

宏观研究/动态点评

2020年08月28日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：生产优势继续体现》2020.08
- 2《宏观：关注盈利改善的三条行业主线》2020.07
- 3《宏观：Deal! 欧元复苏基金》2020.07

量价回暖带动盈利持续修复

7月工业企业利润点评

利润增速加快回升，盈利修复态势可持续

1-7月工业企业利润累计同比-8.1%，跌幅较前值收窄4.7个百分点；当月同比+19.6%，自5月份转正以来，当月增速连续加快。1-7月份，工业企业营业收入累计同比-3.9%，跌幅较前值收窄1.3个百分点。7月份，基建投资修复主线较为明确、外贸需求呈现回暖、工业产成品价格PPI环比连续正增长，对工业企业盈利的改善起到较明显的正向拉动。上游原材料价格上涨向中下游传导存在一定的滞后效应，而内需和外需温和复苏的态势或仍持续，我们预计三季度工业企业盈利有望继续修复，装备制造业、高技术制造业盈利的改善可能更为突出。

汽车、电子、通用/专用设备装备制造业是7月盈利改善主线

1-7月份，利润累计同比跌幅明显低于整体（或为正增长）的主要行业包括食品加工、造纸、家具、医药、橡胶塑料、通用/专用设备制造、计算机电子、仪器仪表等。7月份，盈利改善逻辑进一步集中到兼具需求复苏和科技属性的装备制造业领域。根据统计局表述，7月份，升级类电子产品需求上升，电子行业利润同比增长38.6%，比6月份加快27.6个百分点；通用和专用设备行业利润增速加快在6-9个百分点之间；汽车行业受益于销售回暖和投资收益增加，利润当月增速大幅上升至125.5%。统计局表示，初步测算，装备制造业拉动7月份整体工业企业利润增长13.8个百分点。

内部产业链的完善，有助于在盈利分配端“留存”利润在国内

7月份政治局会议首次将“双循环”的新发展格局写入政治局会议文件，我们认为，在外部环境不确定性加大的背景下，完善和稳定内部产业链供应链、加快释放内需潜力的诉求更为急迫。今年工业企业利润增速从年初的“挖深坑”、到二三季度得以迅速修复，我国较为完善的工业体系、良好的疫情防控能力、广阔的国内市场优势成为坚实后盾。随着“双循环”的战略发展方向进一步明确，需求和生产端要素间的耦合度有望进一步提升。强调内部产业链的完善、尤其是关键技术要素的自主可控，有助于在国际产业链的盈利分配端，将利润“留存”在国内。

营业成本继续下降，上游涨价有望逐渐向下游传导，营业利润率继续改善

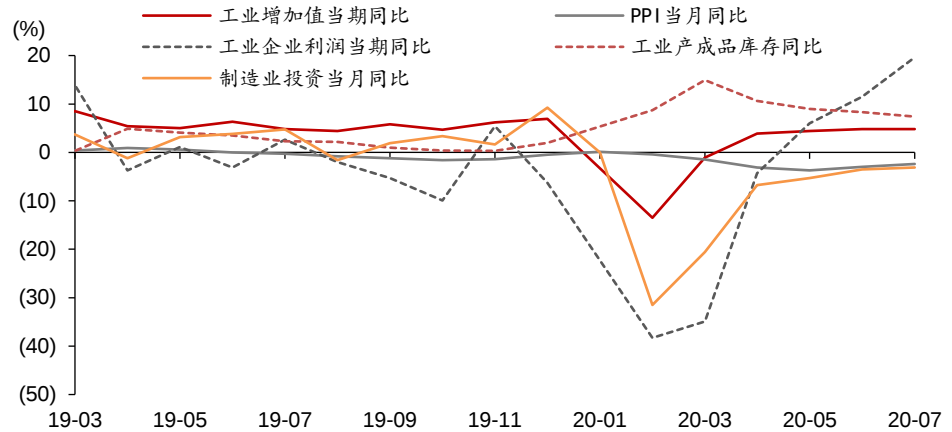
1-7月，工业企业营业收入利润率为5.6%，较前值改善0.2个百分点；其中，装备制造业利润率较1-6月份环比改善幅度最大。统计局指出，今年以来“降成本”成为政策主要发力点，大规模减税降费、降低企业用电、用地及租金成本等惠企政策陆续落地。7月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少0.67元，连续2个月同比下降。目前看来，受益于需求向好预期，部分工业金属和建材价格稳中有升，考虑上游涨价逐渐向下游传导的机制，中下游产成品价格仍有改善空间。结合降成本政策继续落实、效力显现，工业企业营业利润率有望延续环比改善。

库存继续缓步去化，装备制造业或领先进入补库存

7月末，工业企业产成品周转天数为19.7天，较前值继续下行0.3天；工业企业产成品库存同比+7.4%，连续四个月回落，显示市场需求状况持续改善。受本轮地产周期性特征不明确、今年经济更注重内生修复而非逆周期刺激等因素影响，部分传统行业库存仍有积压，本轮库存周期整体波动并不大。我们认为目前的去库存幅度平缓，未来可能出现的补库存可能呈现行业结构分化。我们判断，下半年机械设备、通用/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1：7 月份工业企业利润当月同比增速明显加快



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

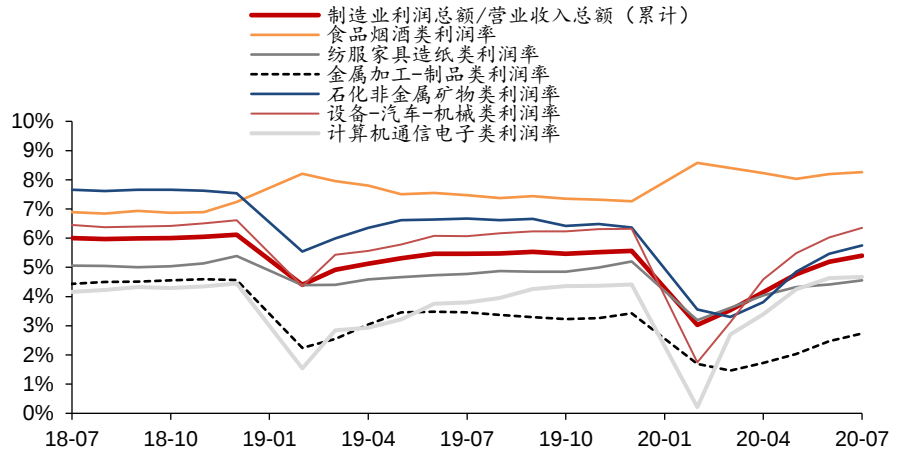
变动 (pct)	(1.6)	0.5	0.1	5.3	16.2	4.6	1.4	2.5	8.3	16.7
利润总额累计同比 (%)	煤炭开采	石油开采	黑色采选	有色采选	燃料加工	化工制造	橡胶塑料	非金属	黑色冶炼	有色冶炼
2020-07	-32.8	-72.1	24.3	-8.2	-107.9	-27.6	15.4	-6.2	-32.0	-12.7
2020-06	-31.2	-72.6	24.2	-13.5	-124.1	-32.2	14.0	-8.7	-40.3	-29.4
2020-05	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	-167.4	-38.6	3.6	-12.0	-57.2	-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

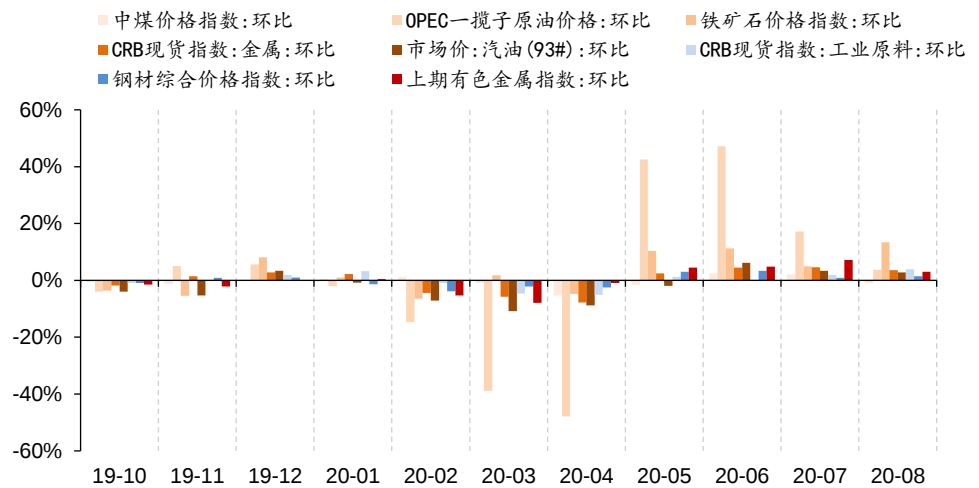
图表3：装备制造业利润累计同比改善幅度较大

变动 (pct)	5.3	4.5	2.6	3.4	5.5	2.9	4.3	3.4	14.8	3.2	2.4	1.5
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
2020-07	20.1	8.5	-3.0	-26.5	5.5	5.0	3.2	24.1	-5.9	-1.6	-4.0	28.7
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： 装备制造业营业收入利润率改善幅度相对最大

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 8 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。

一般声明及披露

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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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门、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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_2930

