

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

哪些行业能在中报脱颖而出?

2023年6月29日

摘要:

二季度以来行业基本面与股价背离较为严重。伴随A股进入二季报密集披露期,市场对业绩的关注度或将明显提升。我们沿着高景气与困境反转两个维度,对中报可能表现较好的行业进行了研判。

- **二季度以来行业基本面与股价背离较为严重。**今年二季度以来经济复苏动能走弱,企业利润增速维持在-20%左右的低区间,A股市场风格处于“存量资金博弈+主题投资”的状态。7月将进入A股二季报的披露期,目前已有部分公司公布了业绩预告。我们认为,未来的一段时间,市场可能更多聚焦于中报业绩确定性强的板块以及超跌反弹的板块。
- **二季报表现较好的行业主要集中在下游制造业、下游消费品行业。**我们综合利润增速与营收增速两个维度衡量行业的景气度。整体来看,下游制造业中的电气机械、汽车制造、通用设备制造业,下游消费品中的酒饮料和精制茶,公用事业中的电力热力的生产和供应,这五个行业的利润增速与营收增速均排名靠前。困境反转则选用5月累计同比与3月累计同比之间的差值,再从中选出3月基本面较差的行业,较为符合困境反转的定义,这些行业有下游制造业中的专用设备、仪器仪表,以及下游消费品中的皮革毛皮制品、文教工美。投资者可重点关注文中整理的业绩高增、业绩出现拐点的方向。
- **5月工业企业利润降幅小幅收窄,利润进一步向下游制造业集中。**根据三因素框架拆解本期工业企业利润,利润率改善是利润降幅缩窄的主要原因。我们判断,伴随PPI同比在6月触底,下半年工业企业利润增速有望逐步上升。结构上,5月下游制造业利润占比连续4个月上升,利润进一步向下游制造业集中。另外,随着消费需求不断恢复,消费品制造业利润降幅较4月份大幅收窄。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、哪些行业在中报能脱颖而出?	3
二、工业企业利润降幅小幅收窄	5
三、利润进一步向下游制造业集中	6
四、企业延续去库存	7
风险因素	8

图目录

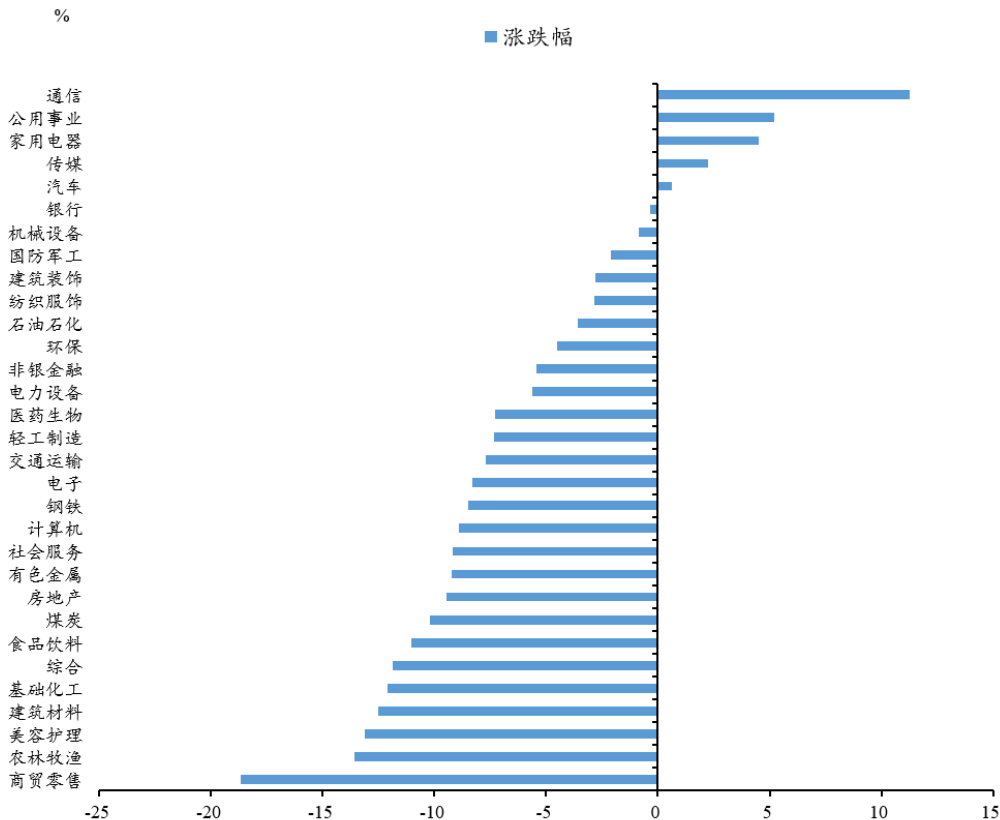
图 1: 4月3日-6月27日之间各行业涨跌幅	3
图 2: 各行业利润/营收增速排名	4
图 3: 各行业利润/营收增速差(5月-3月)	4
图 4: 5月工业企业利润累计同比跌幅小幅收窄	5
图 5: 工业企业利润率处于历史较低水平	6
图 6: 成本率上升, 费用率小幅下降	6
图 7: 大类行业利润占比	7
图 8: 企业产成品存货同比下降	7

一、哪些行业在中报能脱颖而出？

二季度以来行业基本面与股价背离较为严重。今年二季度以来经济复苏动能走弱，企业利润增速维持在-20%左右的低区间，A股市场风格处于“存量资金博弈+主题投资”的状态。4月3日-6月27日之间，涨跌幅排名靠前的板块为TMT（通信、传媒），中特估（银行、国防军工），以及偏防御的板块（公用事业）。

伴随A股进入二季报密集披露期，市场对业绩的关注度或将明显提升。7月将进入A股二季报的披露期，目前已有部分公司公布了业绩预告。我们认为，未来的一段时间，市场可能更多聚焦于中报业绩确定性强的板块以及超跌反弹的板块。

图 1：4月3日-6月27日之间各行业涨跌幅



资料来源：万得，信达证券研发中心

工业企业利润与A股非金融企业利润的同步性较高，可以帮助我们更准确地评估行业基本面的强弱。月度发布的工业企业利润数据相对于季度发布的上市公司财报，时效性更高，因此工业企业利润数据可以帮助我们预测企业盈利的变动趋势。

那么哪些行业的基本面能在二季报中脱颖而出？我们沿着（1）高景气、（2）困境反转，两条逻辑进行研判。

首先，我们综合利润增速与营收增速两个维度衡量行业的景气度。整体来看，景气度较高的行业集中在下游制造业、下游消费品行业以及公用事业。下游制造业中的电气机械、汽车制造、通用设备制造业，下游消费品中的酒饮料和精制茶，公用事业中的电力热力的生产和供应，这五个行业的利润增速与营收增速均排名靠前。

图 2：各行业利润/营收增速排名

排名	行业	利润增速 (%)	行业	营收增速 (%)
1	电力、热力的生产和供应	45.9	电气机械	15.1
2	运输设备	35.5	汽车制造	14.3
3	电气机械	29.2	计算机通信	7.8
4	汽车制造	24.3	燃气生产和供应业	7.7
5	通用设备制造	23.4	运输设备	7.6
6	仪器仪表制造	14.5	酒、饮料和精制茶	6.3
7	水的生产和供应业	12.5	烟草制品	5.9
8	酒、饮料和精制茶	11.5	农副食品加工	5.4
9	非金属矿采选	5.9	电力、热力的生产和供应	5.3
10	烟草制品	5.9	通用设备制造	5.0
11	橡胶和塑料制品业	3.3	水的生产和供应业	4.8
12	有色金属矿采选	1.3	专用设备制造	2.8
13	燃气生产和供应业	0.5	食品制造	2.3
14	专用设备制造	-0.1	有色金属冶炼	0.3
15	食品制造	-0.5	燃料加工业	-0.1
16	木材加工	-5.4	有色金属矿采选	-0.8
17	家具制造业	-7.4	文教、工美、体育和娱乐用品	-1.7
18	纺织服装、服饰业	-8.2	化学纤维制造业	-3.0
19	文教、工美、体育和娱乐用品制造	-8.3	金属制品业	-3.4
20	石油和天然气开采业	-9.9	医药制造业	-3.8

资料来源：万得，信达证券研发中心

困境反转则选用5月累计同比与3月累计同比之间的差值。5月利润与营收增速较3月改善较为显著的行业有汽车制造、皮革毛皮制品、通用设备、仪器仪表、文教工美、家具制造等行业。再从中选出3月基本面较差的行业，较为符合困境反转的定义，这些行业有下游制造业中的专用设备、仪器仪表，以及下游消费品中的皮革毛皮制品、文教工美。

图 3：各行业利润/营收增速差（5月-3月）

排名	行业	利润增速差 (%)	行业	营收增速差 (%)
1	汽车制造	48.5	汽车制造	13.0
2	通用设备制造	16.0	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	5.8
3	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	15.1	通用设备制造	4.8
4	橡胶和塑料制品业	12.5	文教、工美、体育和娱乐用品制造	4.3
5	仪器仪表制造	12.5	化学纤维制造业	3.8
6	水的生产和供应业	12.5	计算机通信	3.1
7	专用设备制造	10.0	家具制造业	2.7
8	黑色金属冶炼	9.1	烟草制品	2.6
9	燃气生产和供应业	8.7	仪器仪表制造	2.2
10	计算机通信	8.3	运输设备	2.0
11	文教、工美、体育和娱乐用品制造	7.6	橡胶和塑料制品业	1.8
12	纺织业	6.2	专用设备制造	1.8
13	金属制品业	5.9	纺织服装、服饰业	1.6
14	纺织服装、服饰业	5.4	电气机械及器材制造	1.6
15	家具制造业	5.2	纺织业	1.3
16	黑色金属矿采选业	5.0	食品制造	1.1
17	非金属矿物制品业	4.7	金属制品业	1.0
18	化学纤维制造业	4.5	造纸及纸制品	0.9
19	有色金属冶炼	4.5	印刷业和记录媒介的复制	0.5
20	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.3	非金属矿物制品业	0.5

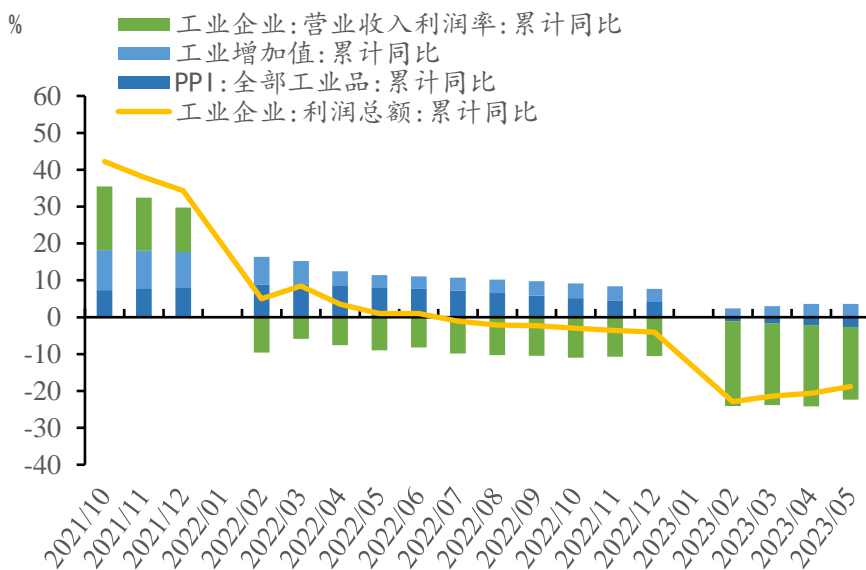
资料来源：万得，信达证券研发中心

根据我们的整理，二季报表现较好的行业主要集中在下游制造业、下游消费品行业。我们判断，中上游行业受到地产的负面影响，盈利能力相对较弱，后续景气度改善较依赖于政策推动。投资者可重点关注前文中整理的业绩高增、业绩出现拐点的方向。

二、工业企业利润降幅小幅收窄

工业企业利润降幅小幅收窄。1—5月份，规上工业企业利润同比下降18.8%，降幅较1—4月份收窄1.8个百分点。单月来看，5月份，全国规模以上工业企业利润同比下降12.6%，降幅较4月份收窄5.6个百分点，连续三个月收窄。

图 4：5月工业企业利润累计同比跌幅小幅收窄



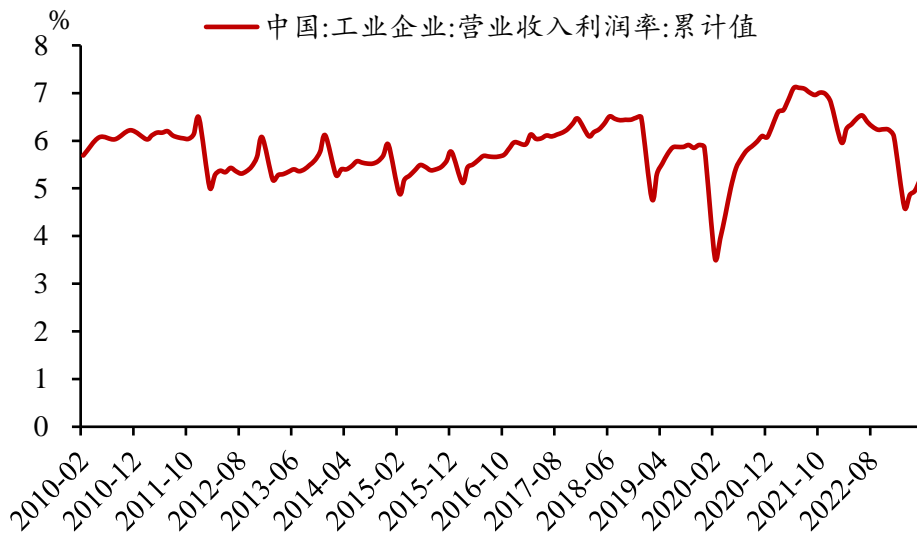
资料来源：万得，信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，利润率改善是利润降幅缩窄的主要原因。

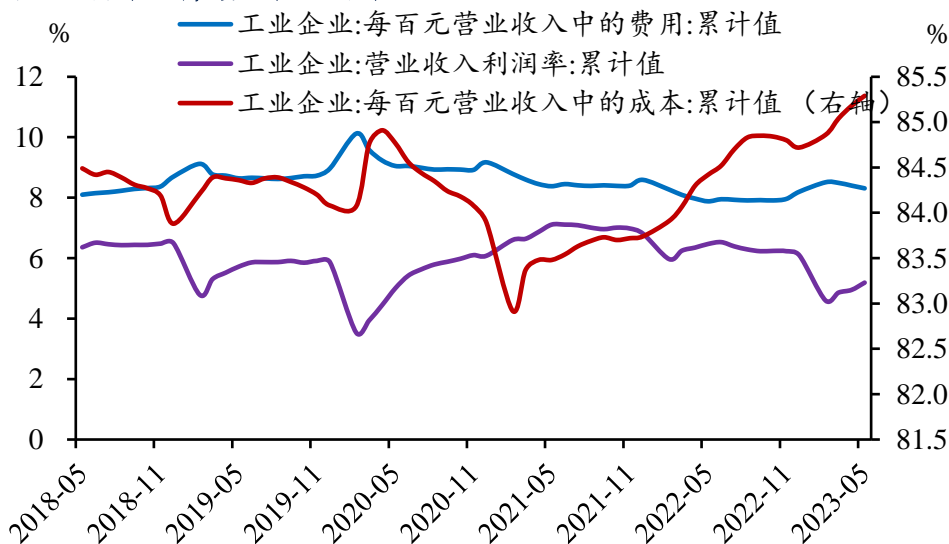
工业增加值方面，5月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，比4月放缓2.1个百分点。

PPI方面，5月PPI同比增速为-4.6%，4月同比为-3.6%。1-5月营业收入同比增长0.1%，较1-4月下降0.4个百分点，也是营业收入同比增速今年以来首次下降，“量”和“价”均对营收形成拖累。

利润率方面，1-5月利润率为5.19%，同比下降1.21个百分点，1-4月为下降1.3个百分点。利润率的反弹是利润同比降幅缩窄的主要原因。但整体来看，利润率依然处于历年同期的较低水平。进一步拆解成本率和费用率，本期成本率为85.29%，较上期上升0.11个百分点，说明价格的下跌降低了企业的盈利能力。费用率为8.31%，较上期下降0.09个百分点。我们认为，费用率下降与各省推出的减税降费惠企政策有关。例如云南省部署《云南省2023年减税降费惠企政策清单》的相关政策，扩大按月全额退还增值税增量留抵税额、一次性退还存量留抵税额政策范围至制造业、批发零售业等13个行业企业。

图 5：工业企业利润率处于历史较低水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

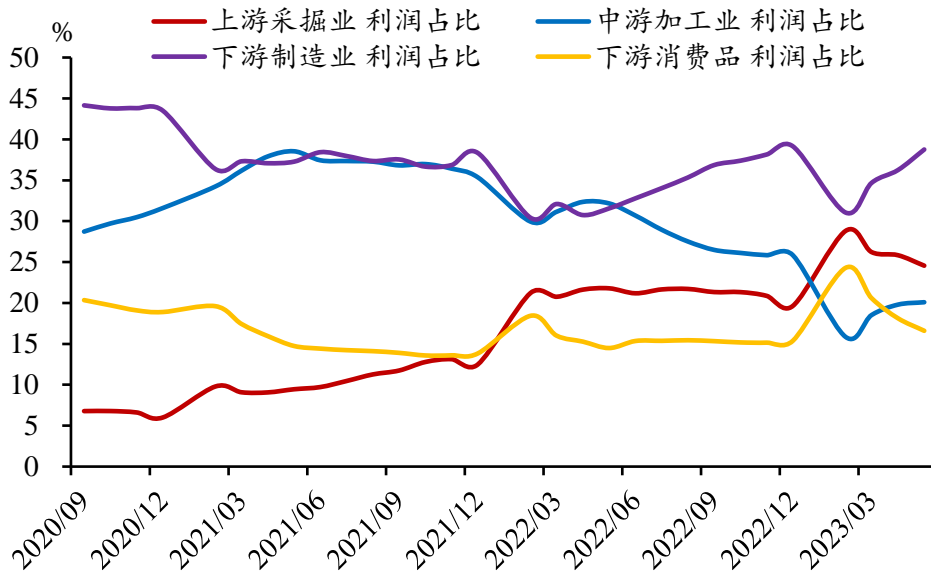
图 6：成本率上升，费用率小幅下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们判断，伴随 PPI 同比在 6 月触底，下半年工业企业利润增速有望逐步上升。由于 PPI 既能从价格的维度直接与利润相关联，还对利润率有较大影响，目前利润恢复的最大阻力在于 PPI。由于基数原因 PPI 大概率于 6 月触底，并在 7 月后回升，我们可以判断利润同比增速有望在下半年有所改善。

三、利润进一步向下游制造业集中

利润进一步向下游制造业集中。5 月下游制造业利润占比连续 4 个月上升。受汽车销售较快增长、新能源汽车产销两旺、投资收益增加等因素共同作用，汽车制造业利润增长 1.02 倍；电气机械行业受光伏设备、锂离子电池等新能源产品带动，利润增长 27.3%；通用设备、专用设备、仪器仪表行业受中央空调、医疗设备、工业自动控制系统等产品带动，利润分别增长 30.9%、27.7%、26.6%。

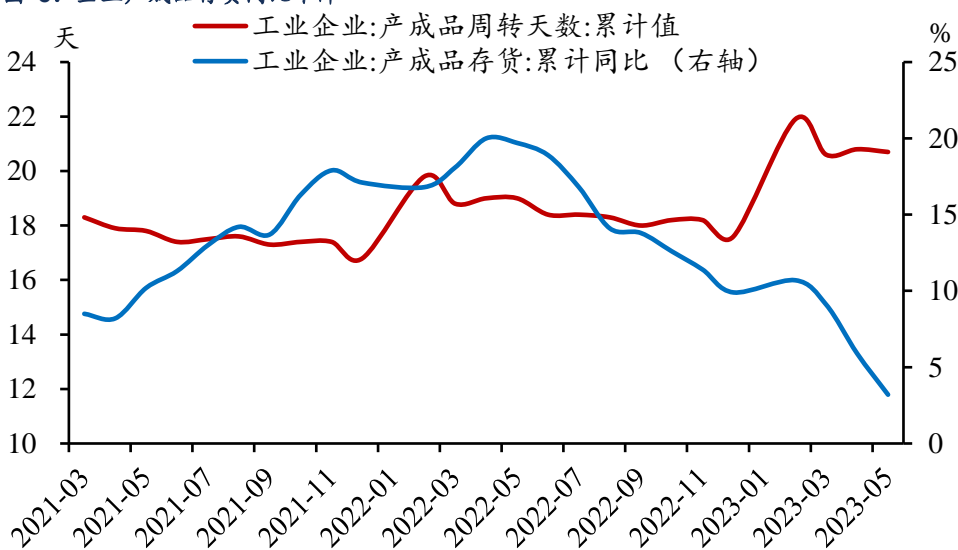
图 7：大类行业利润占比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

另外，下游消费品利润降幅收窄。5 月份，随着消费需求不断恢复，消费品制造业利润降幅较 4 月份大幅收窄。其中，皮革制鞋、纺织服装行业利润同比分别增长 1.05 倍、47.0%，盈利改善明显；酒饮料精制茶、食品制造业利润分别增长 10.3%、8.4%，增速分别加快 8.4、2.9 个百分点；医药制造业利润降幅收窄 22.0 个百分点。

四、企业延续去库存

企业延续去库存。5 月末，产成品存货 6.14 万亿元，增长 3.2%，增速较 4 月末下降 2.7 个百分点，显示出企业延续去库存。目前库存周期的走向与我们在前期报告《库存周期的再探讨》中的预测一致。往后看，我们认为新一轮库存周期最早三季度末启动。

图 8：企业产成品存货同比下降


资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com

华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副 总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副 总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。