

宏观研究/动态点评

2020年07月27日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: Deal! 欧元复苏基金》2020.07
- 2《宏观: 外需渐复苏, 外贸显韧性》2020.07
- 3《宏观: 人民币汇率仍有稳的基础》2020.07

关注盈利改善的三条行业主线

6月工业企业利润点评

利润增速加快, 价格端的修复成为盈利改善主逻辑

1-6月工业企业利润累计同比-12.8%, 跌幅较前值收窄6.5个百分点; 当月同比+11.5%, 延续正增长, 增速较5月份明显加快。1-6月份, 工业企业营业收入累计同比-5.2%, 跌幅较前值收窄2.2个百分点。6月工业生产如期基本恢复到往年正常水平, 可选消费和工业基建等方面需求延续环比修复, 外需逐渐有小幅复苏势头, 疫情对企业经营的冲击有所缓和, 工业企业利润当月同比连续两个月转正。多类工业品价格延续向好, 我们预计三季度PPI环比正增长、同比触底回升, 产成品价格上涨将成为带动企业盈利继续修复的主逻辑。

引领盈利改善的行业集中在科技/基建/防疫物资相关三条主线

1-6月份, 多数上中游原材料行业盈利累计同比仍有较大跌幅、但较1-5月份跌幅收窄。上半年, 影响传统行业盈利大幅下行的主要因素包括国内/国际经贸形势复杂化、一季度工业产成品价格大幅下跌、疫情造成营业成本/收入占比上升等。上半年, 利润累计同比跌幅明显低于整体(或为正增长)的行业包括食品制造、纺织、造纸、医药、橡胶塑料、设备制造、计算机电子、仪器仪表等, 基本全都是下游加工制造业, 基本集中在高科技附加值行业、防疫物资相关行业、工业基建相关行业三条主线。

国内经济基本盘稳固, 有助于进一步稳定工业品价格预期

统计局指出, 二季度, 受基建项目加快推进、主要大宗原燃材料产品价格回升等因素影响, 原材料制造业利润同比降幅比一季度大幅收窄45.0个百分点。其中, 受成品油价格回升、原材料为低价库存原油双向影响, 石油加工行业二季度实现利润104.5亿元; 建材行业二季度利润同比增长6.5%, 一季度为同比下降34.0%; 化工、钢铁行业二季度利润同比降幅比一季度分别收窄43.0、21.6个百分点。国内经济需求基本盘较为稳固, 有助于稳定工业品价格预期, 推动PPI环比回升。在工业生产端大幅上行可能性较低的背景下, 我们认为未来盈利改善的主逻辑将主要来自产成品价格的环比回升。

降成本政策陆续见成效, 产成品价格上涨将支持营业利润率继续改善

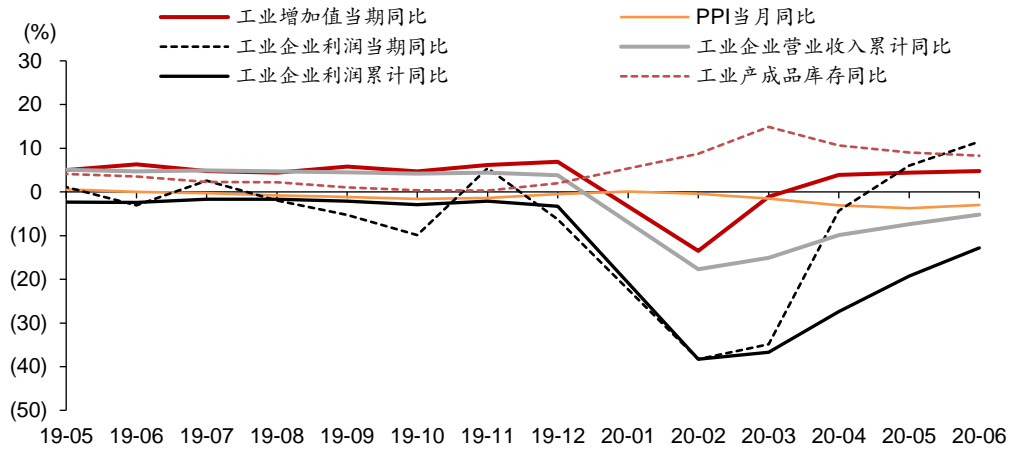
1-6月, 工业企业营业收入利润率为5.4%, 较前值改善0.4个百分点; 私营企业的营业收入利润率仍低于整体。分行业看, 1-6月金属加工业、石化产品加工类、设备机械类、计算机电子类营业利润率均较1-5月有明显改善。统计局指出, 6月份规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少0.22元, 为今年以来首次出现下降, 缓解了前期成本大幅上升给企业经营带来的压力。我们认为, 国家实施的定向降成本政策陆续见到成效, 价格端积极因素持续体现, 工业企业营业利润率有望延续环比改善。

去库存、以及未来可能的补库存, 或均呈现行业结构分化特征

6月末, 工业企业产成品周转天数为20天, 较前值继续下行0.9天; 工业企业产成品库存同比+8.3%, 连续三个月回落。今年2-3月, 工业品产成品库存同比持续走高, 我们认为反映了产品被动积压(生产>需求); 4-6月, 产成品周转天数缩短、产成品库存同比延续回落, 说明社零消费、基建等方面需求的复苏速度已逐渐超过生产。但受制于部分传统行业库存仍有积压的现实, 库存周期整体波动并不大, 去库存、以及未来可能的补库存, 或均呈现行业结构分化特征。我们判断, 下半年机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望领先进入主动补库存。

风险提示: 需求复苏不及预期, 库存积压时间长于预期, 企业盈利改善幅度不及预期。

图表1：6月份工业企业利润当月同比继续正增长，库存小幅回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：部分上中游原材料行业，利润累计同比表现热力图

变动 (pct)	0.0	3.2	3.3	1.8	43.3	6.4	10.4	3.3	16.9	14.3
利润总额累计同比 (%)	煤炭开采	石油开采	黑色采选	有色采选	燃料加工	化工制造	橡胶塑料	非金属	黑色冶炼	有色冶炼
2020-06	-31.2	-72.6	24.2	-13.5	-124.1	-32.2	14.0	-8.7	-40.3	-29.4
2020-05	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	-167.4	-38.6	3.6	-12.0	-57.2	-43.7
2020-04	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-213.3	-48.0	-11.9	-19.7	-60.4	-40.3
2020-03	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-187.9	-56.5	-30.9	-34.0	-55.7	-30.2
2020-02	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-116.7	-66.4	-52.9	-37.0	-34.4	28.3
2019-12	-2.4	1.8	396.5	-28.8	-42.5	-25.6	12.0	7.5	-37.6	1.2
2019-11	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	-47.2	-23.3	13.7	10.7	-42.3	8.7
2019-10	-2.1	3.4	189.5	-23.0	-51.2	-25.3	13.9	10.9	-44.2	5.4
2019-09	-3.2	7.9	178.0	-23.6	-53.5	-13.0	12.9	11.8	-41.8	8.1
2019-08	-4.3	7.3	180.8	-23.7	-53.1	-13.1	11.7	11.1	-31.3	9.7
2019-07	-3.8	12.9	232.1	-25.3	-50.6	-11.6	10.4	10.8	-25.1	6.0
2019-06	-7.1	17.8	327.3	-24.5	-53.6	-13.8	9.8	11.9	-21.8	3.1
2019-05	-9.4	24.0	229.0	-26.3	-51.3	-13.6	11.5	12.9	-22.4	2.6
2019-04	-16.5	19.7	185.2	-19.5	-50.2	-16.0	8.0	12.6	-28.1	-6.6
2019-03	-18.0	10.3	164.6	-14.9	-54.5	-17.8	11.1	13.6	-44.5	-12.6
2019-02	-23.2	-5.7	130.4	-26.0	-70.4	-27.2	-6.7	3.1	-59.0	-34.5

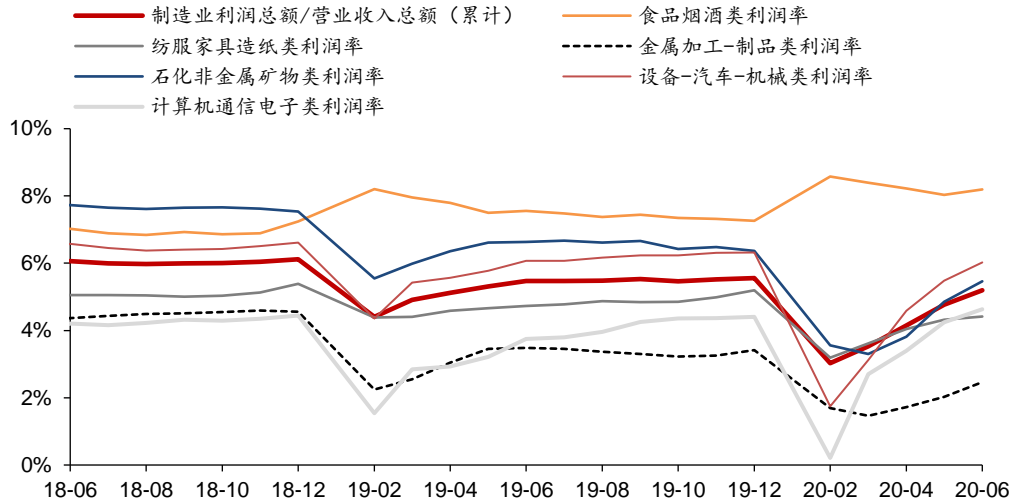
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：中下游行业利润累计同比，较前值(1-5月)普遍改善较大

变动 (pct)	(4.2)	6.5	4.7	6.4	(5.6)	2.6	5.4	4.1	12.8	1.7	5.2	(7.5)
利润总额累计同比 (%)	农副食品	食品制造	纺织业	家具制造	造纸制品	医药制造	通用设备	专用设备	汽车	运输设备	电气机械	通信电子
2020-06	14.8	4.0	-5.6	-29.9	0.0	2.1	-1.1	20.7	-20.7	-4.8	-6.4	27.2
2020-05	19.0	-2.5	-10.3	-36.3	5.6	-0.5	-6.5	16.6	-33.5	-6.5	-11.6	34.7
2020-04	20.0	-13.0	-19.8	-37.2	5.5	-7.4	-17.6	-3.1	-52.1	-11.7	-22.9	15.0
2020-03	11.2	-27.4	-38.8	-47.8	-5.5	-15.7	-39.9	-34.7	-80.2	-33.2	-47.0	-12.0
2020-02	2.2	-33.5	-59.3	-67.5	-22.5	-10.9	-62.3	-55.1	-79.6	-75.3	-68.2	-87.0
2019-12	3.9	9.1	-10.9	10.8	-9.1	5.9	3.7	12.9	-15.9	11.9	10.8	3.1
2019-11	8.3	11.1	-7.0	18.2	-10.7	10.0	4.4	13.6	-13.9	8.7	13.3	4.1
2019-10	5.1	8.7	-6.4	17.8	-17.0	10.6	2.8	12.0	-14.7	13.1	15.0	6.0
2019-09	3.5	11.5	-4.3	18.9	-20.2	10.0	3.0	12.9	-16.6	22.7	13.5	3.6
2019-08	2.5	12.5	-3.4	14.7	-21.9	9.5	4.3	13.3	-19.0	27.6	15.8	-2.7
2019-07	0.9	14.6	0.1	13.4	-23.7	9.3	5.1	14.3	-23.2	26.5	15.6	-6.3
2019-06	-2.0	13.5	-0.1	13.4	-25.4	9.4	5.5	16.6	-24.9	33.2	13.0	-7.9
2019-05	-3.7	17.3	3.2	13.5	-30.3	10.9	7.4	17.7	-27.2	42.9	15.9	-13.0
2019-04	-4.9	17.7	3.7	15.8	-31.0	9.7	7.3	17.9	-25.9	67.6	14.5	-15.3
2019-03	-4.7	18.9	3.6	17.1	-24.7	7.6	18.4	32.8	-25.0	63.6	21.2	-7.0
2019-02	-5.5	11.2	-11.3	-1.3	-27.7	4.2	0.8	14.0	-42.0	83.7	10.9	-21.6

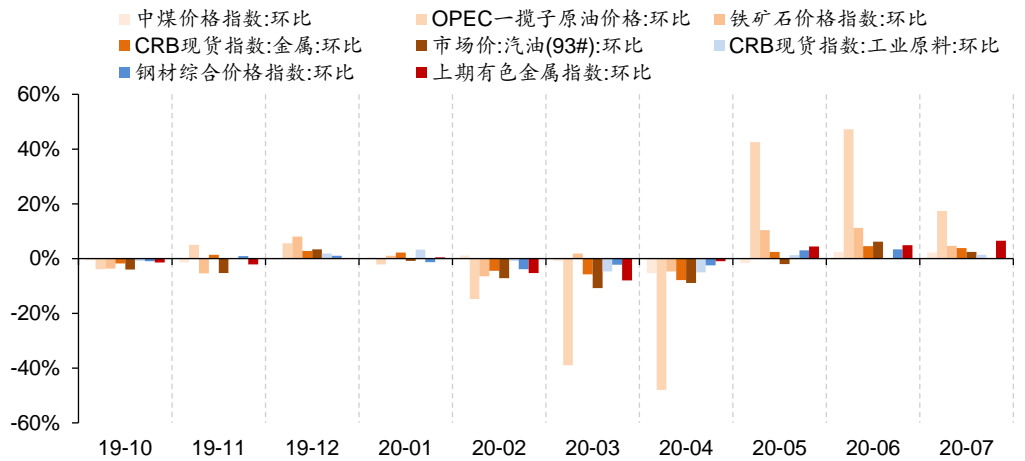
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：1-6月金属加工业、石化产品加工、设备机械、计算机电子营业利润率均较1-5月有明显改善



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：7月份以来，多项工业品价格环比继续上涨



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

需求复苏不及预期，库存积压时间长于预期，企业盈利改善幅度不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司