2021 年 07 月 02 日

中报前瞻：周期的秀场

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

相关研究报告

《投资策略专题-割裂的市场与被遗忘的通胀——风格洞察与性价比追踪系列（六）》-2021.7.1

《投资策略专题-开源金股，7 月推荐》-2021.6.29

《投资策略专题-十字路口的停留——资金跟踪系列之二十三》-2021.6.28

● **从三大透视镜看中报**

自六月以来，市场逐渐进入“中报季”，投资者对于如何寻找业绩超预期行业的关注度大幅提升。我们利用了工业企业利润、分析师预期变动、中报预告等三个维度来对中报业绩进行合理预期。

● **从工业企业利润透视中报：上游原材料行业的优势明显**

通胀仍未离开，其对盈利的影响即将在中报里体现。我们在周报《市场将重新定价通胀》中提到：由于本轮经济中，并未有效形成需求扩张→供给扩张的正反馈机制，**中上游企业盈利在高位的持续时间将被拉长。这一结论在工业企业利润中得到证实，**整体而言，多数行业的工业企业利润增速当季同比处于历史同期 50%分位点以上，中下游制造业利润因上游原材料的价格上涨而受到广泛侵蚀的现象似乎并没有投资者担忧的严重，而以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前，在历史同期上也处于高位，产业链利润正在向上转移过程中。

● **从预告到预期：上游原材料、交运及电子超预期概率高**

常用的以单家或几家公司的预告来代表全行业业绩的方法并不严谨，但如果再加入分析师预期，准确性就得到提升。我们发现，在 2021 年 6 月份，**在石油石化、煤炭、基础化工、电子、交通运输等行业内部，分析师一致预期上调的个股占比横向和纵向维度上都较高，而以上行业公司业绩预喜率也同样名列前茅，**预告业绩超出了分析师前期的预期，是上述行业内分析师预期普遍上调的重要动因，也说明了两者结合使用的必要性和有效性。需要注意的是，近期备受关注的电力设备及新能源板块内部个股可能业绩分化及超预期的分化都较大，在披露预告的 26 家公司中，预喜率仅有 77%，在所有行业中处于中等偏下水平，而盈利预测上调家数却在所有行业中处于中等偏上水平。

● **确定性的好：不要忽视通胀的力量**

无论用哪种方法，我们会发现通胀的力量总是能够显现出来，**以煤炭、石油化工、钢铁、有色为代表的上游原材料业绩几乎是“确定性的好”，而且更进一步的是，这种“好”此前可能并未被完全预期到，**这就体现在了分析师在 6 月份普遍上调上述行业盈利预测的行为上。与“确定性的好”相对应的是：**第一，中下游制造业并非与上游原材料是零和关系，业绩不是“确定性的差”；第二，在面对被认为高景气的制造业时，市场可能需要逐渐去认知到个股之间业绩分化的风险，这意味着选对“赛道”还远远不够，“择股”也非常重要。**此外，交通运输、电子的业绩预告、盈利预测都表现良好，这带来了比“涨价”更受欢迎的好消息，两个行业分别作为整个社会经济活动的连接器和新兴产业所依赖的“大宗商品”，它们景气也意味着通胀可能并不单单由资源端供给不足而导致的涨价所带来。最后我们结合行业分析师意见给出中报业绩有望超预期的行业中的优质个股挑选。

● **风险提示：**测算误差，代表性误差。

目 录

1、 从工业企业利润透视中报：上游原材料行业的优势明显 3
2、 从预告到预期：上游原材料、交运及电子超预期概率高 5
3、 确定性的好：不要忽视通胀的力量 6
4、 风险提示 7

图表目录

图 1： 在上一轮 PPI 见顶回落后，吨钢毛利短期下滑，而后再度向上攀升 3
图 2： 在上一轮 PPI 见顶回落后，上游原材料（工业金属与煤炭）的 ROE 依然处于改善区间 3
图 3： 工业企业利润增速同比与全部 A 股（非金融）利润增速同比走势高度类似 4
图 4： 以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前 4
图 5： 盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高 5
图 6： 盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高 6

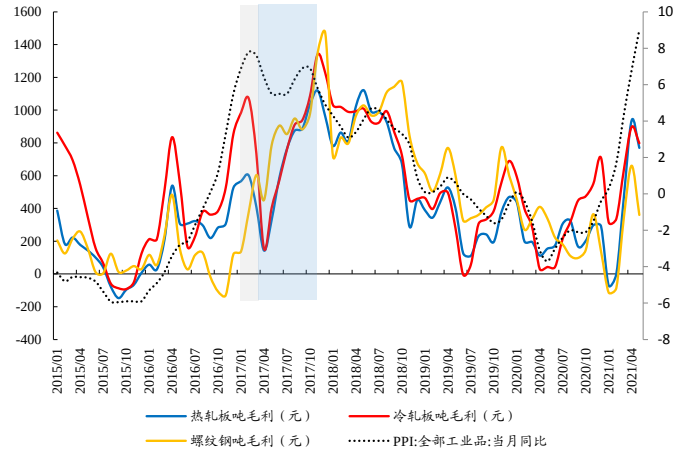
表 1： 中报业绩有望超预期的行业中的优质个股挑选 7

自六月以来，市场逐渐进入“中报季”，投资者对于如何寻找业绩超预期行业的关注度大幅提升。然而由于业绩预告不再强制披露，且公布正式半年度财报的截止日期（8 月 31 日）与报告期（6 月 30 日）之间存在较大的时滞，我们需要寻找一些更高频、且与利润明显相关的指标来提前把握行业的未来业绩表现。

1、 从工业企业利润透视中报：上游原材料行业的优势明显

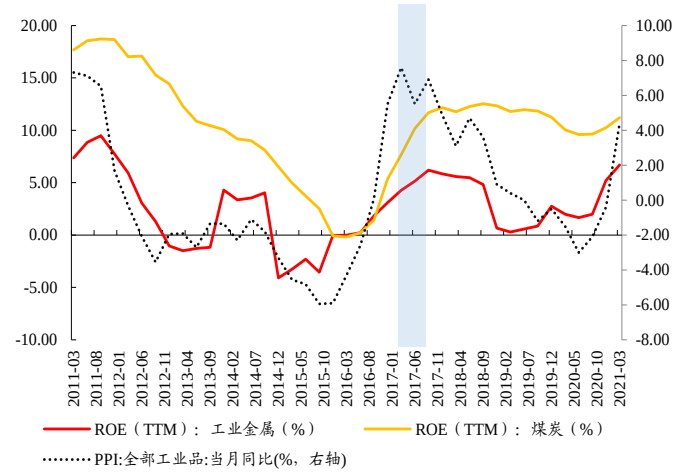
通胀仍未离开，其对盈利的影响即将在中报里体现。我们在周报《市场将重新定价通胀》中提到：由于本轮经济中，并未有效形成需求扩张→供给扩张→同时带来再投资需求→供给进一步扩张的正反馈机制，同样地，在经济因为价格上涨而阶段性走弱时，本身也不会出现加速向下的循环，因此中上游企业盈利在高位的持续时间将被拉长。当然这必然需要盈利的持续验证作为支撑：从过往经验看，从钢铁吨钢毛利变化来看，在 2016 年至 2017 年上一轮 PPI 见顶回落后，吨钢毛利短期下滑，而后再度向上攀升；而煤炭与工业金属的盈利能力仍在不断改善。

图1：在上一轮 PPI 见顶回落后，吨钢毛利短期下滑，而后再度向上攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

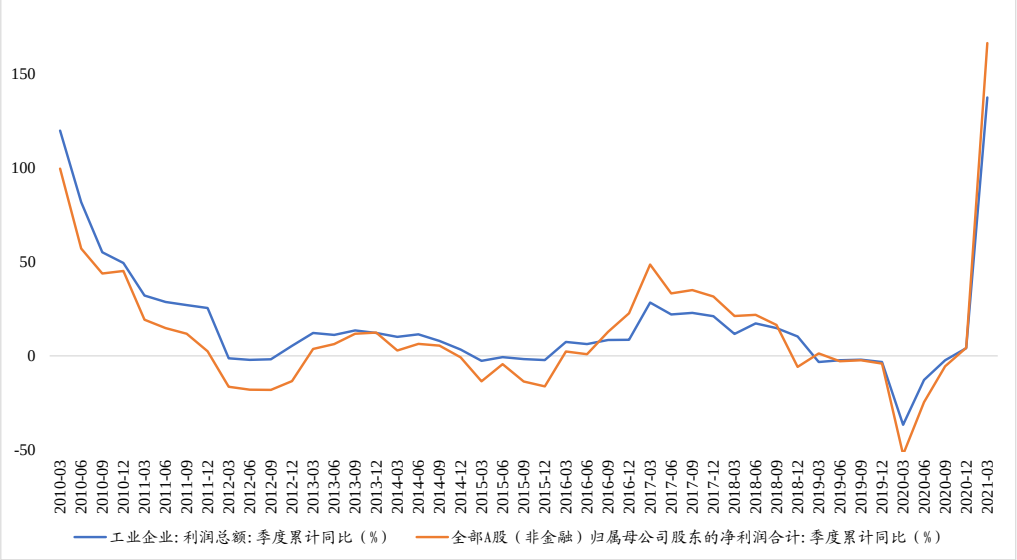
图2：在上一轮 PPI 见顶回落后，上游原材料（工业金属与煤炭）的 ROE 依然处于改善区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

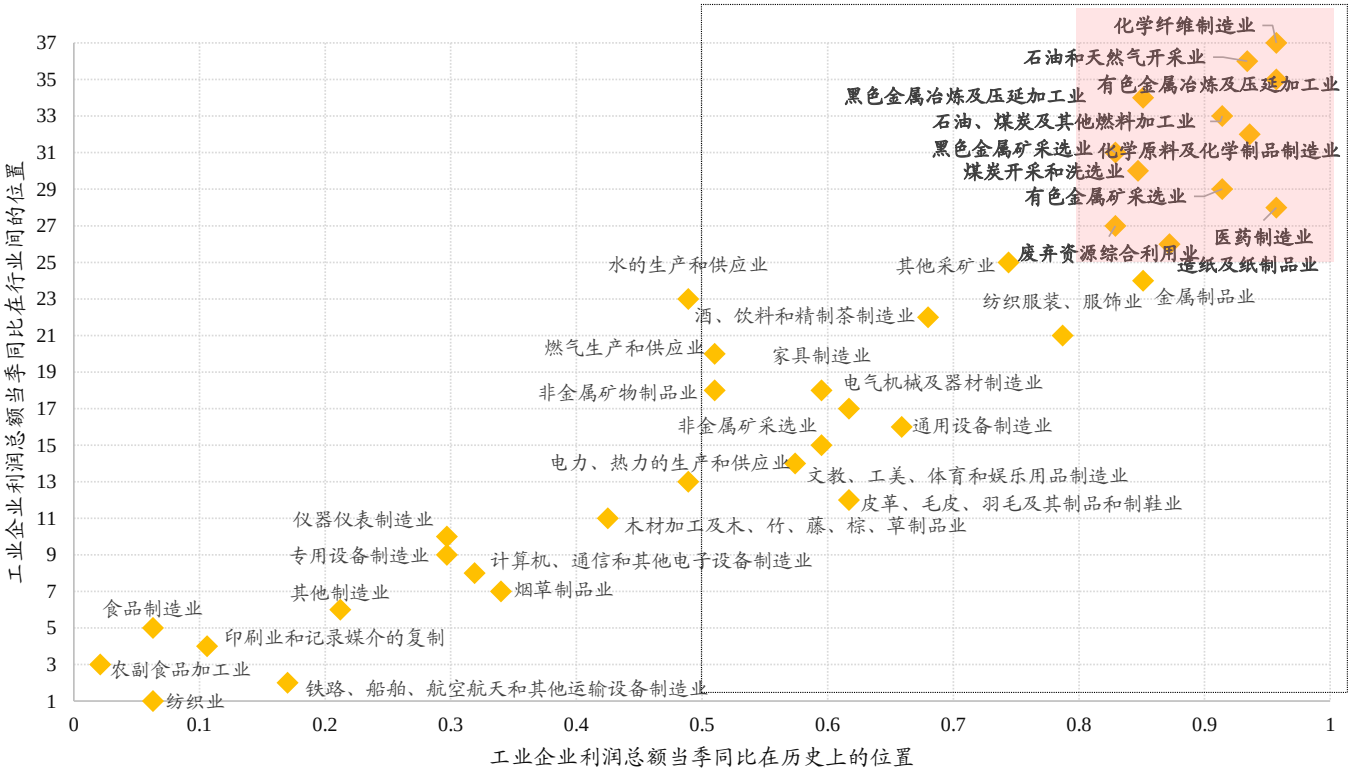
以工业企业利润作为财报前瞻指标，我们预计中下游业绩不差，而上游原材料板块的业绩增速将体现出明显的相对和绝对优势。从历史上看，工业企业利润增速同比与全部 A 股（非金融）利润增速同比走势高度类似，而工业企业利润数据月度公布，因此我们采用工业企业利润增速的当季表现来提前把握上市公司的中报业绩。通过比较当前工业企业利润当季同比在历史同期的位置与横向各个行业间的位置，我们可以发现：整体而言，多数行业的工业企业利润增速当季同比处于历史同期 55%分位点以上，正如我们在一季报业绩分析中的拆解分析所得出的结论那样，由于下游需求的旺盛，中下游制造业（例如纺织服装，家具制造，酒、饮料和精制茶制造、电气机械及器材制造等行业）利润因上游原材料的价格上涨而受到广泛侵蚀的现象似乎并没有投资者担忧的严重，仅有仪器仪表、印刷业和记录媒介的副职业、食品制造业等少数中下游制造业业绩的历史分位数较低；而**以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块**的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前，在历史同期上也处于高位，产业链利润正在向上转移过程中。

图3：工业企业利润增速同比与全部 A 股（非金融）利润增速同比走势高度类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：工业企业利润总额当季同比采用的是历年 3 月至 5 月的数据。

2、 从预告到预期：上游原材料、交运及电子超预期概率高

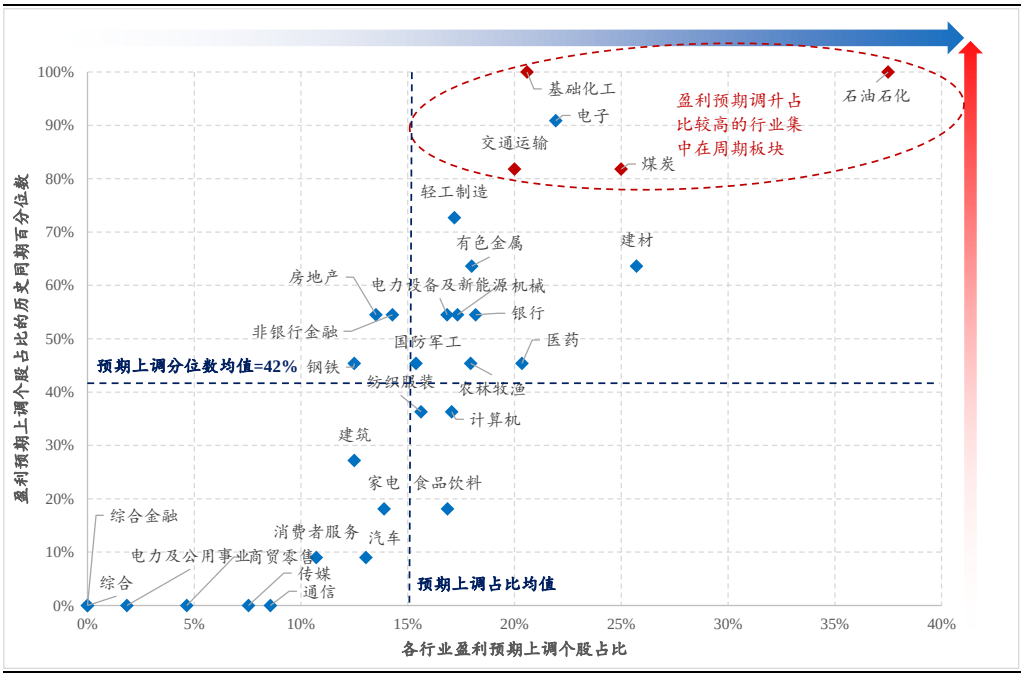
单单依靠业绩预告很难以点盖面，换句话说，以单家或几家公司的预告来代表全行业业绩是不严谨的，但如果再加入分析师预期，这一准确性就将大大提升。6 月开始上市公司开始密集发布中报预告，而分析师往往会依据最新的财报预告信息来调整相关公司的盈利预期，因此我们可以通过观察分析师一致预期数据的变化来尝试寻找业绩超预期个股占比较高的行业。

我们发现，过去的 6 月中，在**石油石化、煤炭、基础化工、电子、交通运输**等周期与科技板块内部，分析师一致预期上调的个股占比不仅在横向行业比较间排名靠前，同时纵向看也处于历史同期的高位；而以上行业已经披露业绩预告的公司业绩预喜率也同样名列前茅，业绩增速均值与中位数均大于 100%。我们有理由相信，**行业内部大量公司披露的中报业绩超出了行业分析师前期的预期，是上述行业内分析师一致预期普遍上调的重要动因，也说明了两者结合使用的必要性和有效性。**

而另一面，是电力及公用事业、商贸零售、传媒、通信的预告和盈利预期上调出现矛盾，上述预喜率和预告净利润增速也不低，但盈利预期上调数和上调数历史分位数却偏低，背后可能是说明了对上述行业的此前预期已经十分充分。

需要注意的是，近期备受关注的电力设备及新能源板块内部个股可能业绩分化较大，在披露预告的 26 家公司中，预喜率仅有 77%，在所有行业中处于中等偏下水平，且预告增速的中位数与平均值差异较大，这可能意味着行业内业绩的“好”与“坏”差异较大；同时从盈利预期来看，电力设备及新能源板块的盈利预测上调家数却在所有行业中处于中等偏上水平，因此从个股层面来说，向上和向下超预期的概率都很高。

图5：盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高

所属一级行业	预喜率	预警率	预告净利润平均增速（%）	预告净利润增速中位数（%）	披露家数
交通运输	1.00	0.00	479.99	125.00	13
传媒	0.88	0.13	348.21	152.77	8
农林牧渔	0.33	0.67	-81.46	-59.82	3
医药	0.80	0.20	2960.11	127.69	30
商贸零售	1.00	0.00	533.95	453.55	4
国防军工	1.00	0.00	53.33	50.00	3
基础化工	0.95	0.05	357.54	150.00	41
家电	0.86	0.14	174.48	100.00	7
建材	1.00	0.00	432.11	250.00	5
建筑	0.80	0.20	15.75	38.90	5
房地产	0.86	0.14	212.75	83.05	7
有色金属	0.78	0.22	250.33	200.15	9
机械	0.93	0.07	407.81	95.95	46
汽车	0.74	0.26	791.24	100.00	19
消费者服务	0.75	0.25	593.03	171.52	4
煤炭	1.00	0.00	780.69	70.00	3
电力及公用事业	1.00	0.00	228.22	59.20	9
电力设备及新能源	0.77	0.23	209.19	74.72	26
电子	0.88	0.12	272.80	130.00	34
石油石化	1.00	0.00	220.97	245.00	7
纺织服装	0.58	0.42	571.60	77.50	12
计算机	0.67	0.33	-83.12	42.50	9
轻工制造	0.75	0.25	142.25	89.10	12
通信	0.83	0.17	111.32	109.48	6
钢铁	0.92	0.08	367.82	324.96	12
银行	1.00	0.00	10.00	10.00	1
非银行金融	1.00	0.00	78.20	61.50	6
食品饮料	0.90	0.10	292.55	56.58	10

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 确定性的好：不要忽视通胀的力量

尽管在正式财报披露前对中报业绩的预测总有“不准”的风险，但我们可以采取多种方法来提升准确性：利用更高频的工业企业利润是一种、利用预告和分析师预期相互验证是一种，而无论用哪一种方法，我们会发现通胀的力量总是能够显现出来，**以煤炭、石油化工、钢铁、有色为代表的上游原材料业绩几乎是“确定性的好”，而且更进一步的是，这种“好”此前可能并未被完全预期到，这就体现在了分析师在 6 月份普遍上调上述行业盈利预测的行为上。**

与“确定性的好”相对应的是两点：第一，中下游制造业并非与上游原材料是零和关系，业绩不是“确定性的差”，就工业企业数据显示的情况而言，大部分中游制造业仍然处于高于历史分位数 50%的业绩区间中，仅有少数我们在一季报分析中提示过的行业利润空间可能确实受到原材料挤压；第二，在被市场所偏爱的某一些制造业中，可能需要逐渐去认知到个股之间业绩分化的风险，这意味着选对“赛道”还远远不够，“择股”也非常重要。

大宗商品的通胀和上游企业的业绩良好以外，我们也看到交通运输、电子的业绩预告、预期都表现良好，这带来了比“涨价”更受欢迎的好消息，交通运输业作为整个社会经济活动的连接器，它的景气意味着经济本身的需求和生产可能也处于高景气的区间之中，而电子作为重要的中游制造业和新兴产业所依赖的“大宗商品”，其景气也可能意味着通胀可能并不只由资源端供给不足的涨价所带来。

最后我们结合行业分析师的意见给出上述存在业绩超预期可能性的行业中值得关注的个股推荐，供投资者参考。

表1：中报业绩有望超预期的行业中的优质个股挑选

行业	股票代码	股票名称	最新市值（亿元）	最新 PE（TTM）
化工	600746.SH	江苏索普	170.39	23.38
	002064.SZ	华峰化学	630.62	17.29
	603225.SH	新凤鸣	272.54	26.17
煤炭	600188.SH	兖州煤业	717.97	9.15
	601699.SH	潞安环能	353.58	12.52
	600985.SH	淮北矿业	280.23	7.31
电子	688037.SH	芯源微	112.83	178.52
	688368.SH	晶丰明源	207.96	153.72
	600584.SH	长电科技	695.63	44.68
石油石化	601233.SH	桐昆股份	538.48	13.02
	002648.SZ	卫星石化	660.50	27.67

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：最新日期选自 2021 年 7 月 2 日收盘。

4、 风险提示

测算误差，代表性误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn