2020 年 7 月 14 日

行情持续演绎的基本面逻辑

策略专题

华鑫证券研究发展部

分析师：
严凯文
执业证书编号：S1050516080001
电话：021-54967584
邮箱：yankw@cfsc.com.cn

● 流动性推动之后的盈利支撑

A 股行情在 6 月底突然启动，看似没有逻辑的弱复苏，但在流动性充裕的背景下，当 A 股市场赚钱效应凸显下，A 股市场对场外资金的吸引力骤升，6 月 30 日两市成交时隔 3 个月再度突破万亿成交金额，到 7 月 6 月两市成交金额已经突破 1.7 万亿规模，超过 2020 年年初行情的顶峰成交金额 1.4 万亿，也远高于 2019 年 4 月 8 日指数创出 3288 点后的 10663 亿元，所以从量能的结构角度也以为着本轮行情投资者的参与程度更高，这也是发动本轮趋势性行情的先决条件。进入 3、4 季度之后我们认为全 A 市场盈利预期的改善，将成为支撑本轮行情能够持续走强的核心关键点。

● 6 月 PMI 数据，显示经济复苏持续

6 月制造业 PMI 由上月的 50.6%升至 50.9%，高于市场预期中值 50.4；非制造业 PMI 由 53.6%升至 54.4%，综合 PMI 产出指数为 54.2%，比上月上升 0.8 个百分点，表明我国企业生产运营持续改善。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 50.2%，比上月上升 0.5 和 1.4 个百分点；小型企业 PMI 为 48.9%，比上月下降 1.9 个百分点。生产指数为 53.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业生产量环比回升扩张。新订单指数为 51.4%，高于上月 0.5 个百分点，连续两个月回升，表明制造业市场需求表现强劲。原材料库存指数为 47.6%，比上月回升 0.3 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。产成品库存由 47.3%降至 46.8%，其中，15 个行业中 11 个行业原材料库存回升，7 个行业产成品库存回升。

● 5 月工业企业盈利修复显著

5 月份，随着复工复产深入推进，生产经营秩序逐步恢复，工业企业效益状况持续改善，当月利润增速实现由负转正。但累计看，1-5 月份利润同比下降 19.3%，较 1-4 月跌幅收窄 8.1 个百分点。5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 5823.4 亿元，由 4 月份同比下降 4.3%转为增长 6.0%，年内首度实现正增长。主要是受成本上升压力明显缓解、工业品价格变动增加企业盈利空间等因素助推工业企业利润的改善。

● 配置：新基建

目前我们所面临的问题，传统发展红利已相继淡化，经济增速趋势放缓，工业化面临结构转型，产业升级催生新的需求，新一轮科技

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

革命和产业变革也将蓬勃兴起。“新基建”既能迎合我国科技发展周期，也符合当前风险事件之后经济振兴的现实诉求。

- **风险提示：宏观经济超预期下行；海外疫情影响超预期；利率水平超预期下行**

目录

一、流动性推动之后的盈利支撑 4
二、6 月 PMI 数据，显示经济复苏持续 7
三、5 月工业企业盈利修复显著 9
四、配置：新基建 11
五、风险提示 11

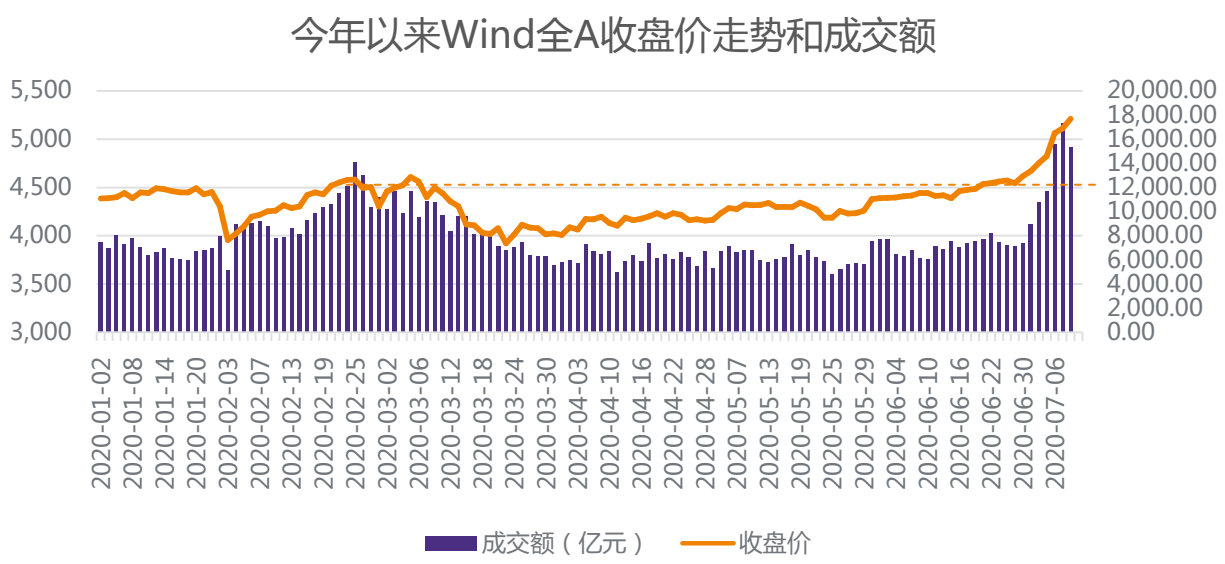
图表目录

图表 1：量能突破是本轮行情启动的先决条件（%） 4
图表 2：15 年盈利于行情的剪刀差，收紧配资之后行情戛然而止（%） 5
图表 3：PPI 拐点或已经出现（%） 5
图表 4：全 A 利润分类占比（%） 6
图表 5：工业占非金融企业利润比例（%） 6
图表 6：全 A 利润在补库存阶段均有所改善（%） 7
图表 7：6 月 PMI 数据，显示经济复苏持续（%） 7
图表 8：5 月、6 月国内需求层面持续转暖（%） 8
图表 9：6 服务业 PMI 加速改善（%） 8
图表 10：5 月工业企业盈利修复显著（%） 9
图表 11：5 月工业企业库存数据下行（%） 10
图表 12：6 月工业企业子类中盈利表现强劲（%） 10

一、流动性推动之后的盈利支撑

A 股行情在 6 月底突然启动，看似没有逻辑的弱复苏，但在流动性充裕的背景下，当 A 股市场赚钱效应凸显下，A 股市场对场外资金的吸引力骤升，6 月 30 日两市成交时隔 3 个月再度突破万亿成交金额，到 7 月 6 月两市成交金额已经突破 1.7 万亿规模，超过 2020 年年初行情的顶峰成交金额 1.4 万亿，也远高于 2019 年 4 月 8 日指数创出 3288 点后的 10663 亿元，所以从量能的角度也意味着本轮行情投资者的参与程度更高，这也是发动本轮趋势性行情的先决条件。

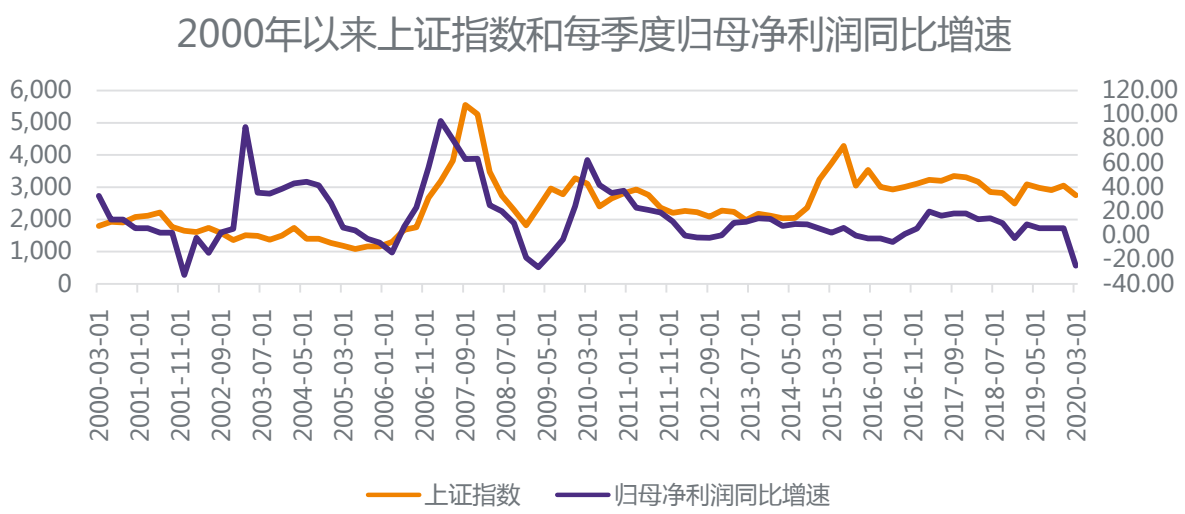
图表 1：量能突破是本轮行情启动的先决条件（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

进入 3、4 季度之后我们认为全 A 市场盈利预期的改善，将成为支撑本轮行情能够持续走强的核心关键点。首先根据历史行情可以清楚的发现，每一轮较大级别的行情启动均有全 A 盈利扩张的支撑，而在 15 年完全由流动性驱动的行情，容易夭折，一旦有外部因素影响流动性预期，将可能形成类似“多米诺骨牌效应”的情况出现。

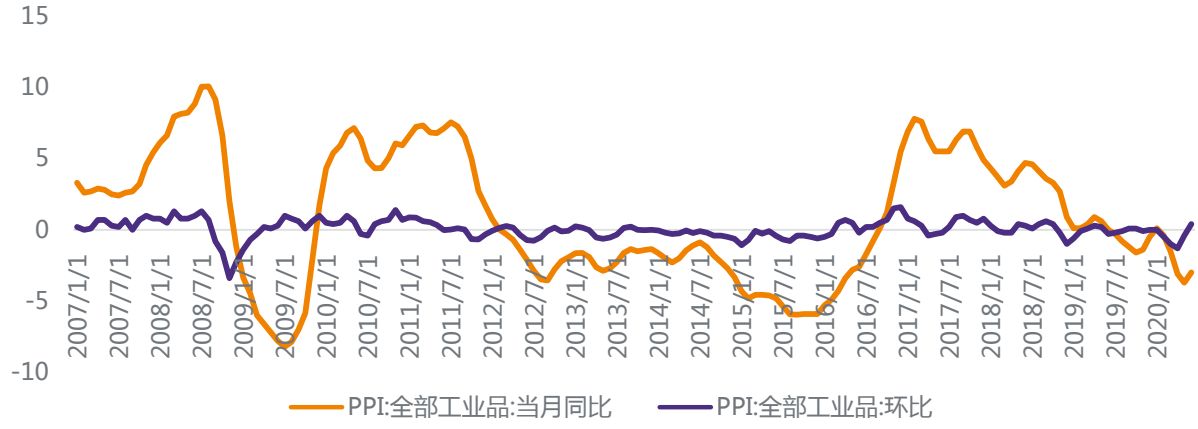
图表 2：15 年盈利于行情的剪刀差，收紧配资之后行情戛然而止（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

那为何在当下，我们看好三四季度的盈利复苏，首先来自于 PPI 数据的见底，6 月 PPI 全国工业生产者出厂价格同比下降 3.0%，环比上涨 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 4.4%，环比上涨 0.4%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.9%，工业生产者购进价格下降 2.6%。值得注意的 6 月 PPI 环比年内首度转正，6 月份，国际大宗商品价格回暖，国内制造业稳步恢复，市场需求继续改善。从环比看，PPI 由上月下降 0.4%转为上涨 0.4%。其中，生产资料价格由下降 0.5%转为上涨 0.5%，生活资料价格由下降 0.3%转为上涨 0.1%。受国际原油价格大幅度上涨影响，石油相关行业产品价格止降转涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 38.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 0.4%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 1.9%。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.9%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。上述五个行业合计影响 PPI 上涨约 0.42 个百分点。此外，煤炭开采和洗选业价格下降 0.7%，降幅收窄 2.2 个百分点。

图表 3：PPI 拐点或已经出现（%）

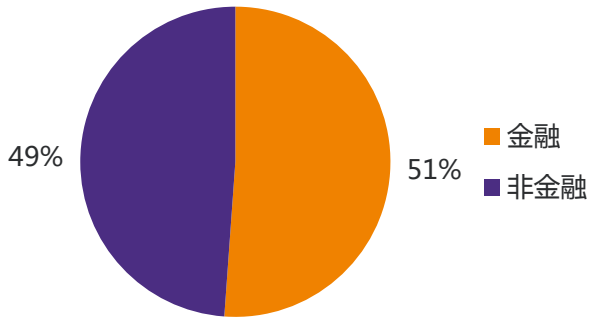


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

而 PPI 在库存周期中是最为敏感的指标，也是判断是否会进入补库存周

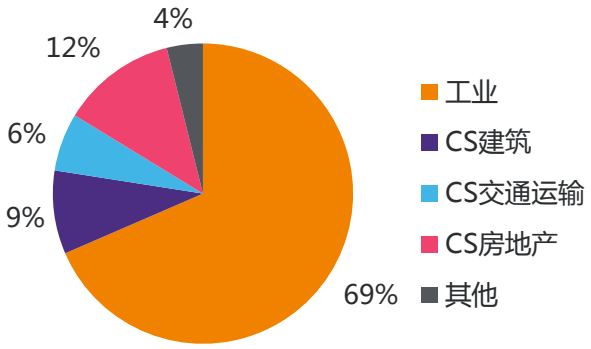
期中的关键性指标，因为 PPI 的上涨与否，将决定工业企业的去库存是否已经进入到尾声阶段，同时 PPI 的上涨一定程度上也意味着，社会需求的改善，工业生产者当意识社会需求改善会积极备货，从而使得库存周期由被动去库存转向主动补库存，而根据历史数据复盘，可以发现一旦进入主动补库存阶段，工业企业利润也将同比改善，进而会形成工业企业利润向全 A 的一个正向传到，根据 2019 年年报数据统计，非金融利润占全 A 利润为 49%，而工业企业利润占比非金融企业利润为 69%，也就意味着工业企业利润占比全 A 利润比例超 30%，在银行利润较为稳定的背景下，工业企业利润的扩张收缩，将对全 A 利润形成较大影响。

图表 4：全 A 利润分类占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

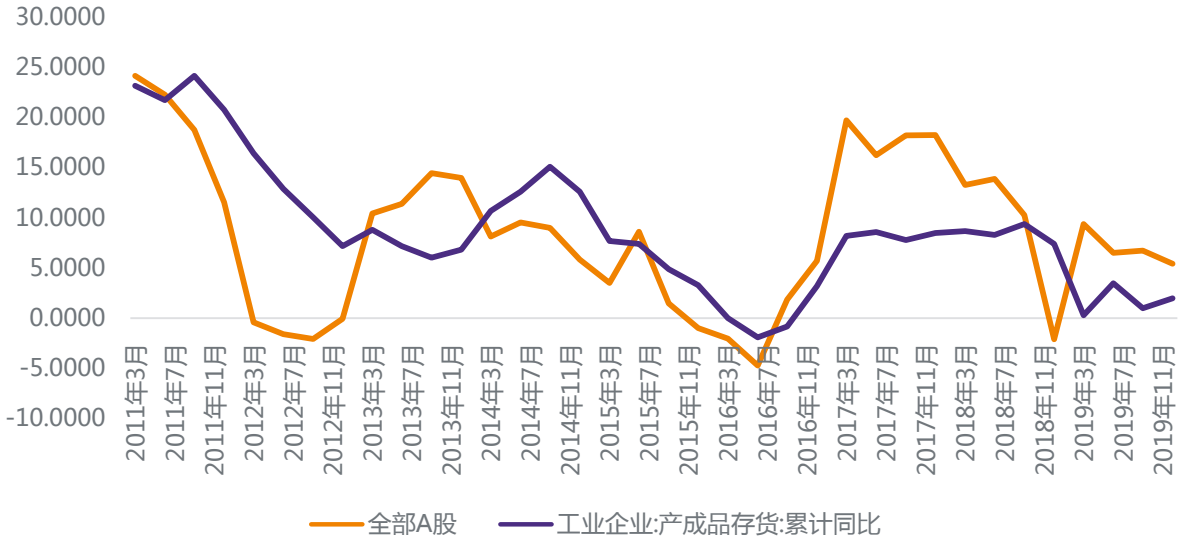
图表 5：工业占非金融企业利润比例（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

本轮 PPI 受疫情影响，本该在 2020 年年初出现的小级别补库存并没有出现，反而由于社会需求的戛然而止，出现了工业生产者先是被迫库存积压，然后在需求逐步恢复之后又进入快速去库存，同期工业企业利润也出现了跳降的情况，但 6 月份，随着全球复工复产的开始，受国际原油价格大幅度上涨影响，国际大宗商品价格回暖，叠加国内制造业稳步恢复，国内市场需求持续改善，PPI 环比转正，从公布的工业数据来看，目前仍旧处于去库阶段，但由于 PPI 当月同比的触底，我们认为，实则工业企业已经进入被动去库存的阶段，虽然可能在 6 月公布的工业数据，产成品库存累计同比还处于下滑状态，但在国际大宗商品价格持续的抬升的背景，库存数据在 3 季度出现回升或是大概率，这也意味着工业企业在 3 季度将实质进入补库存阶段，那么工业企业利润的回升也将是大概率事件，从传导路径分析，3 季度全 A 利润也有望得到改善，从而支撑起本轮行情上涨的基本面逻辑。

图表 6：全 A 利润在补库存阶段均有所改善（%）

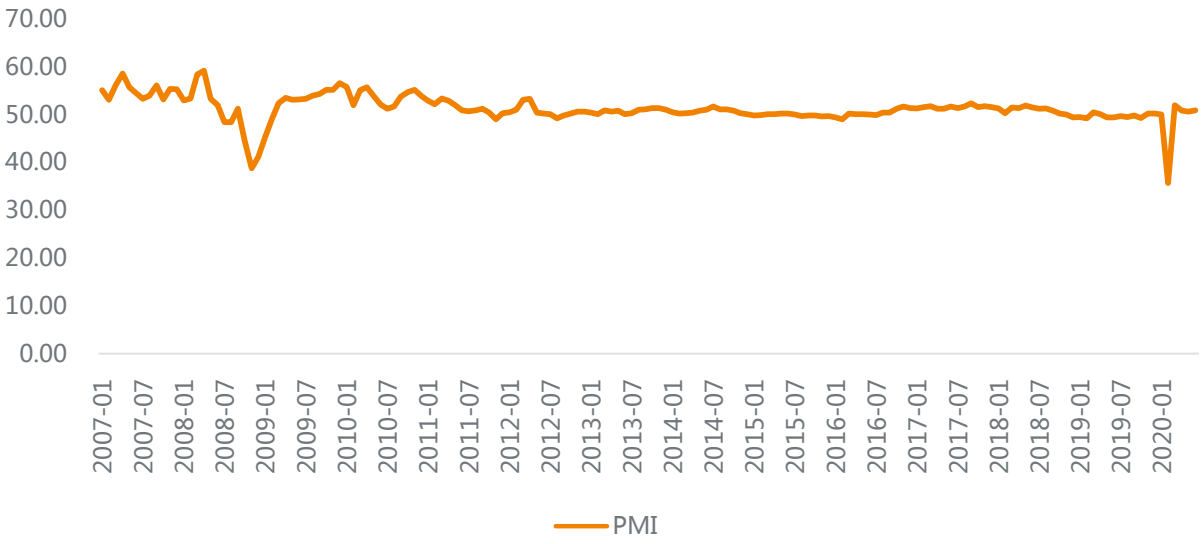


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、6 月 PMI 数据，显示经济复苏持续

6 月制造业 PMI 由上月的 50.6%升至 50.9% ,高于市场预期中值 50.4%；非制造业 PMI 由 53.6%升至 54.4%，综合 PMI 产出指数为 54.2%，比上月上升 0.8 个百分点，表明我国企业生产运营持续改善。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 50.2%，比上月上升 0.5 和 1.4 个百分点；小型企业 PMI 为 48.9%，比上月下降 1.9 个百分点。生产指数为 53.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业生产量环比回升扩张。

图表 7：6 月 PMI 数据，显示经济复苏持续（%）

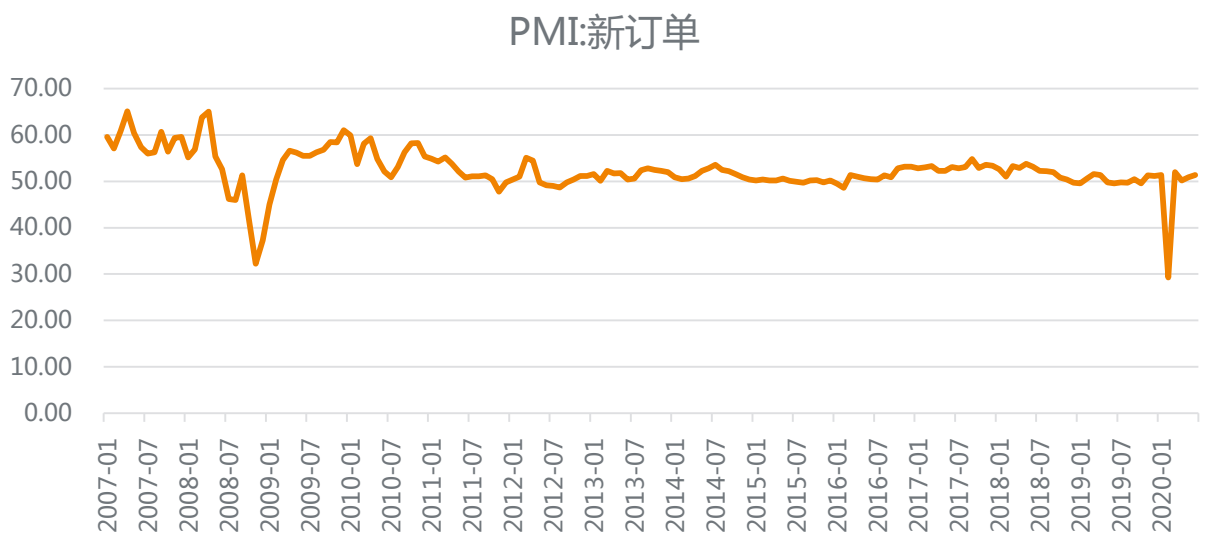


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

新订单指数为 51.4%，高于上月 0.5 个百分点，连续两个月回升，新订单指数连续两个月回升。从行业情况看，医药、有色、通用设备、电气机械器材等制造业新订单指数和生产指数均明显高于上月，市场需求得到改善，企业生产动力有所增强。。原材料库存指数为 47.6%，比上月回升 0.3 个百分点，表

明制造业主要原材料库存量降幅收窄。产成品库存由 47.3%降至 46.8%，其中，15 个行业中 11 个行业原材料库存回升，7 个行业产成品库存回升。

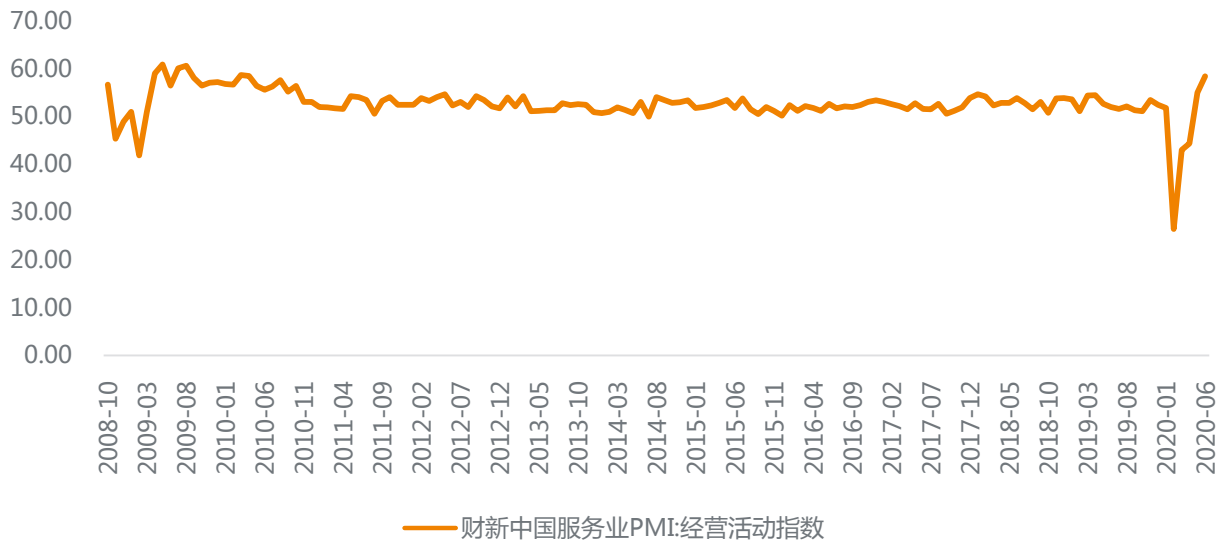
图表 8：5 月、6 月国内需求层面持续转暖（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

所以对于 6 月的 PMI 数据，显示经济恢复的持续性是很强，在《经济复苏持续推进》中我们分析认为："虽然 5 月 PMI 相比 4 月下滑了 0.2 个百分点，但细分项角度，新订单荣枯线之上扩张意味着国内需求端的回升、新出口订单虽然仍处于荣枯线之下，但收缩放缓，本质上表明国内外国需求端正在转好。"所以在 6 月 PMI 的再次提升也验证了我们的观点，5 月新订单的持续扩张，已经意味着国内市场需求的转暖，虽然 PMI 数据受生产指标的下滑有所影响，但总体应该是生产者认知偏差问题。

图表 9：6 服务业 PMI 加速改善（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

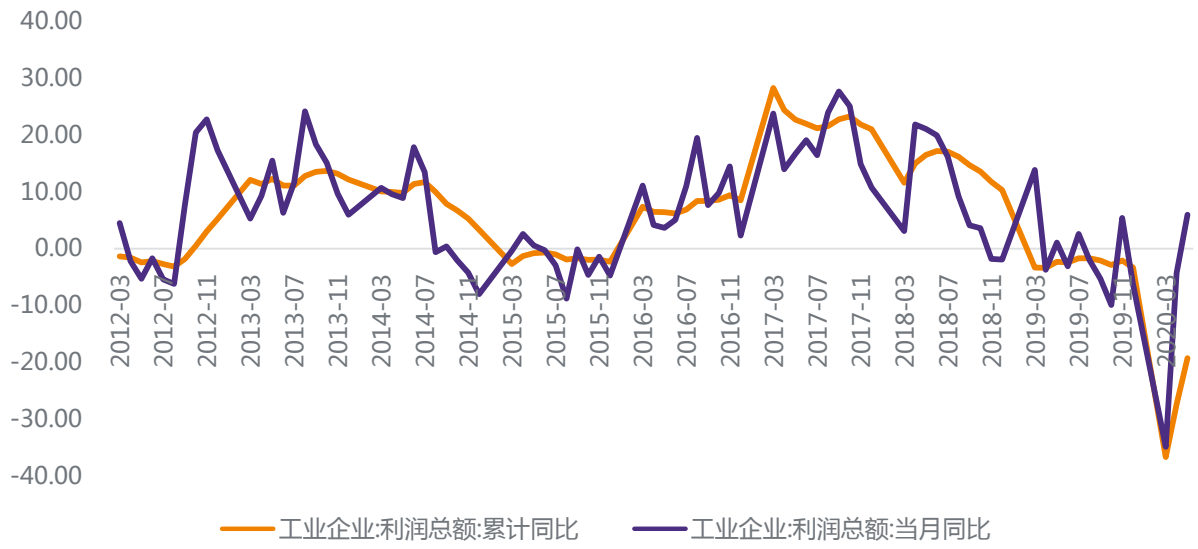
6 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得综合 58.4%，较 5 月上升 3.4 个百分点，为 2010 年 5 月以来最高，连续两个月处于扩张区间。随着疫情防控措施放宽，6 月服务业新订单指数录得 2010 年 9 月以来的

最高值，连续两个月处于扩张区间；新出口订单指数小幅回升，自 2 月以来重回扩张区间。在内外需改善推动下，制造业新订单指数录得 2 月以来的首次增长。综合看，新订单总量继续上升，为 2011 年 2 月以来最高，综合新出口订单总量降幅收窄。

三、5 月工业企业盈利修复显著

5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 5823.4 亿元，由 4 月份同比下降 4.3%转为增长 6.0%,1—5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 18434.9 亿元，同比下降 19.3%，降幅比 1—4 月份收窄 8.1 个百分点。1—5 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 4404.2 亿元，同比下降 39.3%；股份制企业实现利润总额 13478.8 亿元，下降 19.2%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 4659.2 亿元，下降 18.4%；私营企业实现利润总额 5607.3 亿元，下降 11.0%。

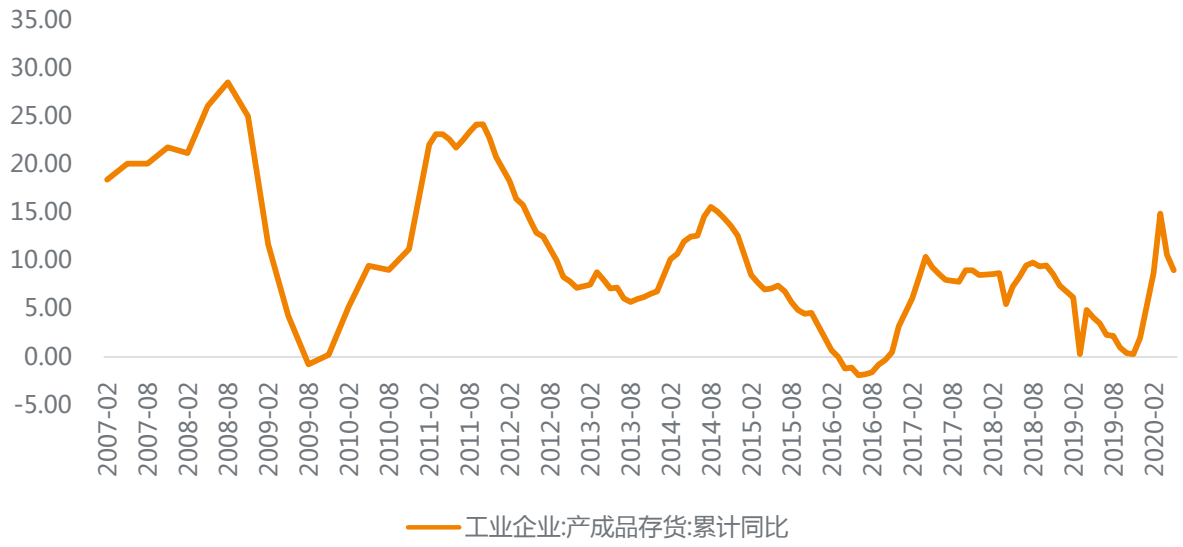
图表 10：5 月工业企业盈利修复显著（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

另外我们可以发现，5 月工业企业产成品库存继续快速下行，这对于工业企业来说是一个信号，由于此前国内受疫情影响，国内需求基本停滞，但进入 4 月之后工业企业库存快速下行，也意味着社会需求得转暖，到了 5 月工业企业产成品库存继续下行，结合 6 月的 PMI 新订单，我们可以发行工业企业的需求正在快速回暖，目前 6 月 PMI 新订单指数已经上升至 51.4 相比 5 月 PMI 新订单上升了 0.5 个百分点，此外 PPI 在 5 月已经成为低点，6 月 PPI 已经拐头向上的趋势或已经形成，6 月 PMI 出厂价和主要原材料购进价格分别为 56.8%和 52.4 均上升至荣枯线之上，均接近 19 年以来高点，反应出工业生产者对工业品价格上升的预期十分强烈，而 PPI 如果在 7 月、8 月快速上升，那么工业企业利润也有望得到提振。

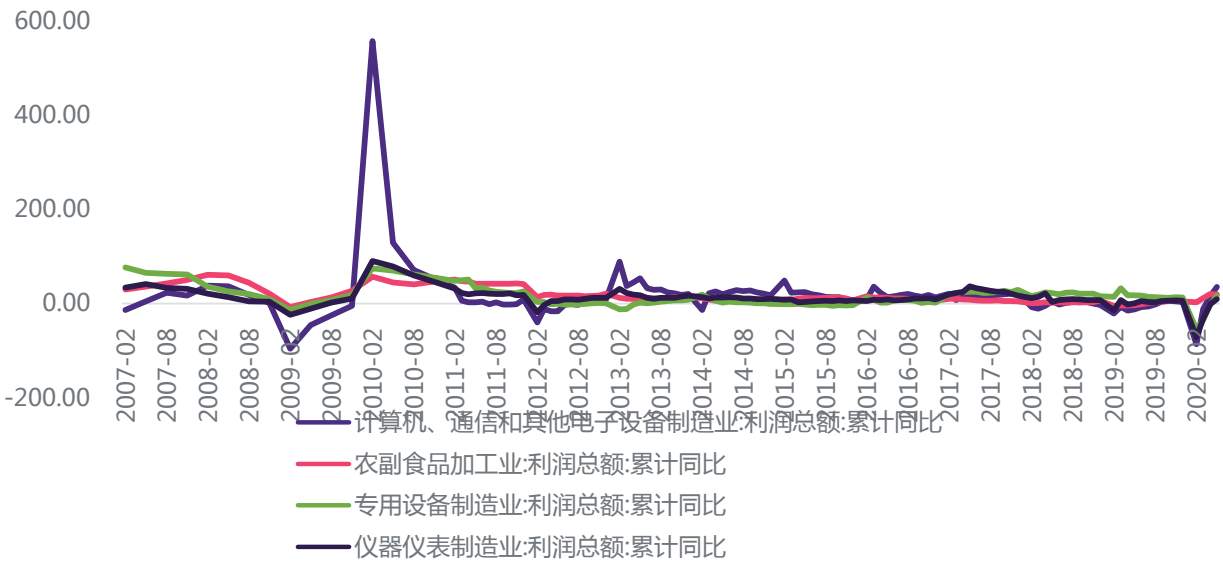
图表 11：5 月工业企业库存数据下行（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1-5 月份，在 41 个工业大类行业中，10 个行业利润总额同比增加，1 个行业持平，30 个行业减少。主要行业利润情况如下：计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长 34.7%，农副食品加工业增长 19.0%，专用设备制造业增长 16.6%，石油和天然气开采业下降 75.8%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 57.2%，有色金属冶炼和压延加工业下降 43.7%，化学原料和化学制品制造业下降 38.6%，汽车制造业下降 33.5%，煤炭开采和洗选业下降 31.2%，电力、热力生产和供应业下降 19.5%，非金属矿物制品业下降 12.0%，电气机械和器材制造业下降 11.6%，纺织业下降 10.3%，通用设备制造业下降 6.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业由同期盈利转为亏损。

图表 12：6 月工业企业子类中盈利表现强劲（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

四、配置：新基建

2018 年 12 月中央经济工作会议首次提出了新型基础设施的概念，指出要“加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。同时，会议中还强调要“加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度”，并“补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设”。

总结起来我们认为主要涉及多个新型产业，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等等，新型基础设施建设旨在于为未来科技端的发展打造更为完善的基础设施，本质上是信息数字化的基础设施建设，来支撑传统产业向网络化、数字化、智能化方向发展的信息基础设施。

在每个国家发展周期当中，都会有各自的主要发展目标，在过去几十年，中国发展的主要目标是城镇化和工业化，由于人口的移动集群效应，也使得过去 20 年来房地产迎来高景气度。目前所面临的问题，传统发展红利已相继淡化，经济增速趋势放缓，工业化面临结构转型，产业升级催生新的需求，新一轮科技革命和产业变革也将蓬勃兴起。

“新基建”既能迎合我国科技发展周期，也符合当前风险事件之后经济振兴的现实诉求。目前我们认为国内高科技制造产业正步入政策和资本双重共振时期，同时未来一阶段信息化基础设施的配套需求将步入爆发期，以及中美贸易扰动，使得我国更有发展基础科技设备建设的诉求。最后由于国内疫情冲击之后，新基建也是推动社会总需求提升的重要手段，有助于实现稳经济的目标，所以虽然目前 A 股表现萎靡，但随着国内需求的逐步转暖，以及全面复工复产之后，经济数据的修复，有望迎来一轮新的趋势性行情，同时随着风险偏好的提升，以新基建为首的科技板块，有望继续获得超额收益。

五、风险提示

宏观经济超预期下行；海外疫情影响超预期；利率水平超预期下行。

分析师简介

严凯文：2013 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn