

关注受益于库存周期拐点低估值行业

报告摘要

核心观点：

- ◆ **内需企稳，供求关系持续改善。**7月CPI环比较上个月回升0.4%；PPI同比自今年1月以来首次出现回升，PPI环比连续两个月保持上升态势。CPI同比回落的阶段较为明显，随着高基数影响逐步消除，CPI有望逐步回升。消费方面，7月中央政治局会议后稳增长政策不断加码，扩大内需、宽松流动性、减免税收等政策协同发力，有助于改善居民资产负债表。**外需或将扭转下行趋势，出口有望筑底企稳。**往后看，下半年美元兑人民币或仍处于相对高位，对出口有一定积极作用；一带一路政策下新兴市场对出口的支撑作用上升，叠加美国通胀下行速度高于市场预期，美联储加息预期持续降温，美国经济软着陆的概率上行，年内再次加息的概率下降。
- ◆ **随着政策预期兑现，市场逻辑由主题热点回归均衡，有望受益于政策落地与中报业绩表现较好的行业或值得关注。**截至8月11日，7月、8月TMT板块行业（电子、计算机、传媒、通信）在每月涨跌幅前3行业仅出现一次，频率为16.67%，相较于2023上半年大幅下降。**政策方面**，7月随着政治局会议后稳增长政策的落地，房地产、商贸零售等大消费板块涨幅靠前，食品饮料、建筑装饰、汽车、轻工制造均位于行业涨幅前10。近期国际能源价格持续反弹，国际原油、天然气价格均有明显走高，带动石油石化板块涨幅靠前。8月10日，沪深交易所计划完善交易制度，包括主板股票、基金等证券申报由100股或其整数倍，拟调整为100股起、以1股为单位递增及拟将ETF引入盘后固定价格交易机制等，有助于提升市场流动性，激发市场活力，活跃资本市场。**根据半年报业绩预报**，非银金融、通信、房地产、交通运输、公用事业等行业中报业绩或较强。本周（8月7日至8月11日）相较于6月第一周（5月29日

作者

董忠云 分析师
SAC执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

王玉茜 研究助理
SAC执业证书：S0640122040025
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《稳中有进，波动上行》

中航策略周报：《八月，消费有望迎来反弹》

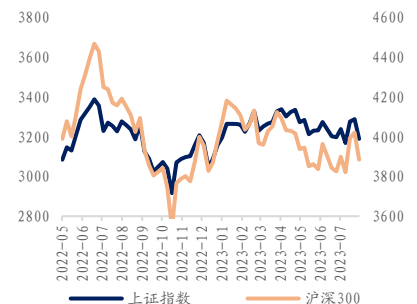
中航策略周报：《近期行情有望出现拐点》

中航策略周报：《关注半年报高景气低估值行业》

中航策略周报：《经济温和复苏，市场更加均衡》

中航策略周报：《7月，市场风格或将更加均衡》

市场走势：



股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

至 6 月 2 日)，TMT 板块周均换手率、周成交额均回落，跌幅均大幅高于市场整体水平，市场或逐渐从主题交易回归均衡。

- ◆ 当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。我们认为库存周期在 Q3 有望步入“被动去库”阶段，建议关注历史上该阶段表现较好且当前估值较低的行业。行业估值方面，截至 8 月 11 日，同花顺全 A 市盈率为 13.98 倍，处于 2018 年以来历史百分位的 19.60%。31 个申万一级行业中，有 21 个行业目前估值处于历史中位数之下。地产链估值较高，其中钢铁、房地产、建筑材料行业估值所处历史百分位分别为 2018 年以来的 95.74%、95.22%、92.80%。TMT 板块中传媒、计算机、电子、通信录得 59.91%、58.07%、49.70%、22.17%，相较 7 月第一个交易日的 72.46%、69.76%、65.34%、24.53%回落。当前经济温和复苏，大金融、周期板块估值较低，煤炭、电力设备、有色金属、石油石化、银行、基础化工估值处于近五年历史较低分位。库存周期方面，根据过去库存周期的历史经验，当前或正处于“主动去库”阶段，Q3 有望步入“被动去库”。分行业来看，每轮“被动去库”过程中申万一级行业全部上涨，其中国防军工、食品饮料、美容护理、非银金融、社会服务、汽车涨幅较大，平均上涨幅度达 42.4%、36.8%、33.9%、31.9%、30.8%、30.8%。以上行业当前估值均有较大回升空间，截至 8 月 11 日估值历史分位值分别录得 12.70%、22.17%、30.46%、57.19%、52.05%、61.52%，有望在“被动去库”周期中回升。

投资建议：

- ◆ 经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。短期内主题投资表现或较稳定，市场风格或走向均衡。非银金融、通信等中报景气度较高，且具备中特估属性配置价值或较高。当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。我们认为库存周期在 Q3 有望步入“被动去库”阶段，建议关注历史上该阶段表现较好且当前估值较低的行业。

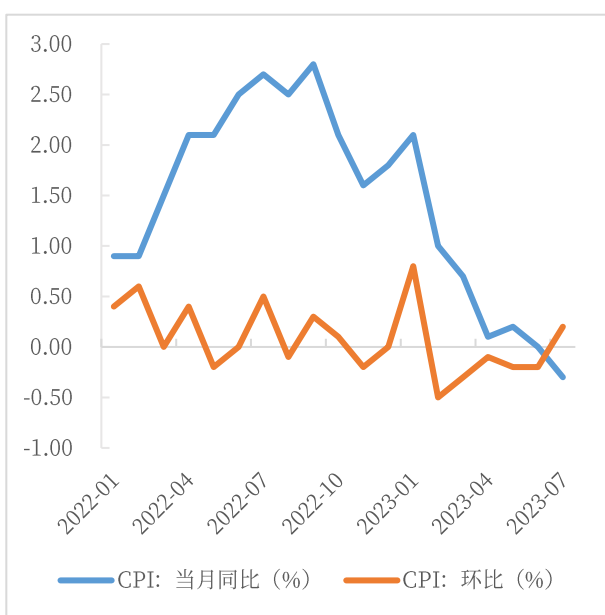
本周市场回顾:

本周市场整体下跌，上证指数，深证成指，沪深300，科创50，创业板指，中证500，中证1000 分别下跌 3.01%，3.82%，3.39%，3.79%，3.37%，3.51%，3.53%。行业风格上，本周成长风格表现较弱，下跌 3.83%。分行业来看，申万一级行业全部下跌，通信、建筑材料、家用电器表现较弱，分别下跌 6.26%、4.87%、4.79%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为 7775.02 亿元，较上周下降了 1794.13 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.41 倍，较上周下降 3.04%。北向资金本周呈流出状态，净卖出金额为 255.81 亿元。

正文:

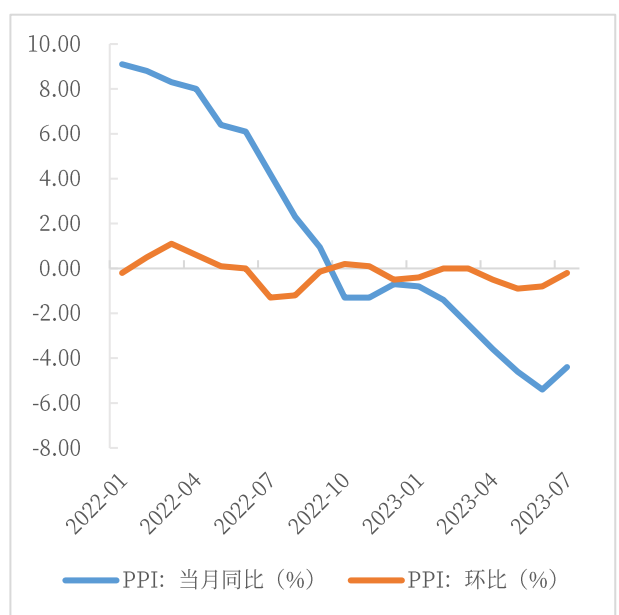
内需企稳，供求关系持续改善。国家统计局 8 月 9 日发布数据显示，7 月 CPI 同比-0.3%，前值 0%，环比 0.2%，较上个月回升 0.4%；PPI 同比-4.4%，前值-5.4%，自今年 1 月以来首次出现回升，PPI 环比-0.2%，较上个月回升 0.6%，连续两个月保持上升态势。CPI 同比回落的阶段较为明显，随着高基数影响逐步消除，CPI 有望逐步回升。消费方面，7 月中央政治局会议后稳增长政策不断加码，扩大内需、宽松流动性、减免税收等政策协同发力，有助于改善居民资产负债表。**外需或将扭转下行趋势，出口有望筑底企稳。**海关总署 8 月 8 日发布数据显示，按美元计价，今年 7 月份我国出口 2817.6 亿美元，同比-14.5%，前值-12.4%；进口 2011.6 亿美元，同比-12.4%，前值-6.8%。往后看，下半年美元兑人民币或仍处于相对高位，对出口有一定积极作用；一带一路政策下新兴市场对出口的支撑作用上升。叠加美国通胀下行速度高于市场预期，7 月未季调 CPI 同比 3.2%，低于前值 3.0%和预期 3.3%，7 月未季调核心 CPI 年率 4.7%，较上月的 4.8%回落。美联储加息预期持续降温，美国经济软着陆的概率上行，截至 8 月 11 日，根据 CME 美联储观察工具，年内再次加息的概率已从 7 月 7 日的 30.6%降至 24.8%。

图1 我国 CPI 环比回升 (单位: %)



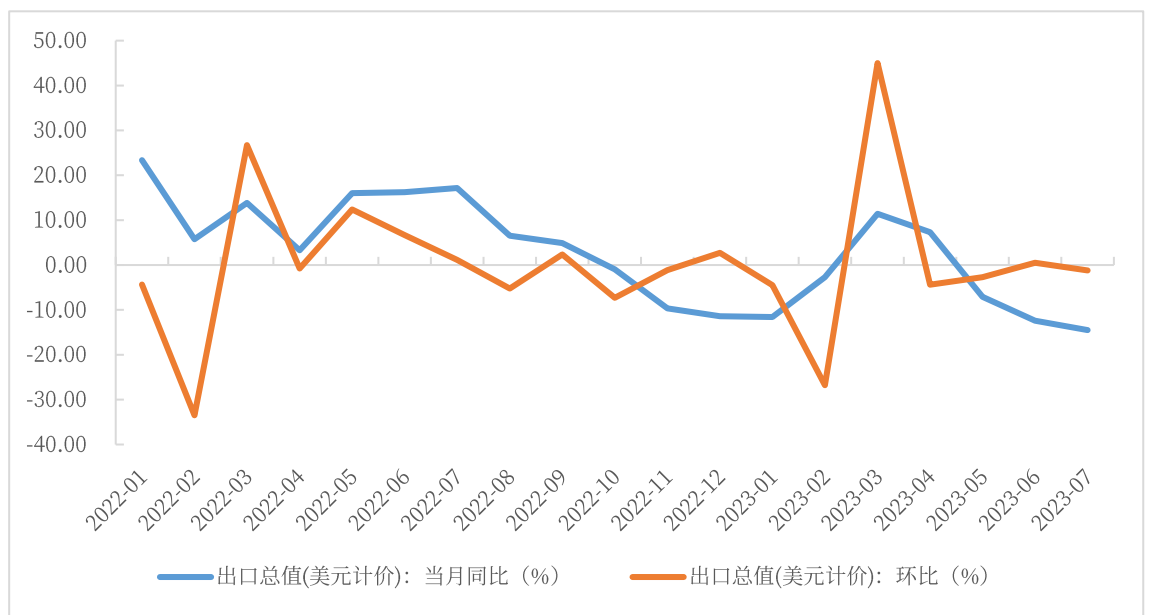
资料来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所整理

图2 我国 PPI 同比回升 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所整理

图3 我国7月出口同比、环比均回落（单位：%）

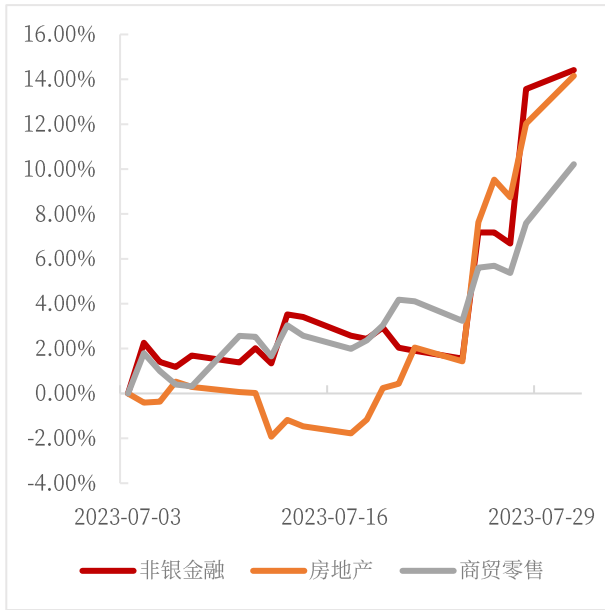


资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

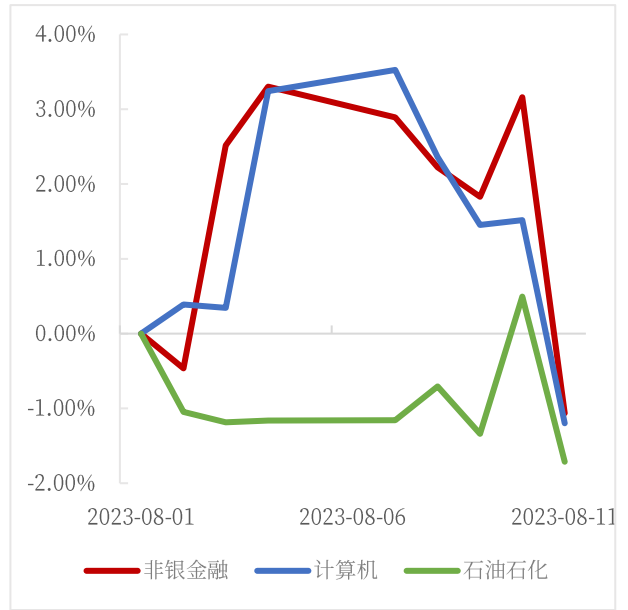
随着政策预期兑现，市场逻辑由主题热点回归均衡，有望受益于政策落地与中报业绩表现较好的行业或值得关注。截至8月11日，7月、8月TMT板块行业（电子、计算机、传媒、通信）在每月涨跌幅前3行业仅出现一次，频率为16.67%，相较于2023上半年大幅下降，此前1-6月TMT板块在每月前3大领涨行业中共出现10次，频率高达55.6%。政策方面，7月随着政治局会议后稳增长政策的落地，房地产、商贸零售等大消费板块涨幅靠前，食品饮料、建筑装饰、汽车、轻工制造均位于行业涨幅前10。近期国际能源价格持续反弹，国际原油、天然气价格均有明显走高，带动石油石化板块涨幅靠前。8月10日，沪深交易所计划完善交易制度，包括主板股票、基金等证券申报由100股或其整数倍，拟调整为100股起、以1股为单位递增及拟将ETF引入盘后固定价格交易机制等，有助于提升市场流动性，激发市场活力，活跃资本市场。根据半年报业绩预报，非银金融、通信、房地产、交通运输、公用事业等行业中报业绩或较强。本周（8月7日至8月11日）相较于6月第一周（5月29日至6月2日），TMT板块周均换手率、周成交额均回落，跌幅均大幅高于市场整体水平，市场或逐渐从主题交易回归均衡。

图4 7月累计涨跌幅前三行业走势（单位：%）

图5 8月累计涨跌幅前三行业走势（单位：%）



资料来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所整理 (注: 7月第一个交易日为7月3日)



资料来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所整理 (注: 截至8月11日, 8月第一个交易日为8月1日)

表1: 相较6月第一周, TMT 板块交易热度下降 (单位: %)

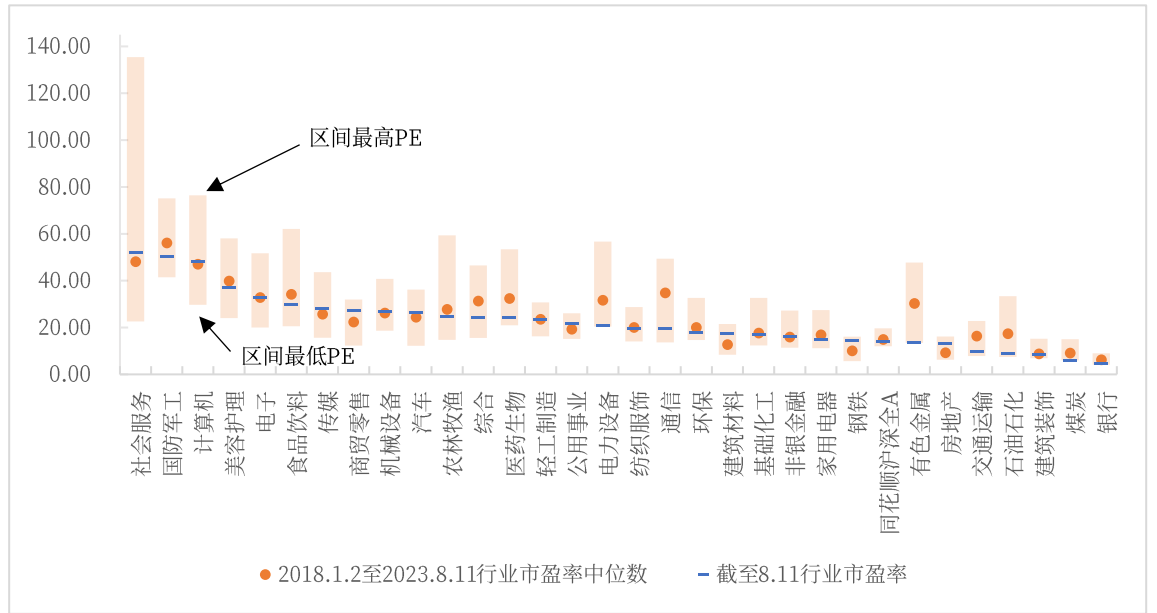
行业	周均换手率	周成交额
同花顺沪深全 A	-5.29%	-18.32%
电子	-41.27%	-49.75%
计算机	-30.69%	-35.58%
传媒	-41.87%	-49.24%
通信	-29.38%	-27.31%

数据来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至8月7日至8月11日, 6月第一周为5月29日至6月2日)

当前市场整体估值偏低, 行业估值呈分化态势。我们认为库存周期在 Q3 有望步入“被动去库”阶段, 建议关注历史上该阶段表现较好且当前估值较低的行业。行业估值方面, 截至 8 月 11 日, 同花顺全 A 市盈率为 13.98 倍, 处于 2018 年以来历史百分位的 19.60%。31 个申万一级行业中, 有 21 个行业目前估值处于历史中位数之下。地产链估值较高, 其中钢铁、房地产、建筑材料行业估值所处历史百分位分别为 2018 年以来的 95.74%、95.22%、92.80%。TMT 板块中传媒、计算机、电子、通信录得 59.91%、58.07%、49.70%、22.17%, 相较 7 月第一个交易日的 72.46%、69.76%、65.34%、24.53% 回落。当前经济温和复苏, 大金融、周期板块估值较低, 煤炭、电力设备、有色金属、石油石化、银行、基础化工估值处于近五年历史较低分位, 分别为 0.14%、0.58%、1.24%、12.11%、13.65%、44.78%。库存周期方面, 根据过去库存周期的历史经验, 当前或正处于“主动去库”阶段, Q3 有望步入“被动去库”。分行业来看, 每轮“被动去库”过程中申万一级行业全部上涨, 其中国防军工、食品饮料、美容护理、非银金融、社会服务、汽车涨幅较大, 平均上涨幅度达 42.4%、36.8%、33.9%、31.9%、

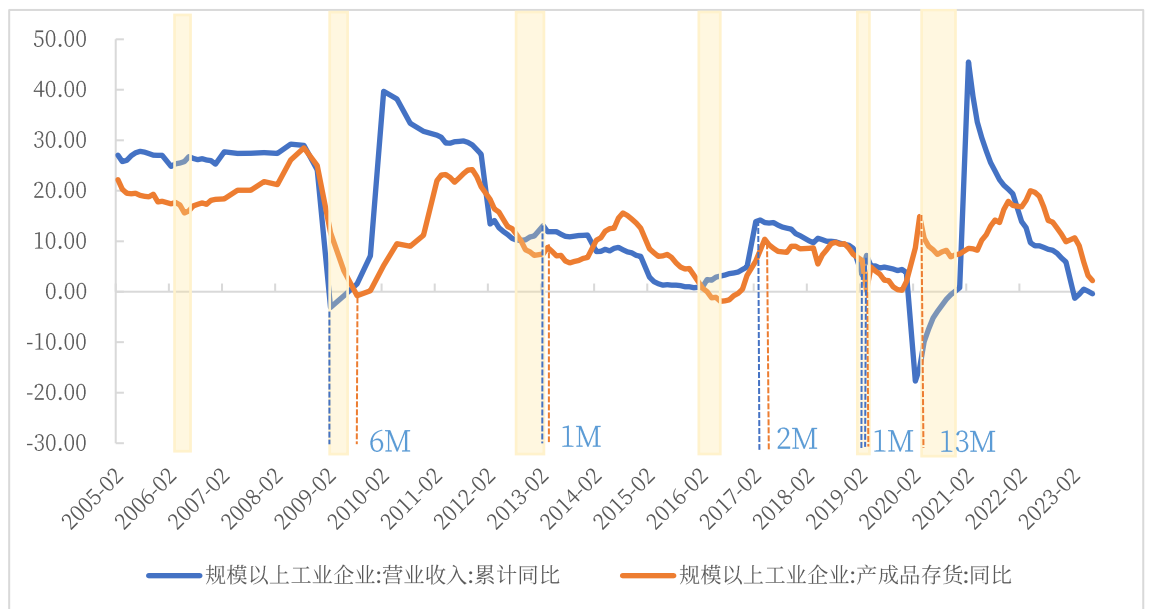
30.8%、30.8%。以上行业当前估值均有较大回升空间，截至 8 月 11 日估值历史分位值分别录得 12.70%、22.17%、30.46%、57.19%、52.05%、61.52%，有望在“被动去库”周期中回升。

图6 市场整体估值偏低（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

图7 2005年以来库存周期与盈利周期（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理（注：黄色阴影部分为 6 次“被动去库存”阶段，蓝色虚线为盈利拐点，橙色虚线为库存拐点，二者之间为库存周期相较盈利周期的滞后）

投资建议：



经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。短期内主题投资表现或较稳定，市场风格或走向均衡。非银金融、通信等中报景气度较高，且具备中特估属性配置价值或较高。当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。我们认为库存周期在 Q3 有望步入“被动去库”阶段，建议关注历史上该阶段表现较好且当前估值较低的行业。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性收紧超预期；

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637