了不同程度的下降，各指数成交情况已经连续四周出现下滑。整体看来，本周成交活跃度较上周有所下降。
- **从行业角度来看，本周消费者服务板块成交情况出现明显改善。**从成交活跃度改善情况来看，消费者服务最为明显，其次电力及公用事业、综合金融，以上行业本周日均换手率和日均成交额较上周均有大幅的改善，反映出行业关注度的提升。
- **本周风格大盘与金融。**从规模来看，大盘指数表现优于中盘指数及小盘指数；从中信风格分类来看，金融风格领先于其他风格。
- **风险提示：**一是经济复苏不及预期；二是业绩不及预期，三是历史经验仅供参考。

团队成员

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 易瑾珩
邮箱：yjh3880@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美国通胀超预期降温，但韧性犹存》
2023.7.14
- 2、《关注库存周期的回升契机》
2023.7.10
- 3、《如何看待海外经济的“衰退”？》
2023.7.6

正文目录

一、	库存周期切换下，哪些行业有望改善？	1
二、	A股行业表现：石油石化涨幅领先	4
三、	A股成交情况	5
四、	A股市场风格	7
五、	风险提示	8

图表目录

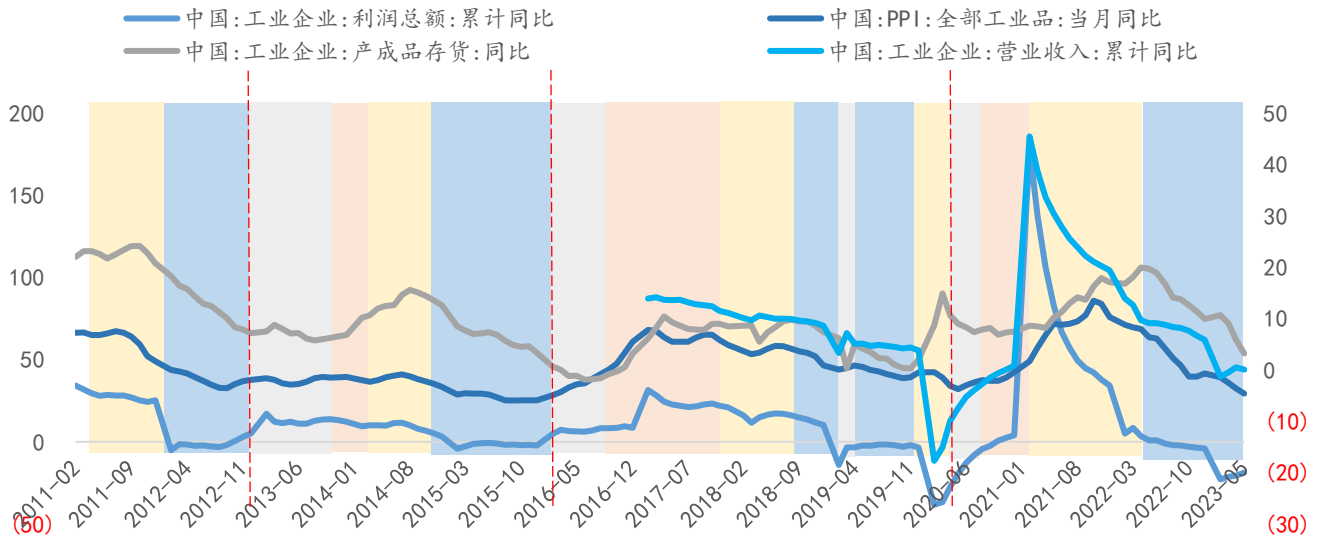
图表 1:	历史数据表明一轮库存周期通常持续 3-4 年	1
图表 2:	库存周期各阶段时间分布情况	2
图表 3:	库存周期各阶段行业涨跌表现	2
图表 4:	近期细分行业利润同比变动情况 (单位: %)	3
图表 5:	本周石油石化行业涨幅领先	4
图表 6:	本周传媒较上周明显上行	4
图表 7:	近一个月汽车涨幅较高	5
图表 8:	本周指数换手率较上一周有所下降	5
图表 9:	本周成交额较上一周有所下降	6
图表 10:	本周行业日均换手率	6
图表 11:	本周行业日均成交额	7
图表 12:	本周风格偏大盘 (单位: %)	7
图表 13:	本周风格偏金融 (单位: %)	8

一、 库存周期切换下，哪些行业有望改善？

库存周期通常持续 3-4 年，并且对比盈利周期存在一定滞后性。我们选用工业企业产成品存货同比来衡量库存周期，以工业企业利润同比和营收同比衡量盈利周期。历史数据显示，一轮库存周期通常持续 3-4 年，并且盈利周期的波动在一定程度上领先于库存周期的波动。

库存周期可以大致分为四个阶段。（1）第一阶段为经济复苏的开始，此时上一轮库存周期刚结束，库存接近底部，政策等利好催化，经济开始回暖，具体表现为盈利的增长与存货的下降，此阶段为“被动去库存”；（2）第二阶段为经济的持续改善，此时产能利用率有所提升，企业扩产意愿增强，行业供需两旺，具体表现为盈利与存货共同增长，此阶段为“主动补库存”；（3）第三阶段为竞争过热、政策退出等多因素导致的盈利下行，此时行业供给大于需求，具体表现为盈利的高位走弱与存货的持续增长，此阶段为“被动补库存”；（4）第四阶段为经济的衰退，需求的不足使得企业降低扩产投资，供给与需求同步下降，具体表现为盈利与存货共同减少，此阶段为“主动去库存”。行至周期末尾，当出现增量政策带动经济稳步回升时，新一轮的库存周期迎来开始。

图表 1：历史数据表明一轮库存周期通常持续 3-4 年



来源：wind，华福证券研究所

注：浅灰区域为“被动去库存阶段”，浅橘区域为“主动补库存阶段”，浅黄区域为“被动补库存阶段”，浅蓝区域为“主动去库存阶段”。

图表 2：库存周期各阶段时间分布情况

周期	阶段	时间	时长 (月)	阶段	时间	时长 (月)	阶段	时间	时长 (月)	阶段	时间	时长 (月)
1	被动去库存	-	-	主动补库存	-	-	被动补库存	-	-	主动去库存	2011.1-2012.12	12
2		2013.1-2013.7	7		2013.8-2013.11	4		2013.12-2014.8	9		2014.9-2015.12	16
3		2016.1-2016.6	6		2016.7-2017.10	4		2017.11-2018.7	9		2018.8-2018.12	5
4		2019.1-2019.6	6		-	-		-	-		2019.7-2019.11	5
5		-	-		-	-		2019.12-2020.3	4		-	-
6		2020.4-2020.10	7		2020.11-2021.4	6		2021.5-2022.4	12		2022.5-	-
汇总	平均	6.5	平均	4.7	平均	8.5	平均	9.5				

来源：wind，华福证券研究所

注：浅灰区域为“被动去库存阶段”，浅橘区域为“主动补库存阶段”，浅黄区域为“被动补库存阶段”，浅蓝区域为“主动去库存阶段”。

回顾库存周期各阶段行业涨跌表现，我们发现：**(1) 消费行业能穿越库存周期。**每个阶段均存在领涨的消费行业，其中食品饮料、消费者服务和农林牧渔涨幅表现较为突出；**(2) 科技行业在盈利偏弱的环境下有更好表现。**科技行业在被动去库存、被动补库存以及主动去库存阶段均出现领涨，以上三阶段对比未出现领涨的主动补库存阶段，盈利表现稍微偏弱，可见在盈利偏弱的环境下更为利好科技行业；**(3) 库存上涨时可关注周期行业。**周期行业在主动补库存、被动补库存阶段均出现领涨，可见库存的上涨是周期行业上行的重要条件，在存货上涨阶段建议重点关注周期行业。

图表 3：库存周期各阶段行业涨跌表现

阶段	时间	领涨行业	行业风格
被动去库存	2013.1-2013.7	传媒、计算机、通信、医药、电子	消费、科技
	2016.1-2016.6	食品饮料	
	2019.1-2019.6	食品饮料、非银行金融、农林牧渔、家电、计算机	
	2020.4-2020.10	消费者服务、食品饮料、电力设备及新能源、汽车、国防军工	
主动补库存	2013.8-2013.11	国防军工、商贸零售、综合、农林牧渔、计算机	消费、周期
	2016.7-2017.10	家电、食品饮料、钢铁、煤炭、建筑	
	2020.11-2021.4	有色金属、钢铁、煤炭、消费者服务、电力设备及新能源	
被动补库存	2013.12-2014.8	计算机、消费者服务、汽车、电力设备及新能源、轻工制造	消费、周期、科技
	2017.11-2018.7	消费者服务、食品饮料、石油石化	
	2019.12-2020.3	农林牧渔、建材、医药、计算机、通信	
	2021.5-2022.4	煤炭、建筑、有色金属、基础化工、电力及公用事业	
主动去库存	2011.1-2012.12	银行、房地产	消费、科技
	2014.9-2015.12	计算机、消费者服务、通信、纺织服装、综合	
	2018.8-2018.12	-	
	2019.7-2019.11	电子、医药、家电、计算机、食品饮料	

来源：wind，华福证券研究所

注：选取区间涨幅前五为领涨行业。

从细分行业利润同比来看，中下游以及公用事业板块有较好改善。在 41 个细分行业中，细分行业利润同比较上期出现改善的行业有 22 个，占比超 50%，主要集中在上游加工、中游设备制造、下游消费制造和公用事业等大类行业。其中细分行业利润同比较上期改善幅度前十的行业分别是：汽车制造，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋，纺织服装、服饰，专用设备制造，水的生产和供应，燃气生产和供应，仪器仪表制造，家具制造，化学原料及化学制品制造，计算机、通信和其他电子设备制造。以上行业主要分布于中下游以及公用事业板块，整体来看上游板块利润同比改善相对偏弱。此外，5 月利润同比增长且较上期出现改善的行业有：橡胶和塑料制品（上游加工），通用设备制造、仪器仪表制造和金属制品、机械和设备修理（中游设备制造），汽车制造（下游消费制造），燃气生产和供应、水的生产和供应（公用事业）。

图表 4：近期细分行业利润同比变动情况（单位：%）

工业大类	细分行业	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	较上期变化
上游采掘	非金属矿采选	1.2	4.1	10.8	5.9	-4.9
	有色金属矿采选	30.3	13.8	6.7	1.3	-5.4
	石油和天然气开采	8.6	-4.8	-6.0	-9.9	-3.9
	煤炭开采和洗选	-2.3	-4.9	-14.6	-18.7	-4.1
	黑色金属矿采选	-41.5	-46.9	-42.8	-41.9	0.9
	开采专及辅助性活动	0.0	0.0	-50.0	-114.3	-64.3
	其他采矿	-100.0	-100.0	0.0	0.0	0.0
	橡胶和塑料制品	-15.3	-9.2	1.4	3.3	1.9
上游加工	金属制品	-23.7	-19.8	-16.1	-13.9	2.2
	非金属矿物制品	-39.2	-30.6	-27.4	-25.9	1.5
	化学原料及化学制品制造	-56.6	-54.9	-57.3	-52.4	4.9
	有色金属冶炼及压延加工	-57.2	-57.5	-55.1	-53.0	2.1
	化学纤维制造	-97.2	-70.4	-65.0	-65.9	-0.9
	石油、煤炭及其他燃料加工	-111.3	-97.1	-87.9	-92.8	-4.9
	黑色金属冶炼及压延加工	-151.1	-111.9	-99.4	-102.8	-3.4
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	64.8	39.0	47.2	35.5	-11.7
中游设备制造	电气机械及器材制造	41.5	27.1	30.1	29.2	-0.9
	通用设备制造	0.2	7.4	20.7	23.4	2.7
	仪器仪表制造	-4.5	2.0	9.6	14.5	4.9
	专用设备制造	-8.9	-10.1	-7.4	-0.1	7.3
	其他制造	-25.7	-12.1	-9.5	-7.3	2.2
	计算机、通信和其他电子设备制造	-77.1	-57.5	-53.2	-49.2	4.0
	废弃资源综合利用	-61.5	-62.8	-62.5	-67.7	-5.2
	金属制品、机械和设备修理	24.4	79.6	235.7	238.8	3.1
下游消费制造	汽车制造	-41.7	-24.2	2.5	24.3	21.8
	酒、饮料和精制茶制造	2.4	13.5	11.6	11.5	-0.1
	烟草制品	9.6	9.0	6.7	5.9	-0.8
	食品制造	-7.3	-4.6	-2.6	-0.5	2.1
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品	-2.2	-3.3	-7.4	-5.4	2.0
	家具制造	-23.5	-12.6	-12.3	-7.4	4.9
	纺织服装、服饰	-13.5	-13.6	-17.9	-8.2	9.7
	文教、工美、体育和娱乐用品制造	-9.6	-15.9	-6.7	-8.3	-1.6
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋	-7.2	-25.7	-26.7	-10.6	16.1
	印刷和记录媒介的复制	-24.3	-19.9	-15.6	-16.8	-1.2
	医药制造	-16.3	-19.9	-23.8	-21.9	1.9
	纺织	-37.1	-34.0	-30.2	-27.8	2.4
	农副食品加工	-6.3	-18.4	-36.3	-39.5	-3.2
公用事业	造纸及纸制品	-52.3	-46.0	-51.6	-52.4	-0.8
	电力、热力的生产和供应	53.1	47.9	47.2	45.9	-1.3
	燃气生产和供应	-1.0	-8.2	-4.7	0.5	5.2
	水的生产和供应	-9.2	0.0	5.8	12.5	6.7

数据来源：Wind，华福证券研究所

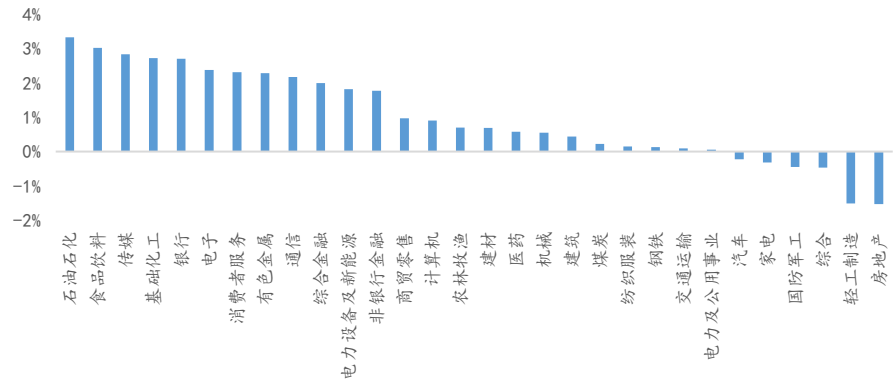
注：红字为利润同比较上期改善幅度前十的行业。

投资建议：当前建议关注消费与科技行业，若未来经济持续改善带动盈利与库存皆实现上行，则可多多关注周期行业。根据整体盈利与库存的情况，当前经济环境整体处于主动去库存阶段，并有望切换至被动去库存阶段，借鉴历史经验，建议关注消费与科技行业。此外，若未来经济持续改善，带动盈利指标、PPI 以及库存指标均同步上行，库存周期则进入主动补库存阶段，此时建议关注周期行业。

二、 A 股行业表现：石油石化涨幅领先

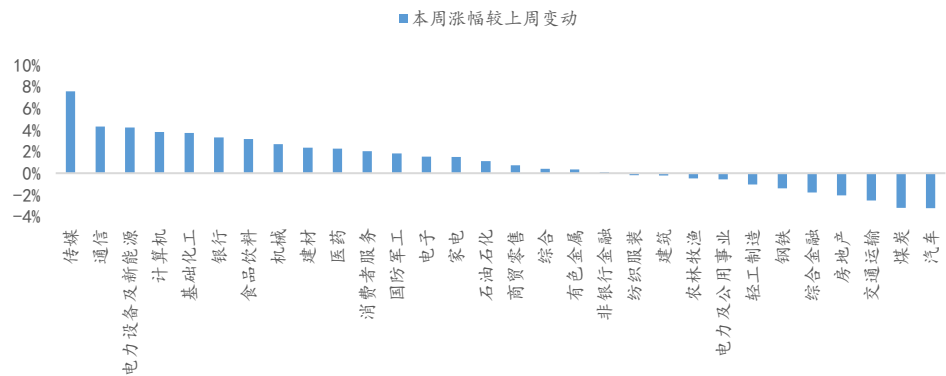
本周石油石化行业涨幅领先，传媒较上周明显上行。根据中信一级行业分类，截至 2023 年 7 月 14 日，本周石油石化行业领涨，涨幅 3.33%；食品饮料、传媒、基础化工、银行等行业紧随其后，涨幅分别为 3.02%、2.83%、2.72%、2.71%。表现欠佳的行业有：房地产、轻工制造、综合、国防军工、家电，跌幅分别为 1.53%、1.52%、0.46%、0.44%、0.32%。

图表 5：本周石油石化行业涨幅领先



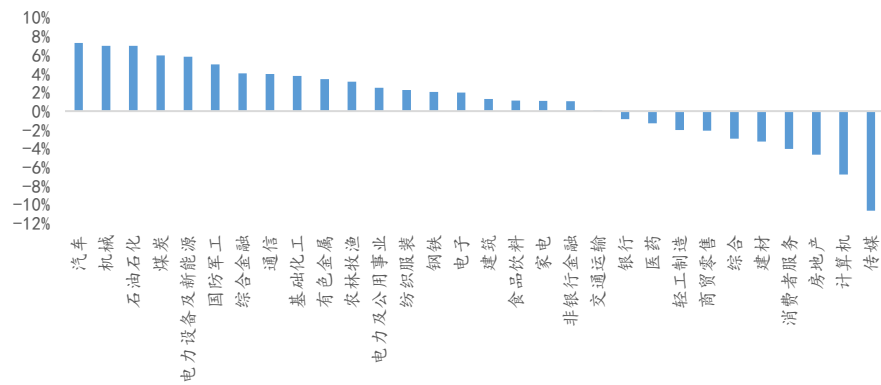
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：本周传媒较上周明显上行



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：近一个月汽车涨幅较高



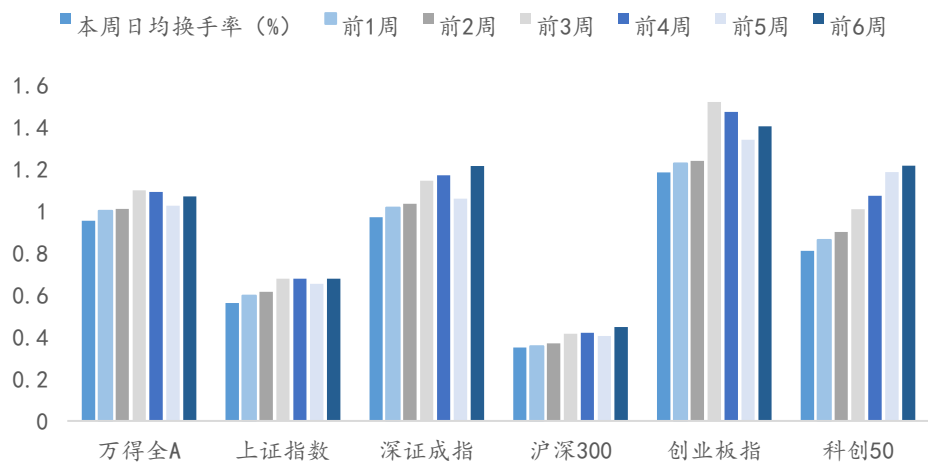
数据来源：Wind，华福证券研究所

整体来看，近一个月汽车表现出色。近一个月，汽车表现出色，其次为机械、石油石化、煤炭、新能源。近期整体行情呈现出低位修复的特点，建议投资者多多关注相对低估板块中存在的机会。

三、A 股成交情况

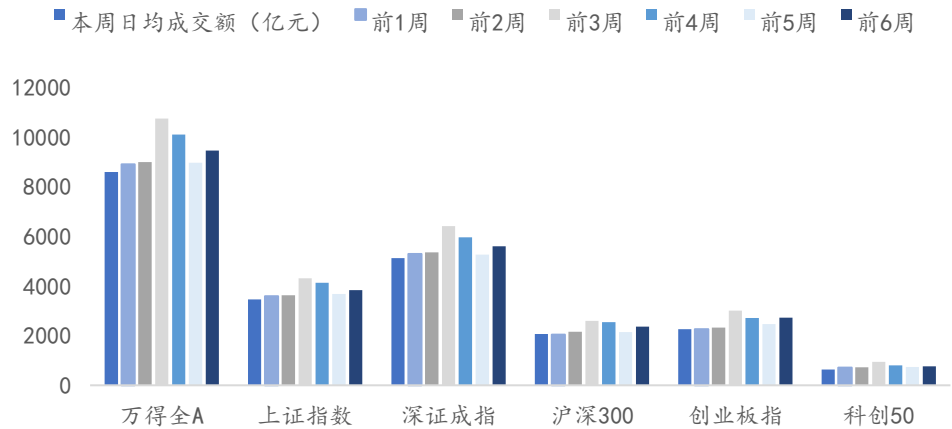
宽基指数显示，本周成交活跃度较上周有所下降。换手率和成交额显示，各宽基指数较上周均出现了不同程度的下降，各指数成交情况已经连续四周出现下滑，近期6月宏观经济数据陆续披露，经济改善的预期尚未明显增强，未来政策的加码值得期待。整体看来，本周成交活跃度较上周有所下降。

图表 8：本周指数换手率较上一周有所下降



数据来源：Wind，华福证券研究所

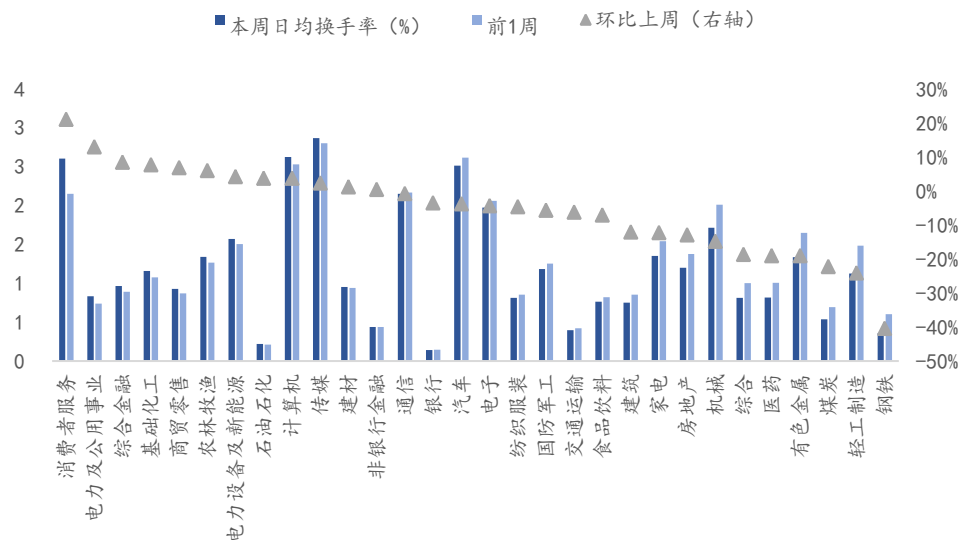
图表 9：本周成交额较上一周有所下降



数据来源：Wind，华福证券研究所

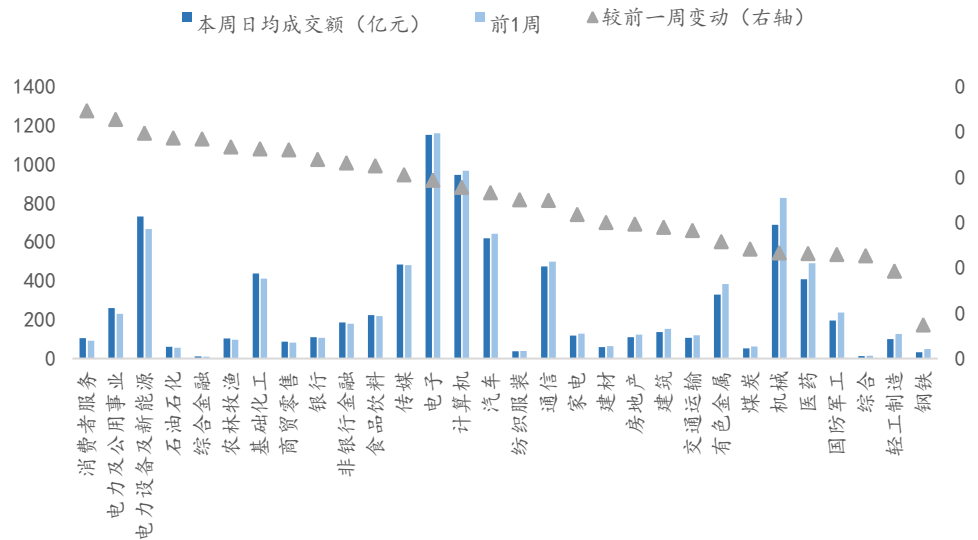
从行业角度来看，本周消费者服务板块成交情况出现明显改善。从成交活跃度改善情况来看，消费者服务最为明显，其次电力及公用事业、综合金融，以上行业本周日均换手率和日均成交额较上周均有大幅的改善，反映出行业关注度的提升。

图表 10：本周行业日均换手率



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：本周行业日均成交额

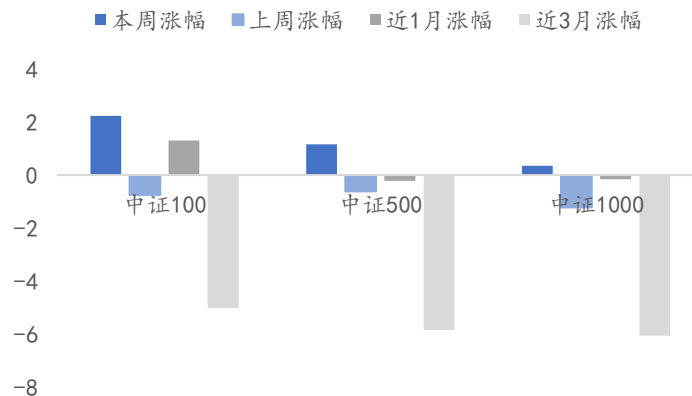


数据来源：Wind，华福证券研究所

四、 A 股市场风格

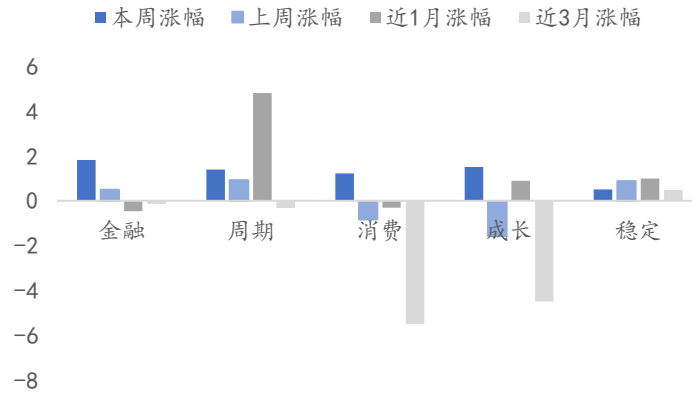
本周风格偏大盘与金融。从规模来看，大盘指数表现优于中盘指数及小盘指数；从中信风格分类来看，金融风格领先于其他风格。

图表 12：本周风格偏大盘（单位：%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 13: 本周风格偏金融 (单位: %)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

五、 风险提示

一是经济复苏不及预期; 二是业绩不及预期, 三是历史经验仅供参考。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn