

积极布局，A股盈利周期或已开启回升

报告摘要

核心观点：

- ◆ 年初至今市场走势较为波动，Wind 中特估及 Wind TMT 两大主题指数表现均优于上证指数，其中代表红利策略的中特估指数表现优于成长风格的 TMT 指数。这或反映出经济弱复苏背景下，市场在寻求突破点的过程中心理上向确定性更强的方向贴近。8月18日证监会表示将通过引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，进一步扩大融资融券标的范围，加强跨部委协同等方式形成活跃资本市场合力。政策呵护下市场信心有望得到支撑，市场走势波动性或降低。
- ◆ PPI 拐点与 A 股盈利周期拐点的相关性或较强，当前 PPI 拐点或已出现，A 股盈利或处于改善区间。我们通过同花顺全 A（除金融、石油石化）归母净利润同比观察 A 股盈利，发现 PPI 同比的拐点往往验证 A 股盈利拐点。过去的 7 个周期中，PPI 拐点平均滞后 A 股盈利拐点约 4.43 个月，本轮盈利拐点或已于 2022 年末出现。PPI 数据拐点或已出现，随需求端持续改善，7 月 PPI 同比录得-4.4%，相较 6 月回升 1%。PPI 拐点或验证前期盈利拐点已现。其他经济数据或也可验证工业回暖。7 月份 PMI 录得 49.3%，较上个月上升 0.3%，连续两个月小幅回升，1-6 月全国规模以上工业企业实现利润总额降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点。此外，我们通过规模以上工业企业产成品存货同比变化趋势观察库存周期，6 月规模以上工业企业产成品存货同比已达 2005 年以来的 9.77% 历史分位值回升空间或较大，价格指数 PPI 反映生产端的供给和需求，PPI 拐点为新一轮库存周期的到来释放信号，未来库存步入补库区间有望进一步带动盈利端改善。

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：fuyyjs@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：《关注受益于库存周期拐点的低估值行业》

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》

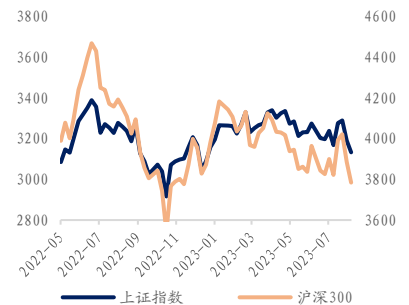
中航策略周报：《近期行情有望出现拐点》

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

- ◆ 近期随人民币汇率波动北向资金流出幅度较大，A 股承压。但往后看随国内经济加速修复，海外货币政策转向，人民币汇率有望企稳带动北向资金回流，市场回升。截至 8 月 18 日，二季度以来美元兑人民币与同花顺沪深全 A 收盘价的相关系数达-0.64，美元兑人民币汇率上升，同花顺沪深全 A 下行。国内方面，8 月 15 日央行超预期调降逆回购利率 10 基点、MLF 利率 15 基点、SLF 利率 10 基点。在国内流动性宽松的背景下，实体经济融资成本下降。8 月 16 日国务院第二次全体会议，总理李强强调要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费。央行超预期释放流动性背景下，市场对于地产调控政策放松的预期加强，带动地产链领涨市场，对于政策提振消费的预期升温，国内经济有望迎来加速修复。8 月 17 日央行发布《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》表示，将综合施策、稳定预期，坚决防范汇率超调风险。叠加我国经济运行持续整体好转，人民币汇率有望得到有力支撑。海外方面，当地时间 8 月 16 日美联储公布的 7 月货币政策会议纪要显示美联储官员对是否加息存在一定分歧，但当前美国通胀下行速度高于市场预期，部分经济数据也在释放积极信号。随着美联储加息终点有望抵达及国内政策发力带动经济预期改善，人民币贬值压力有望得到缓解。

投资建议：

- ◆ A 股盈利周期或已开启回升，当下或为积极布局期。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：

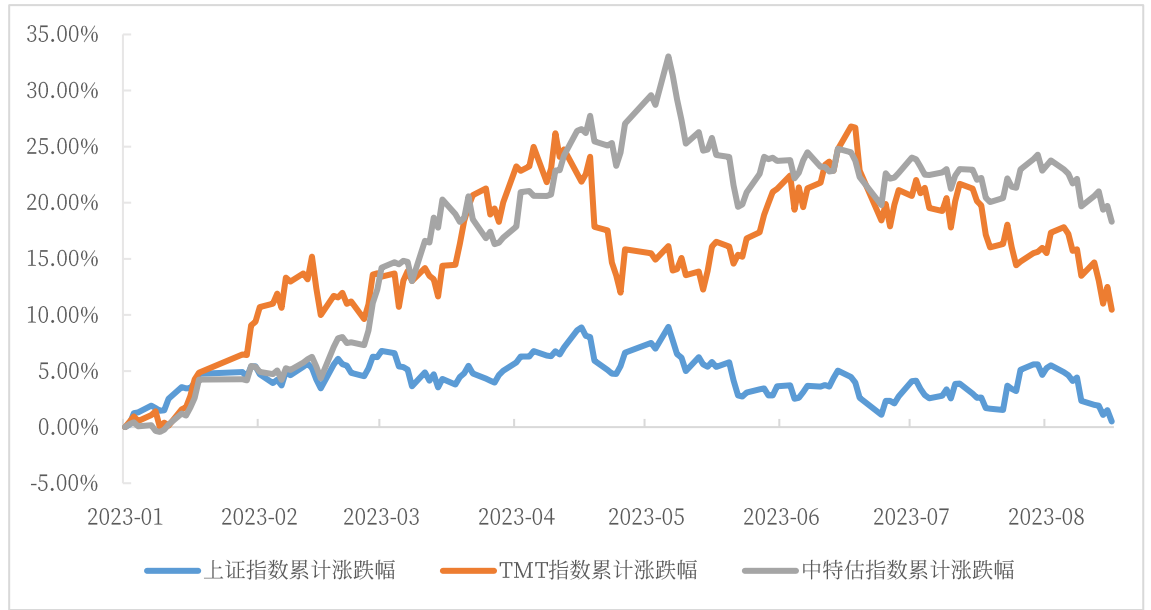
本周市场整体下跌，上证指数，深证成指，沪深300，科创50，创业板指，中证500，中证1000分别下跌1.80%，3.24%，2.58%，3.68%，3.11%，2.29%，2.97%。行业风格上，本周稳定风格表现较强，下跌0.54%；成长风格表现较弱，下跌3.34%。分行业来看，申万一级行业中环保、纺织服饰、轻工制造表现较强，分别上涨1.27%、0.70%、0.54%；电子、计算机、传媒表现较弱，分别下跌4.77%、4.26%、4.06%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为7281.37亿元，较上周下降了493.64亿元。估值方面，A股整体市盈率为17.10倍，较上周下降1.79%。北向资金本周呈流出状态，净卖出金额为291.16亿元。

正文：

年初至今市场走势较为波动，上证指数累计涨幅在5月8日达峰8.94%后震荡回吐，截至8月18日累计涨幅录得0.50%。Wind中特估及WindTMT两大主题指数表现均优于上证指数，其中代表红利策略的中特估指数表现优于成长风格的TMT指数。这或反映出经济弱复苏背景下，市场在寻求突破点的过程中心理上向确定性更强的方向贴近。8月18日证监会表示将通过引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，进一步扩大融资融券标的范围，加强跨部委协同等方式形成活跃资本市场合力。政策呵护下市场信心有望得到支撑，市场走势波动性或降低。

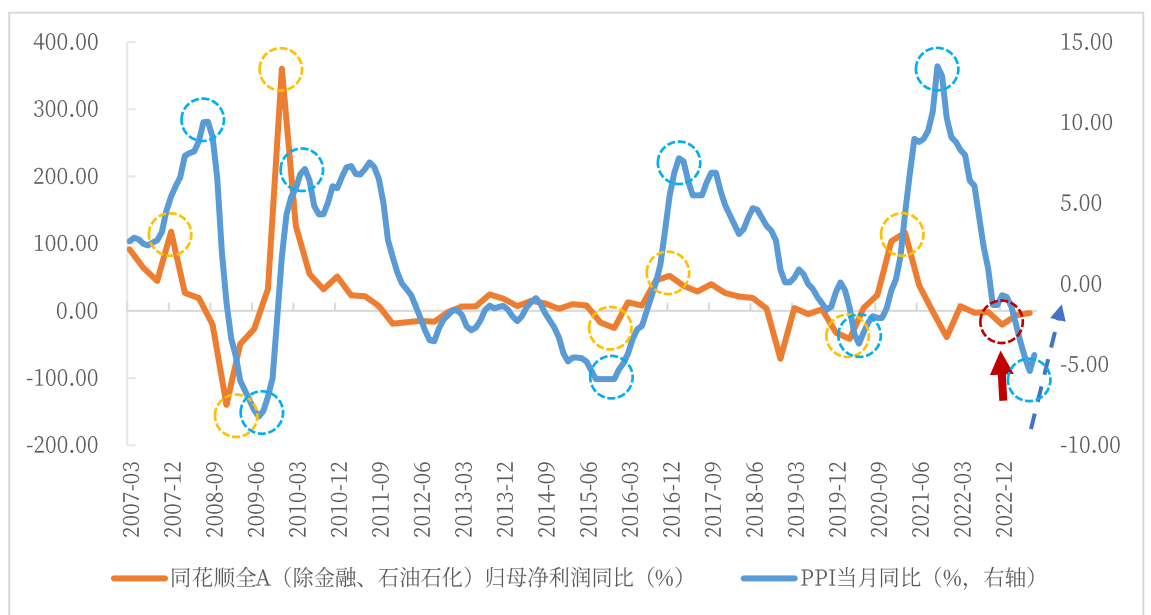
PPI拐点与A股盈利周期拐点的相关性或较强，当前PPI拐点或已出现，A股盈利或处于改善区间。我们通过同花顺全A（除金融、石油石化）归母净利润同比观察A股盈利，发现PPI同比的拐点往往验证A股盈利拐点。过去的7个周期中，PPI拐点平均滞后A股盈利拐点约4.43个月，本轮盈利拐点或已于2022年末出现。截至8月17日，A股2023年中报归母净利润同比达-3.19%，相较2023年一季报回升3.51%，较本轮周期低点2022年年报的-20.41%回升17.22%，盈利周期或处于上升通道。PPI数据拐点或已出现，随需求端持续改善，7月PPI同比录得-4.4%，相较6月回升1%。PPI拐点或验证前期盈利拐点已现。其他经济数据或也可验证工业回暖。7月份PMI录得49.3%，较上个月上升0.3%，连续两个月小幅回升，1-6月全国规模以上工业企业实现利润总额降幅比1-5月份收窄2.0个百分点。此外，我们通过规模以上工业企业产成品存货同比变化趋势观察库存周期，6月规模以上工业企业产成品存货同比已达2005年以来的9.77%历史分位值回升空间或较大，价格指数PPI反映生产端的供给和需求，PPI拐点为新一轮库存周期的到来释放信号，未来库存步入补库区间有望进一步带动盈利端改善。

图1 年初至今中特估指数表现相对较好（单位：%）



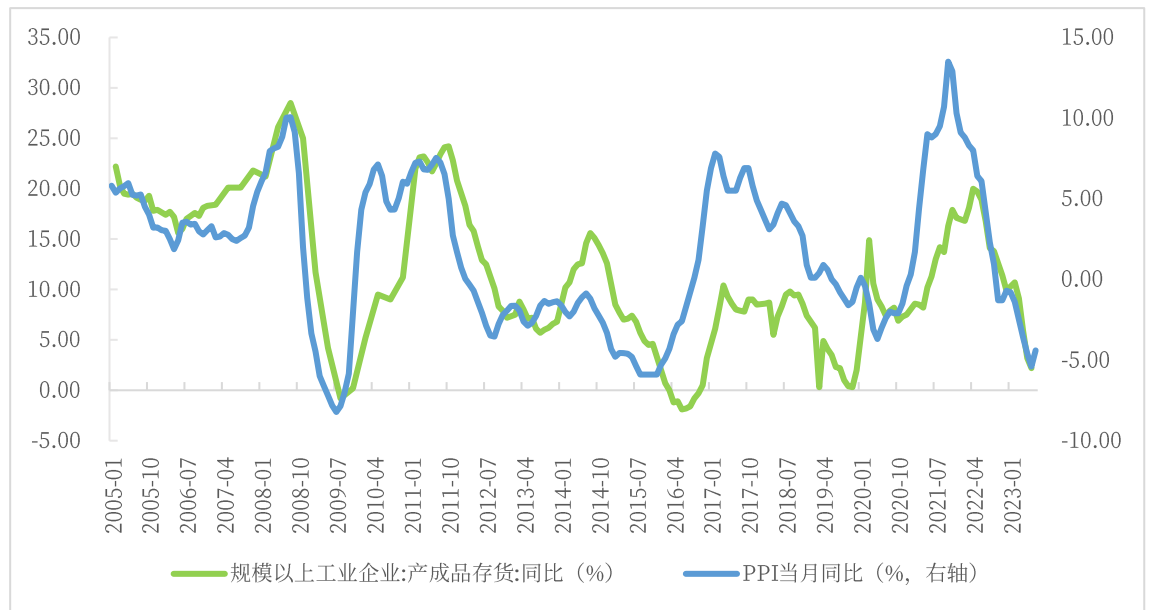
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 全部 A 股（除金融、石油石化）盈利拐点或已出现（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

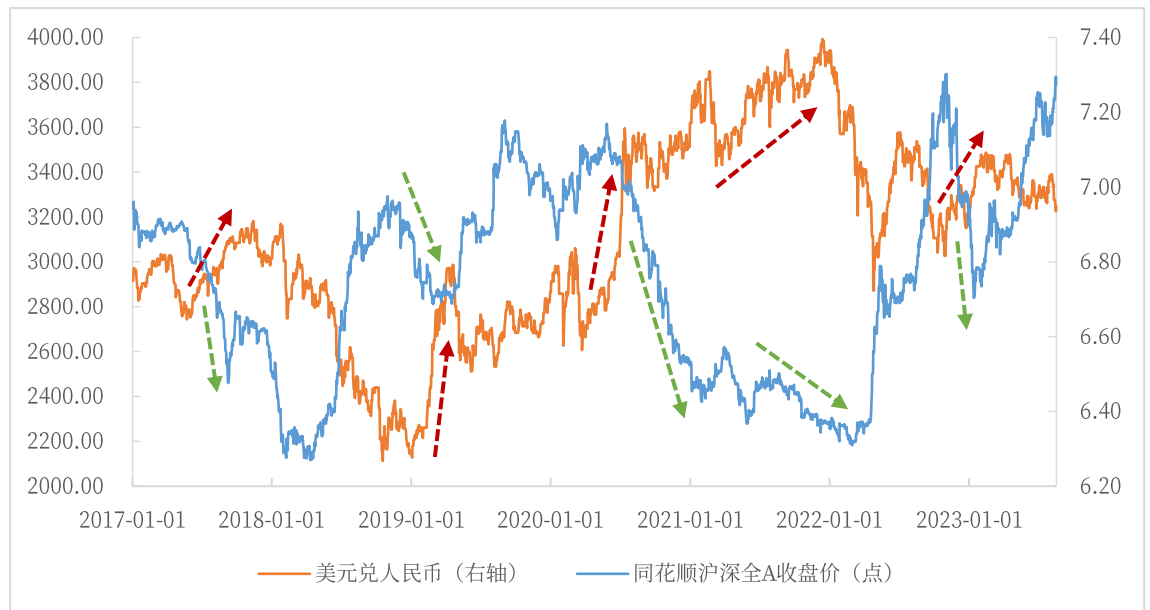
图3 PPI 拐点往往领先库存周期拐点出现（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

近期随人民币汇率波动北向资金流出幅度较大，A股承压。但往后看随国内经济加速修复，海外货币政策转向，人民币汇率有望企稳带动北向资金回流，市场回升。截至8月18日，二季度以来美元兑人民币与同花顺沪深全A收盘价的相关系数达-0.64，美元兑人民币汇率已上升5.92%，二季度以来同花顺沪深全A下行4.83%。国内方面，8月15日央行超预期调降逆回购利率10基点、MLF利率15基点、SLF利率10基点。在国内流动性宽松的背景下，实体经济融资成本下降。8月16日国务院第二次全体会议，总理李强强调要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费。央行超预期释放流动性背景下，市场对于地产调控政策放松的预期加强，带动地产链领涨市场，截至8月18日，7月以来申万房地产行业涨幅达7.28%。对于政策提振消费的预期升温，国内经济有望迎来加速修复。8月17日央行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》表示，将综合施策、稳定预期，坚决防范汇率超调风险。叠加我国经济运行持续整体好转，人民币汇率有望得到有力支撑。海外方面，当地时间8月16日美联储公布的7月货币政策会议纪要显示美联储官员对是否加息存在一定分歧，但当前美国通胀下行速度高于市场预期，部分经济数据也在释放积极信号。7月末季调CPI同比3.2%，高于前值3.0%和预期3.3%，7月末季调核心CPI年率4.7%，较上月的4.8%回落。7月份住房成本占通货膨胀的90%，根据8月7日美国旧金山联邦储备银行发布的研究报告，未来18个月里住房通胀可能会显著放缓，到2024年达到0%，下半年或将转为负值。随着美联储加息终点有望抵达及国内政策发力带动经济预期改善，人民币贬值压力有望得到缓解。

图4 人民币汇率与A股表现或有一定相关性



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

投资建议：

A 股盈利周期或已开启回升，当下或为积极布局期。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