

## 探索板块配置逻辑（一）——利润周期和复工下的行业分析

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

### 摘要：

- 从利润周期来看，我们选用工业企业下41个子行业中25个涉及现有大宗商品上下游的行业用做商品行业比较，发现在产业链内部，利润和库存呈现从下游向上游传导的变化；
- 需要强调的是，受节日因素影响，工业企业利润数据仅更新到2019年12月。从静态的库存和利润来看，黑色金属矿采选业一枝独秀，黑色>有色>能化的结构明显。从动态的角度看，有色主动补库存行业集中在下游，有待向上游传导，而黑色已经经历利润从下游向上游传导的过程，能化则下游大部分行业仍处于供大于求的被动补库或主动去库阶段，从动态的角度看，有色板块空间更大。此外，新冠疫情更是完全冲破此前的利润传导周期，从高频数据来看，大部分行业仍面临高库存问题的困扰。而关于数据更新时间的问题，我们会在后续的专题中用高频的利润和库存数据进行替换，再做分析和历史回溯。
- 从复工角度来看，为了分析复工对行业的影响，我们筛选出供给端（对运输依赖程度，库存水平），需求端（假期期间的销量下降额度，以及需求的可恢复性）四因素来分析在复工好转的背景下，哪些行业受益最明显。受益较大的行业是煤炭开采，化学制品，化纤制造，黑色金属采矿业，受益较小的是电子设备，酒和饮料，印刷业，农副食品加工业。

策略：短期来看，全球仍面临疫情影响，处于避险模式；

中长期而言，当市场再度演绎复工主导的行业走势时，受益较大的行业是煤炭开采，化学制品，化纤制造，黑色金属采矿业，对应黑色板块受益最大。

### 相关研究：

大宗和权益联动：疫情期间黄金板块的复盘和跟踪

2020-02-06

节后首日市场恐慌性急跌，关注后期超跌修复机会

2020-02-04

宏观大类月报：疫情行情推演及大类资产展望

2020-02-04

商品策略月报：疫情令商品承压 静待逆周期调节扭转颓势

2020-02-04

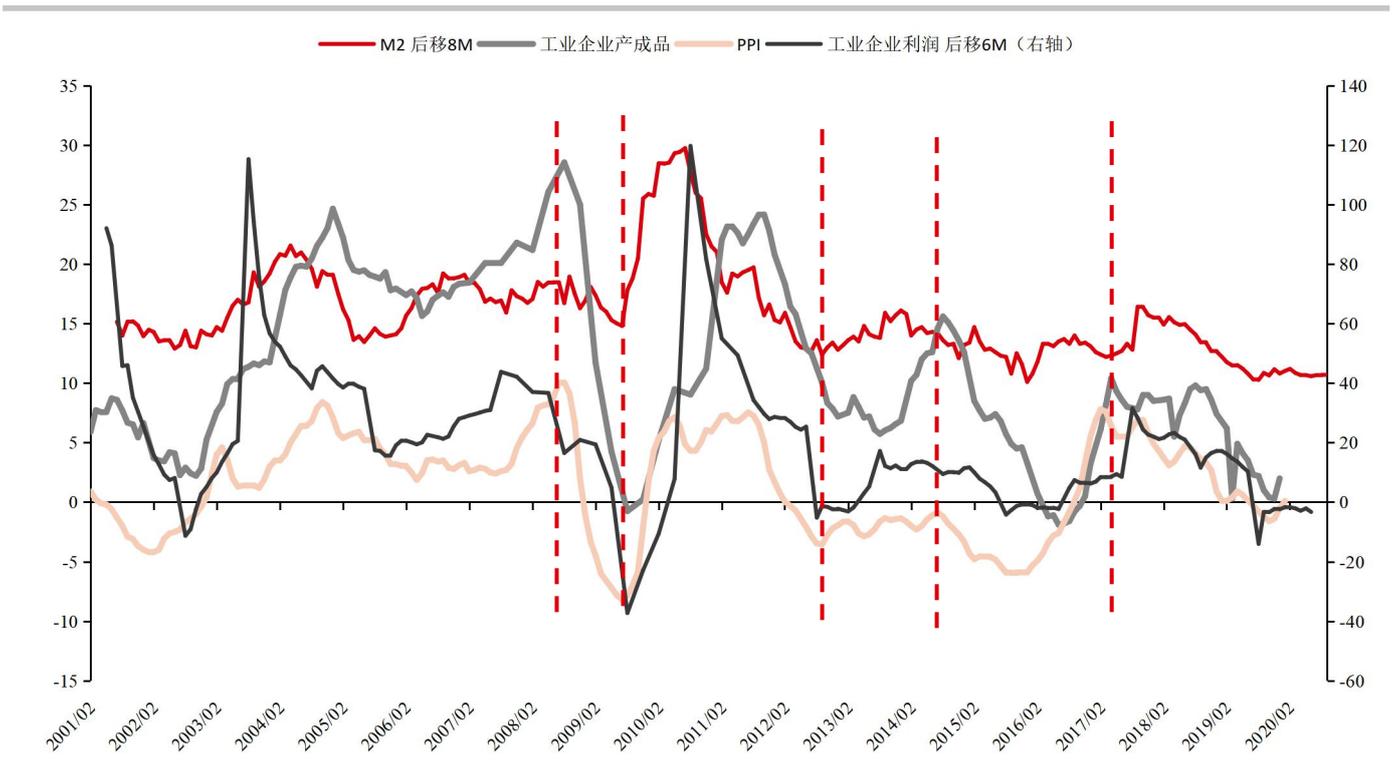
## 利润周期下的行业情况分析

- 宏观指标间的领先滞后关系

我们通过行业比较寻找信贷和库存周期的传导方向，希望为板块和品种配置提供思路。受到基建监管和地产调控影响，国内信贷周期传导受阻，因此我们希望通过中观级别的行业线索去寻找信贷周期和库存周期的传导方向，探索板块和品种配置提供思路。

宏观上传导方向为“信贷——利润——库存/PPI”。从逻辑上来讲，信贷作为金融指标领先性最强，企业扩张和减产都会优先反映在杠杆率变化或者融资情况上；随后是企业利润，利润增减是驱动企业补库去库行为的主要原因；最后库存和价格基本是同步指标，只是因为部分行业库存呈现连续性或周期性才因此也会对价格提供一定的前瞻指引。我们也通过宏观数据验证了上述的传导关系——信贷领先利润 2 个月，领先库存和价格约 8 个月，而利润领先库存和价格约 6 个月。

图 1: “信贷—利润—库存/PPI” 传导关系明显<sup>1</sup>



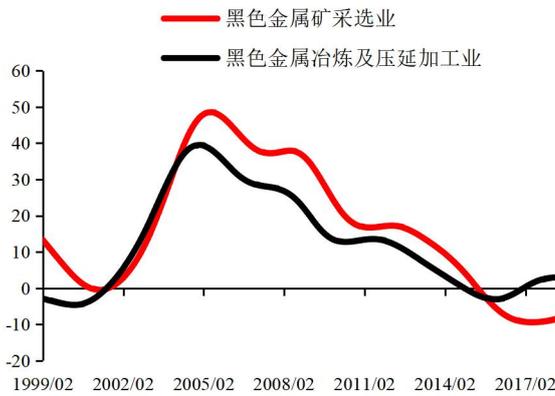
数据来源: Wind 华泰期货研究院

<sup>1</sup> M2 的同比增速对实体的领先性在 2016 年前后有所减弱图中 M2 增速在 2016 年 3 月后使用社会融资存量同比增速所替换

• 产业链内部呈现下游向上游传导的迹象

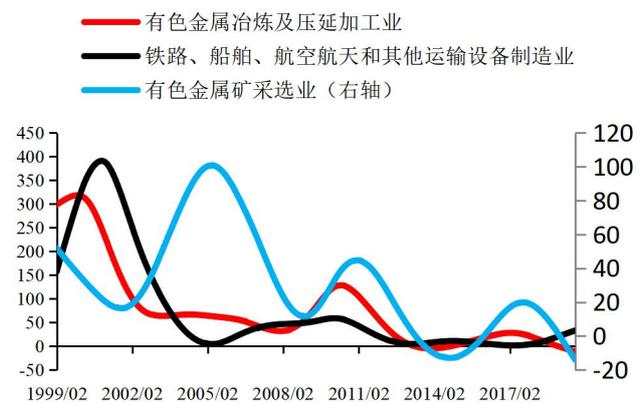
产业链内部，利润和库存呈现从下游向上游传导的变化。我们对比了黑色金属矿采选业（上游）和黑色金属矿冶炼及压延加工业（下游）的库存和利润变化，以及有色金属矿采选业（上游），有色金属冶炼及压延加工业（中游）和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（下游）的库存和利润变化，从多个样本来看，产业链内部利润和库存大部分呈现下游向上游传导的形态。

图 2: 黑色产业链的库存传导逻辑图 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 有色产业链的利润传导逻辑图 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

文中选取工业企业行业做板块对比数据。工业企业分采矿业，制造业，电力热力燃气和水的生产供应业三个大类，下分 41 个子行业，我们将选取其中 25 个涉及现有大宗商品上下游的行业用做商品行业比较<sup>2</sup>，选取如下

图 4: 工业企业行业对应的商品品种和板块

板块	品种	产业链所属位置	对应工业企业行业
农产品	玉米	中游	食品制造业
	玉米淀粉	下游	农副食品加工业
	糖	下游	酒、饮料和精制茶制造业
	纸浆	下游	造纸及纸制品业
	纸浆	下游	印刷业和记录媒介的复制
能化		上游	石油和天然气开采业
	甲醇、乙二醇	中游	化学原料及化学制品制造业
	燃料油	中游	石油、煤炭及其他燃料加工业

<sup>2</sup> 其中剔除开采专业及辅助性活动，其他采矿业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业，其他制造业，废弃资源综合利用业，金属制品、机械和设备修理业，水的生产和供应业，医药制造业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，非金属矿采选业，非金属矿制品业，燃气的生产和供应业，仪器仪表制造业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业

	PTA	中游	化学纤维制造业
	棉花、PTA	下游	纺织业
	棉花、PTA	下游	纺织服装、服饰业
	橡胶、PE、PP	下游	橡胶和塑料制品业
黑色	铁矿石	上游	黑色金属矿采选业
	焦炭、焦煤	上游	煤炭开采和洗选业
	螺纹、热卷	中游	黑色金属冶炼及压延加工业
	动力煤	中游	电力、热力的生产和供应业
有色		上游	有色金属矿采选业
	全品种	中游	有色金属冶炼及压延加工业
	全品种	下游	金属制品
	锌、镍、螺纹	下游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
	锌、螺纹、镍、铜	下游	通用设备制造业
	锌、螺纹、镍、铜	下游	专用设备制造业
	铝、铅	下游	汽车制造
	铜	下游	电气机械及器材制造业
	金、银	下游	计算机、通信和其他电子设备制造业

数据来源：华泰期货研究院

需要强调的是，受节日因素影响，工业企业利润数据仅更新到2019年12月。从静态的库存和利润来看，黑色金属矿采选业一枝独秀，黑色>有色>能化的结构明显。黑色板块表现最优，黑色金属矿采选业以396.5%和-3.4%的累积利润和产成品同比增速一枝独秀，处于主动补库阶段，但同时其中游黑色金属冶炼及压延加工业和上游表现两极分化，录得-37.6%和-3.7%的利润和库存增速属于主动去库阶段，可见此前黑色的利润已经明显从下游传导至上游，行情走到中后半段。而有色的下游行业中7个有6个都处于利润改善的主动补库或被动去库的区间，下游利润改善带动上游好转和补库仍有空间。能化的中下游6个行业中，有5个均处于利润下降，供大于求的被动补库或主动去库阶段。因此从静态的库存和利润图来看，黑色>有色>能化的结构明显。此外，和白糖相关的酒、饮料和精制茶制造业也处于主动补库存位置，但农产品更多需要观察供需面，一者工业企业对其覆盖有限，二来天气对农产品影响更为重要，因此这一块放在另一部分分析。

图 5: 行业的库存周期位置



数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们选用交叉相关分析法, 来研究同板块间下游对上游的领先滞后时间顺序。从有色板块来看, 其下游大部分行业均处于主动补库或被动补库的阶段, 其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业, 电气机械及器材制造业, 两个行业利润排名靠前, 对应的品种为铜、螺纹。

图 6: 有色行业的利润传导关系 (负数代表对基准的领先期数, 正数是滞后期数) 单位: 月

基准	有色金属矿采选业	有色金属冶炼及压延加工业	金属制品业	通用设备制造业	专用设备制造业	汽车制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电气机械及器材制造业
有色金属冶炼及压延加工业	0							
金属制品业	-1	3						
通用设备制造业	0	2	-2					
专用设备制造业	0	7	-3	-1				
汽车制造	-4	0	1	5	0			
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-7	2	-1	0	1	0		
电气机械及器材制造业	0	3	1	3	4	0	1	
计算机、通信和其他电子设备制造业	0	0	1	4	4	0	1	0

数据来源: 华泰期货研究院

从黑色块来看, 黑色金属矿采选业冠绝整个工业行业, 2019 年全年的利润累积同比增速高达 396.5%, 对同步的煤炭开采和洗选业有带动作用, 对应的品种为铁矿石和焦煤焦炭、动力煤。另外, 黑色和有色行业相对比来看, 黑色行业利润传导已经到上游行业, 而有色行业表现较好的是下游行业, 从传导空间来讲, 有色相对的上漲空间更大。

图 7: 黑色行业利润传导 (负数代表对基准的领先期数) 单位: 月

基准	黑色金属矿采选业	煤炭开采和洗选业	黑色金属冶炼及压延加工业	电力、热力的生产和供应业
黑色金属矿采选业				
煤炭开采和洗选业	2			
黑色金属冶炼及压延加工业	-1	7		
电力、热力的生产和供应业	-2	-1	1	

数据来源: 华泰期货研究院

从能化板块来看，整体板块分布在主动去库、被动补库区间较多，仅有橡胶和塑料制品业表现相对不错，对上游的化学纤维制造业有所支撑，对应的品种为橡胶和PTA。由于能化板块整体处于主动去库区间，下游盈利偏低，对上游支撑不足，因此排在工业品之后。

图 8： 能化行业的利润传导关系（负数代表对基准的领先期数，正数是滞后期数） 单位：月

基准	石油和天然气开采业	化学原料及化学制品制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	化学纤维制造业	纺织业	纺织服装、服饰业
化学原料及化学制品制造业	-7					
石油、煤炭及其他燃料加工业	-2	-2				
化学纤维制造业	-7	0	5			
纺织业	-1	-7	-7	-7		
纺织服装、服饰业	-5	5	-5	7	0	

数据来源：华泰期货研究院

## 复工下的行业情况分析

### • 四因素模型下的复工影响分析

沿用前文工业企业细分行业标的，为了分析复工对行业的影响，我们筛选出供给端（对运输依赖程度，库存水平），需求端（假期期间的销量下降额度，以及需求的可恢复性）四因素来分析在复工好转的背景下，哪些行业受益最明显。

复工的推进以及疫情得到控制下，运输和物流渠道将逐渐恢复，对运输依赖程度越高的行业受益最大。疫情冲击下，各省市对人员流动加强检验甚至管制，造成运输不畅与渠道堵塞。此立和锁佳过程受运检制的累上的行业些定在自下息关累上。我们根据 2017 年进入立

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6897](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6897)

