

2024年08月31日

证券研究报告|策略研究|策略点评

库存周期企稳，A股盈利逐步修复

报告摘要

核心观点：

- ◆ 7月名义库存和实际库存均呈现一定补库态势，稳增长政策已初步见效，但收入尚未能持续同步恢复。因此，存量和增量政策的推进情况仍是后续关注重点。近期稳增长政策逐渐提速，政策发力有助于推动新一轮补库周期。
- ◆ A股上市企业业绩仍在磨底，但伴随基本面弱复苏，A股企业盈利显现抬头迹象。截至8月30日，整体法口径下全A中报业绩较前两个季度改善，主要由主板拉动，科创板和创业板业绩转弱。中小盘股较大盘股改善幅度更大，但大盘股绝对增速水平更高。
- ◆ 市场中报业绩存在一定透支抢跑现象。历史数据显示，中报发布前10个交易日，各组股价涨跌幅排名与业绩增速排名存在显著的相关性。但中报发布后10个交易日，股价涨跌幅与业绩仍存在一定相关性，但相关性有所减弱。该现象或反应为在投资者实际调研跟踪中，业绩最好和最差一批的上市公司更容易被识别，因此股价提前反应业绩甚至略有透支。因此在业绩发布后，业绩最优的上市公司涨幅不一定最大，而业绩最差的一批上市公司反而更有望反弹。
- ◆ 近期稳增长政策逐渐提速，市场对经济预期有所改善，此前拥挤度高的高股息红利板块出现抱团资金松动迹象，高景气、低估值行业如计算机、农林牧渔、电力设备、汽车、有色金属、传媒等或将受到资金青睐，成为新方向，建议延提振内需及自主可控两大政策方向布局。
- ◆ 截至2024年8月30日，多数基金中报已披露完毕。2024H1全部主动偏股型基金超配最高的行业为电子、医药生物、电力设备。而

作者

董忠云	分析师
SAC执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符畅	分析师
SAC执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@avicsec.com	
王玉茜	分析师
SAC执业证书：S0640524050001	
联系电话：	
邮箱：wangyx@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc019@avic.com	
王警仪	研究助理
SAC执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《稳增长政策有望提速，大盘或将触底回升》

中航策略周报：《全球资金“高切低”，国内政策发力或将引入增量资金》

中航策略周报：《本轮美联储更可能是预防式降息，A股有望企稳回升》

中航策略周报：《阶段性底部或已形成，市场或转向“东升西落”交易》

中航策略周报：《聚焦自主可控和提振内需两大方向》

中航策略周报：《DDM三因子均有望迎来改善，市场或正迎来布局机会》

市场走势：

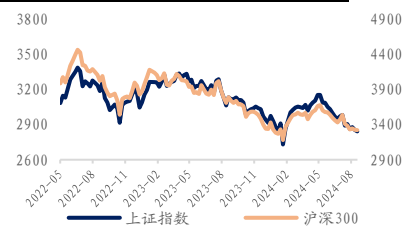
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

二季度重仓股超配行业略有不同，前三大超配为电子、通信、食品饮料。此外，中央汇金和中国国新在 2024 年上半年合计持有基金 2299.97 亿份，较 2023 年末持有的 455.77 亿份增长 405%，再次大规模买入宽基 ETF。



- ◆ 在中短期，军工板块可关注如下几个方面：（1）以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会；（2）以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益；（2）存在以军贸作为其第二增长曲线的相关上市公司。

投资建议：

- ◆ 近期中央及地方积极贯彻 730 政治局会议精神，在加强逆周期调节的指示下，下半年稳增长政策推进有望提速。美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码，建议延提振内需和自主可控两大政策方向布局。此后按重要性重点跟踪：1) 7 月政治局会议政策兑现情况；2) 9 月美联储议息会议；3) 9 月美国总统大选辩论。

本周市场回顾：

本周市场整体分化，深证成指（2.04%）、科创 50（1.23%）、创业板指（2.17%）、中证 500（2.25%）、中证 1000（2.98%）表现较强，上证指数（-0.43%）、沪深 300（-0.17%）表现较弱。行业风格上，本周成长风格表现较强，上涨 3.20%，稳定风格表现较弱，下跌 2.60%。分行业来看，申万一级行业中传媒、电力设备、综合表现较强，分别上涨 4.41%、4.32%、4.32%，银行、建筑装饰、公用事业表现较弱，分别下跌 5.75%、2.28%、1.12%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 6063.59 亿元，较上周增加 639.49 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 15.44 倍，较上周上涨 0.36%。

正文：

7 月再次呈现一定主动补库迹象，但企业营收受制于需求不足，营收同比增速持平，需观察后续增量政策力度以及刺激效果。我们通过规模以上工业企业营业收入累计同比增速观察营收情况，通过规模以上工业企业产成品存货同比增速观察名义库存周期变化趋势，通过剔除 PPI 影响的工业企业产成品存货同比增速来把握实际库存周期。完整的库存周期包括四个阶段：被动去库存，主动补库存，被动补库存和主动去库存。1-7 月工业企业营收同比增长 2.9%，与 1-6 月、1-5 月累计增速均持平。其中，从量的角度来看，工业增加值 7 月增速为 5.1%，较 6 月 5.3% 放缓，需求或仍存在一定压力。价的角度看，7 月 PPI 同比 -0.8%，与 6 月为 -0.8% 持平，整体呈现降幅缩窄态势。截至 2024 年 7 月，名义存货同比增长 5.2%，较前值 4.7% 回升 0.5pct，为连续 8 个月回升（其中 1-2 月合并的数据算两个月连续回升）。实际库存此前 5 月一度出现回落，在名义库存和 PPI 边际修复带动下，6 月、7 月两月实际库存同比增速均回升 0.5pct，7 月实际库存同比回升至 6.0%。名义库存和实际库存均呈现一定补库态势，稳增长政策已初步见效，但收入尚未能持续同步恢复。因此，存量和增量政策的推进情况仍是后续关注重点。近期稳增长政策逐渐提速，政策发力有助于推动新一轮补库周期。

图1 企业营收增速持平，当前主动补库仍较弱（单位：%）





资料来源：Wind，中航证券研究所整理

A 股上市企业业绩仍在磨底，但伴随基本面弱复苏，A 股企业盈利显现抬头迹象。截至 8 月 30 日，整体法口径下全 A 中报业绩较前两个季度改善，主要由主板拉动，科创板和创业板业绩转弱。中小盘股较大盘股改善幅度更大，但大盘股绝对增速水平更高。单二季度归母净利润增速来看，上市企业整体业绩好转，其中全部 A 股增速为-1.65%，较一季度环比增加 3.20pcts，全部 A 股非金融增速为-6.29%，较一季度环比减少 0.63pct，全部 A 股非金融石油石化增速为 7.19%，较一季度环比减少 0.99pct。板块方面，主要由上证主板拉动，上证主板增速 1.87%，较一季度环比增加 5.64pcts，深证主板增速-13.13%，较一季度仍环比减少 2.08pcts。科创板和创业板业绩均转弱，科创板 Q2 归母净利润下滑 36.28%，创业板下滑 6.09%，分别较一季度环比减少 26.82pcts、4.65pcts。大小盘股视角下，小盘股改善更多，但大盘股绝对增速更高。沪深 300 利润增速转正，沪深 300 增速达 0.61%，中证 1000 增速-0.98%，分别较一季度环比增加 4.17pcts、13.83pcts。

图2 上市企业 2024 年中报业绩磨底，但显现抬头趋势（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：统计单季度归母净利润同比增速）

表1：中报主要板块业绩表现

板块名称	2024Q2 单季度 归母净利润同比	2024Q1 单季度 归母净利润同比	边际变化
全部 A 股	-1.65%	-4.85%	3.20pcts
全部 A 股（非金融）	-6.29%	-5.66%	-0.63pcts
全部 A 股（非金融石油石化）	-7.19%	-6.20%	-0.99pcts
科创板	-36.28%	-9.46%	-26.82pcts
创业板	-6.09%	-1.44%	-4.65pcts

上证主板	1.87%	-3.78%	5.64pcts
深证主板	-13.13%	-11.06%	-2.08pcts
沪深 300	0.61%	-3.56%	4.17pcts
中证 1000	-0.98%	-14.80%	13.83pcts

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

观察发现，市场对中报业绩存在一定透支抢跑现象。以历年单二季度归母净利润增速将全部 A 股上市公司进行排序分组，组 1 至组 10 依次为增速最高至增速最低组。历史数据显示，中报发布前 10 个交易日，各组股价涨跌幅排名与业绩增速排名存在显著的相关性。但中报发布后 10 个交易日，股价涨跌幅与业绩仍存在一定相关性，但相关性有所减弱。该现象或反应为在投资者实际调研跟踪中，业绩最好和最差一批的上市公司更容易被识别，因此股价提前反应业绩甚至略有透支。因此在业绩发布后，业绩最优的上市公司涨幅不一定最大，而业绩最差的一批上市公司反而更有望反弹。

表2: 中报披露前 10 个交易日涨幅

组别	2024 (已发布)	2023	2022	2021	2020	2019	2019-2023 平均
1	-0.71%	-1.38%	1.68%	6.66%	2.92%	5.22%	3.02%
2	-0.81%	-1.68%	1.85%	4.55%	4.19%	3.68%	2.52%
3	-0.79%	-1.43%	2.33%	4.62%	3.36%	4.65%	2.71%
4	-1.22%	-1.95%	-0.31%	3.44%	2.92%	3.92%	1.60%
5	-2.34%	-2.89%	-0.49%	1.06%	2.33%	3.47%	0.70%
6	-3.20%	-2.61%	-0.99%	1.15%	0.90%	2.84%	0.26%
7	-3.78%	-4.12%	-1.45%	-0.26%	1.17%	2.80%	-0.37%
8	-4.19%	-3.67%	-2.38%	-0.70%	-0.24%	3.10%	-0.78%
9	-4.52%	-4.37%	-2.46%	-0.98%	-0.09%	2.96%	-0.99%
10	-4.19%	-3.80%	-2.20%	-1.80%	0.09%	2.84%	-0.97%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：根据全部 A 股上市公司单二季度归母净利润同比增速分组，组 1 至组 10 依次为增速最高至增速最低；2024 年已发布中报数据截至 8 月 30 日）

表3: 中报披露后 10 个交易日涨幅

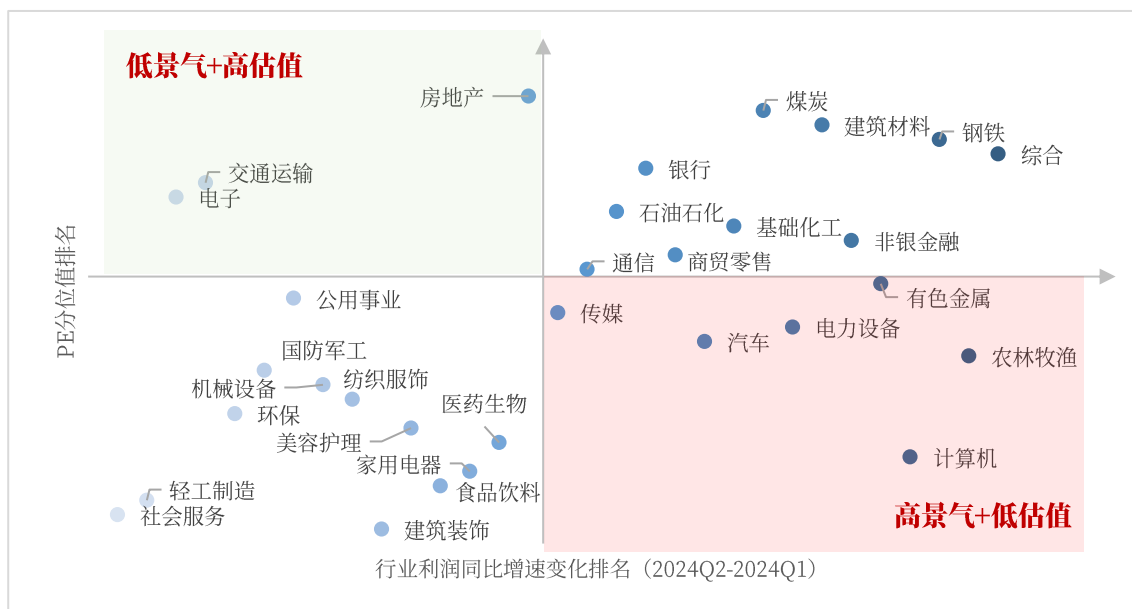
组别	2024 (已发布)	2023	2022	2021	2020	2019	2019-2023 平均
1	2.56%	1.91%	-1.54%	7.42%	-0.41%	6.50%	2.78%
2	3.12%	2.21%	-0.65%	4.70%	1.65%	6.23%	2.83%
3	3.47%	2.79%	-0.10%	4.83%	0.29%	8.07%	3.18%
4	2.61%	1.70%	-1.30%	4.48%	-1.00%	5.36%	1.85%
5	2.02%	1.41%	-1.29%	3.98%	-1.77%	5.20%	1.51%
6	1.64%	1.49%	-2.01%	3.37%	-2.80%	5.22%	1.05%
7	0.89%	1.34%	-2.68%	3.28%	-2.18%	4.47%	0.85%
8	0.79%	0.88%	-2.10%	1.52%	-3.06%	4.74%	0.40%

9	0.96%	0.49%	-2.61%	0.60%	-1.63%	4.32%	0.23%
10	1.98%	1.03%	-1.56%	2.52%	-1.45%	4.95%	1.10%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：根据全部 A 股上市公司单二季度归母净利润同比增速分组，组 1 至组 10 依次为增速最高至增速最低；2024 年已发布中报数据截至 8 月 30 日）

近期稳增长政策逐渐提速，市场对经济预期有所改善，此前拥挤度高的高股息红利板块出现抱团资金松动迹象，高景气、低估值行业或将受到资金青睐，成为新方向。我们以单二季度行业归母净利润增速较一季度的变化来衡量行业景气边际改善幅度，以行业市盈率处于近五年的历史分位数来横向对比个各行业的估值处于相对的高位或低位。截至 8 月 30 日，当下估值处于相对低位且 2024Q2 利润同比增速较 2024Q1 改善较快的行业包括计算机、农林牧渔、电力设备、汽车、有色金属、传媒等。往后看，随着美联储逐渐接近降息，国内政策空间有望打开。在上述高景气、低估值行业中建议沿提振内需及自主可控两大政策方向布局。

图3 2024 年 Q2 高景气+低估值行业



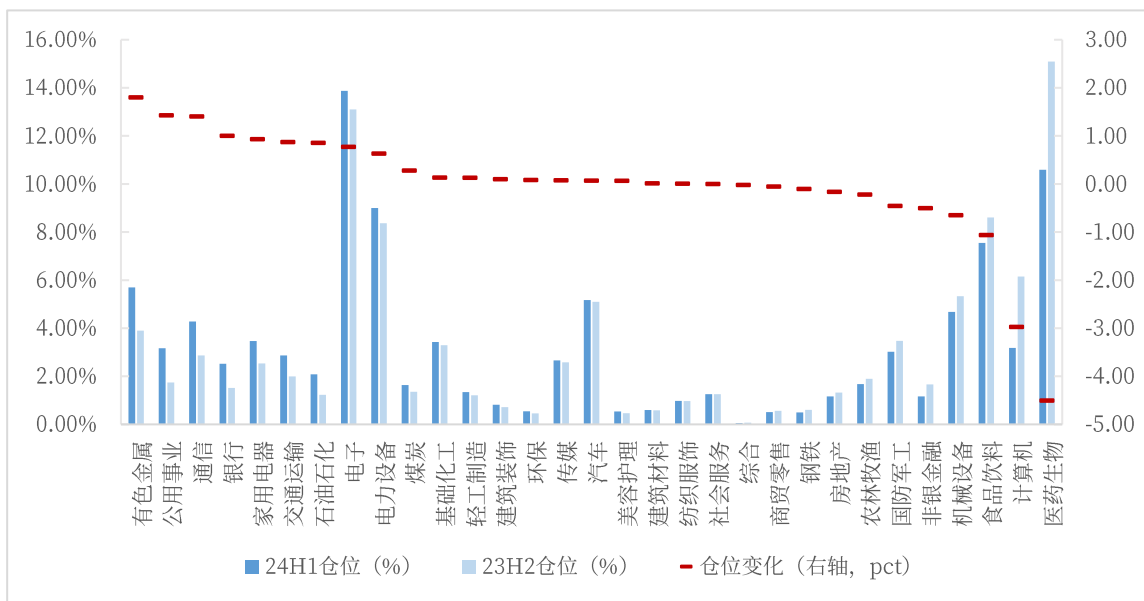
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 2024 年 8 月 30 日，取 31 个申万一级行业近五年 PE 分位值并进行排序得出 PE 分位值排名；取各行业 2024Q2 及 Q1 单季度归母净利润同比增速差值计算行业利润同比增速变化并进行排名；二者均沿坐标轴由小到大排序）

截至 2024 年 8 月 30 日，多数基金中报已披露完毕。根据主动偏股型基金 2024 年中报和 2023 年年报，加仓最多的行业为有色金属和公用事业，减仓最多的行业为医药生物、计算机。电子、电力设备、食品饮料则在 2023 年年报和 2024 年中报均保持较高仓位。超配方面，我们通过对各行业占基金持仓比例和占 A 股全部流通市值比例的不同，判断 2024H1 全部主动偏股型基金以及 2024Q2 重仓股的行业超配/低配情况。2024H1 全部主动偏股型基金超配最高的行业为电子、医药生物、电力设备，分别超配 3.88pcts、2.24pcts、1.51pcts，而二季度重仓股超配行业略有不同，前三大超配为电子、通信、食品饮料，分别超配 4.15pcts、2.50pcts、

2.49pcts。银行、非银金融在全部基金中报和重仓股二季度中均为较高低配，分别被 Q2 重仓股低配 4.63pcts、4.86pcts，在中报中被全部主动偏股型基金低配 4.81pcts、4.77pcts。机械设备在 2024Q2 重仓股中低配明显，但在 2024 年全部主动偏股型基金中报中低配比例明显缩减。

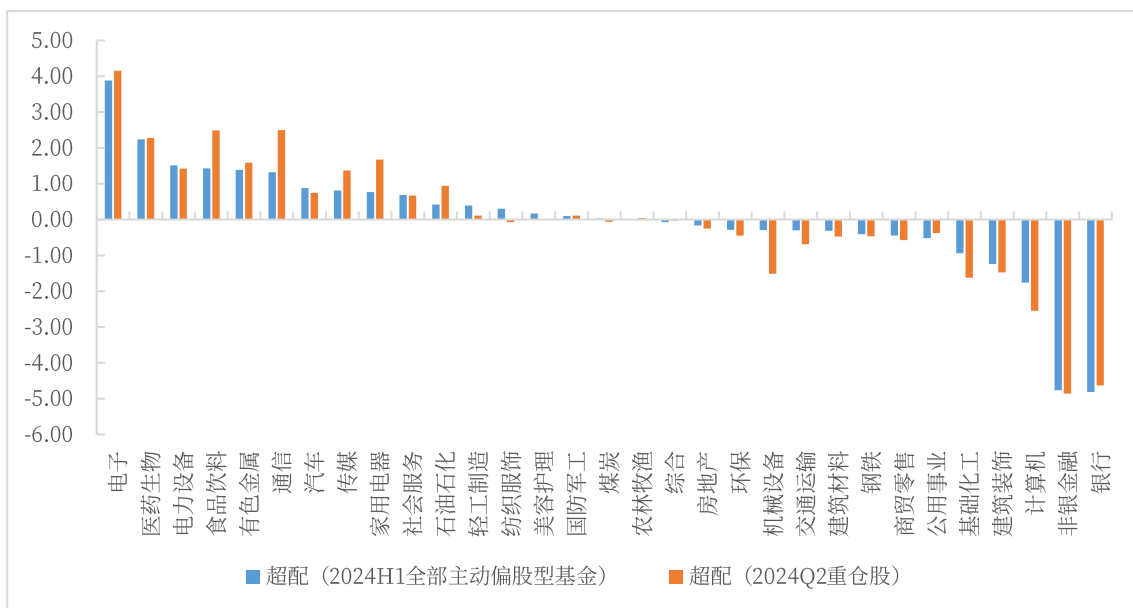
此外，根据基金中报数据显示，中央汇金和中国国新在 2024 年上半年合计持有基金 2299.97 亿份，较 2023 年末持有的 455.77 亿份增长 405%，再次大规模买入宽基 ETF。

图4 2024 年年报中报全部主动偏股型基金行业仓位变化（单位：%）



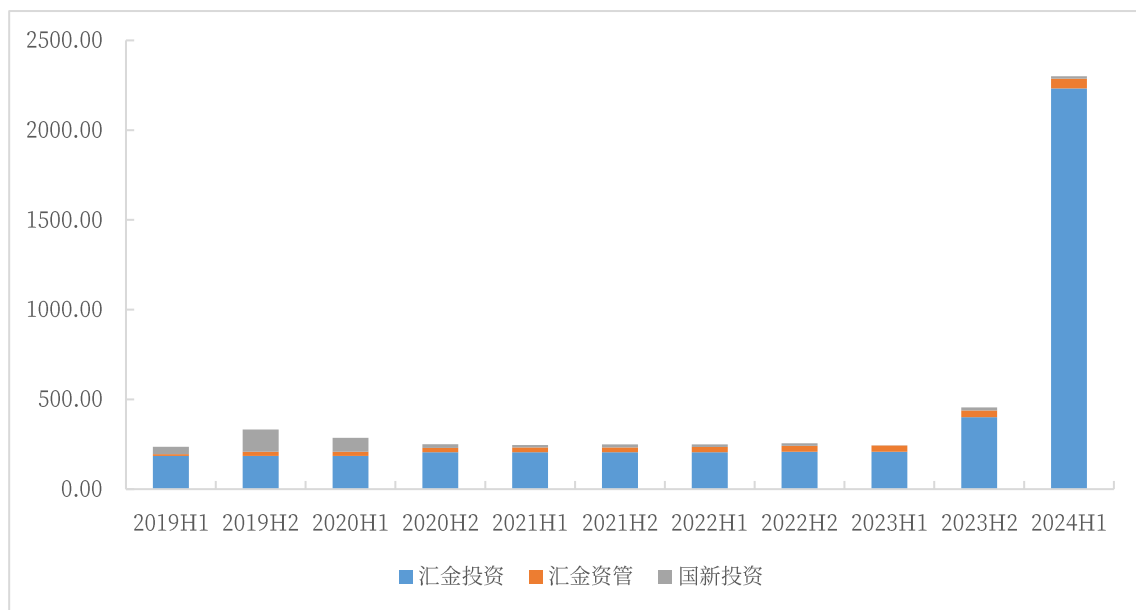
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：统计基金包含普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型基金，数据截至 2024 年 8 月 30 日）

图5 2024 年中报、重仓股 Q2 超配低配情况（单位：pct）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：统计基金包含普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金，数据截至 2024 年 8 月 30 日）

图6 汇金、国新所持有相关 ETF 总份额（单位：亿份）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：将上市 ETF 历年中报、年报中，披露的持有人为汇金（汇金投资、汇金资管）以及国新投资的全份额按年份加总，数据截至 2024 年 8 月 30 日）

伴随军工行业中报的持续披露，行业表现虽不尽如人意，但也在预期之中，这一方面是现实之弱的具象化体现，另一方面也进一步弱化了市场对军工行业复苏进度的预期。回头看，军工行业已步入小周期一年有余，人事调整持续、需求节奏不明朗、军品降价压力不减，至今仍是压在军工行业上的“三座大山”；但抬眼望，2025 年“十四五”目标与 2027 年建军百年目标已迫在眉睫，大变局百年之未有，国际局势倒逼、物质投入累积多年、技术积淀趋于成熟，多种条件催化下行业复苏已不是空谈，军工行业有望成为边际变化幅度最大的行业之一。在中短期，我们认为可关注如下几个方面：（1）以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会；（2）以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益；（2）存在以军贸作为其第二增长曲线的相关上市公司。

投资建议：

近期中央及地方积极贯彻 730 政治局会议精神，在加强逆周期调节的指示下，下半年稳增长政策推进有望提速。美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码，建议延提振内



需和自主可控两大政策方向布局。此后按重要性重点跟踪：1) 7 月政治局会议政策兑现情况；2) 9 月美联储议息会议；3) 9 月美国总统大选辩论。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637