

7月指数或宽幅震荡，关注上下游利润转移

核心要点：

- **6月市场表现：**截至6月27日，本月A股市场整体延续上行态势，上证指数和创业板指分别上涨6%和17.7%。行业来看，除石油石化、商贸零售、建筑外，其余行业全部上涨，其中餐饮旅游、汽车和电力设备涨幅靠前，分别上涨16.4%、16%和15.9%，机械、食品饮料、有色金属、家电和基础化工等涨幅均在10%以上。市场交投活跃度来看，本月投资者情绪高涨，6月日均成交额连续突破万亿，换手率上行，北向资金大幅净流入699.9亿元。
- **关注成本回落带来的上下游利润转移：**近期受美联储表态鹰派，叠加投资者对全球经济下行风险担忧加剧影响，金融属性掣肘商品价格，引发大宗商品价格短期调整，我们判断资源品价格上行持续或有一定阻力，但目前大幅持续下行概率较小。大宗商品价格回落对行业板块的影响是通过“商品价格下行-影响投资者情绪”和“商品价格变动-上下游行业利润转移-影响各行业基本面”两条途径进行传导。A股市场各板块涨跌情况来看，大宗商品下跌期间，上游资源品板块涨跌幅在各行业内排名靠后，中下游板块一般表现相对较好，食品饮料、医药生物、房地产、计算机、农林牧渔、纺织服饰等行业在历次商品下跌期间涨幅排名靠前。**关注成本回落带来的上下游利润转移，部分中下游行业盈利将迎来改善。**复盘全A盈利与大宗商品表现，A股整体营收及利润增速与大宗商品价格趋势有较强的关联性，因为经济面的下行会带动上市公司整体营收增速的下行，同时大宗商品价格也将受到经济基本面转弱的影响。大宗商品价格的下跌虽然会带来A股整体盈利面的走弱，但上游利润的重新分配也将带来A股毛利率的整体抬升，大宗商品价格与全A毛利率有较高的反比关系，主要因为上游资源品价格的回落会带来中下游部分行业的成本下降，从而带动企业毛利率的上升
- **7月指数或宽幅震荡，关注财报优质个股。**展望7月，从反弹角度出发，本轮反弹已持续近两个月，反弹幅度在历次反弹中也较强劲。截至2022年6月29日，全A市盈率为18.1倍，相比4月26日的15.2倍有较大抬升，但较前期20倍左右的高点还有一定空间。热门行业换手率来看，截至2022年6月29日，电力设备、光伏、汽车等行业换手率达3.4%、4.6%和4.5%，均处行业较高位置，热门赛道交易拥挤度抬升，需注意获利盘资金出逃风险，市场大概率呈震荡态势，反弹后期行业分化加剧。业绩角度出发，7月上市公司中报业绩开始披露，投资者目光更多回归行业本身，随着疫情逐步消退，稳增长效果逐渐显现，叠加上游利润向中下游行业转移，全A盈利逐步筑底，可关注业绩确定性较强的电新、半导体等板块以及有利润回升预期的消费品板块等，寻找业绩确定性较强的优质标的。
- **风险提示：**政策超预期的风险；经济下行超预期的风险；上市公司业绩大幅低于预期的风险。

分析师

王新月

☎：(8610) 80927695

✉：wangxinyue_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040003

相关研究

2022/5/30 6月将迎来政策与基本面对投资者情绪的“拉扯期”

2022/4/24 5月：关注美国滞涨演变和国内疫情发展

2021/3/27 4月：关注政策、盈利、经济三大因子

目 录

一、关注成本回落带来的上下游利润转移.....	3
二、7月指数或宽幅震荡，关注财报优质个股.....	7
三、行业景气度.....	8
四、附录.....	11
(一) 本月 A 股整体上行，创业板指领涨.....	11
(二) A 股交投活跃度整体抬升，北上资金大幅净流入.....	12
(三) 多数行业估值均有抬升，电力设备、汽车市盈率抬升较多.....	14
(四) 全球新增确诊维持低位，北京疫情已得到较好控制.....	14
(五) 解禁相关公司（至 2022 年 7 月底）.....	15
图表目录.....	17

一、关注成本回落带来的上下游利润转移

流动性掣肘商品的金融属性，带动近日资源品价格明显调整。大宗商品兼具商品属性和金融属性，其商品属性一般指其产品的供给和需求结构，宏观基本面及全球产业周期有关，供需是否平衡影响其价格走势；而金融属性指大宗商品作为一项投资性资产供投资者进行投机炒作的属性，受流动性、美元及投资者情绪等因素影响。**大宗商品的金融属性是决定商品价格趋势的核心，金融属性则带来商品价格短期波动，亦会放大基本面预期的变化。**

自 2020 年以来，各国宽松的货币政策刺激叠加疫后经济的快速回暖，供给不足而需求旺盛，在商品属性和金融属性的共同驱动下，大宗商品开始了新一轮快速上行，俄乌冲突也使大宗商品涨幅进一步扩大。而今年 6 月份以来，大宗商品价格出现明显下跌，RJ/CRB 商品价格指数从 6 月 9 日的 329.6 下降至 6 月 23 日的低点 106.2，同时原油、有色、煤炭等相关产品价格也出现不同程度下降，其主要因为美联储表态鹰派受，叠加投资者对全球经济下行风险担忧加剧，海外流动性和投资者情绪均受到影响，商品的金融属性掣肘其产品价格，引发大宗商品价格短期调整。但从供需角度看，目前全球资源品供需偏紧的态势仍在，俄乌冲突的持续使能源供给端偏弱，而需求端目前未有大幅明显下降，因此**从大宗商品的金融属性来看，资源品价格上行持续或有一定阻力，但目前大幅持续下行概率较小。**若未来全球经济下行加剧，经济周期转向衰退，能源需求端进一步下行，“能源危机”得以缓解，大宗商品价格或将逐步进入大趋势下行区间。

图 1：近期大宗商品价格有所下跌



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：煤炭及 COMEX 铜期货结算价下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色等国际定价的大宗商品价格受海外流动性影响更大，煤炭受影响更小。全球大宗商品作为标准化的物质商品，不同商品有不同的商品定价机制。我国作为石油和天然气开采产品、有色金属、铁矿石等的重要进口国，对外依存度较高，国内相关大宗商品价格与国际商品价格关联性很强，RJ/CRB 商品价格指数与我国 PPI 走势相关度极高，对外依存度较高的资源品易受到国际商品价格波动的影响。但除此之外，我国煤炭目前自给度高达 93%，对外依存度低，国内煤炭价格受国际影响更小，更多受到国内供需两端的影响。

图 3：国际大宗商品价格指数与我国 PPI 走势相关度较高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4：CRB 现货指数与美元指数走势呈反向



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

大宗商品价格回落对行业的影响是通过“商品价格下行-影响投资者情绪”和“商品价格变动-上下游行业利润转移-影响各行业基本面”两条途径进行传导。A 股市场各板块涨跌情况来看，对于本身上游行业，大宗商品下跌期间，上游资源品板块涨跌幅在各行业内排名靠后，煤炭板块走势与煤炭期货价格走势较为同步，有一定关联性，有色金属板块走势一般提前于大宗商品价格变动。中下游板块一般表现相对较好，从 2006 年以来的 5 次大宗商品价格下跌期间来看，其中食品饮料、医药生物、房地产、计算机、农林牧渔、纺织服饰等行业在各行业涨跌幅排名中均靠前。

图 5：煤炭期货价格与煤炭板块价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6：LME 铜现货结算价与有色金属板块价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7：大宗商品下跌期间各版块涨跌幅排名

每轮大宗商品下跌区间板块涨跌幅排名	开始日期 结束日期	2006-05-11	2008-07-02	2011-04-29	2014-06-20	2020-01-06
		2007-01-18	2009-03-02	2012-06-21	2016-02-11	2020-04-21
上游资源	石油石化	22	27	17	31	30
	有色金属	27	20	13	29	25
	煤炭	31	31	18	30	31
中游材料	基础化工	16	29	21	13	17
	钢铁	4	30	30	19	22
	建筑材料	9	2	29	25	4
中游制造	机械设备	10	5	27	12	15
	国防军工	2	10	23	14	11
	轻工制造	15	21	26	8	19
	建筑装饰	19	9	15	5	13
	电力设备	26	1	31	15	8
下游需求	农林牧渔	20	16	16	9	2
	食品饮料	3	19	1	27	7
	纺织服装	13	17	14	1	16
	商贸零售	8	24	22	11	14
	医药生物	17	3	8	23	1
	汽车	6	4	24	22	21
	家用电器	21	7	12	21	27
	房地产	7	6	2	2	24
	综合	23	18	20	7	9
金融与公用事业	公用事业	25	11	10	18	20
	环保	28	12	5	16	10
	交通运输	14	26	25	6	26
	社会服务	18	28	3	4	23
	银行	5	23	11	26	29
	非银金融	1	25	4	17	28
TMT	计算机	24	14	9	3	3
	传媒	29	8	6	20	18
	通信	11	22	28	10	6
	电子	30	15	19	24	12

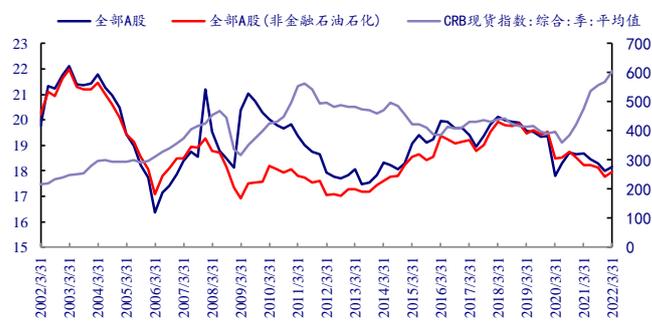
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

关注成本回落带来的上下游利润转移，部分中下游行业盈利将迎来改善。复盘全 A 盈利与大宗商品表现，A 股整体营收及利润增速与大宗商品价格趋势有很强的关联性，全 A 盈利一般会提前一年比大宗商品价格见顶，主要经济面的下行会带动上市公司整体营收增速的下行，同时大宗商品价格也将受到经济基本面转弱的影响下行。**大宗商品价格的下跌虽然会带来 A 股整体盈利面的走弱，但上游利润的重新分配也将带来 A 股毛利率的整体抬升**，大宗商品价格与全 A 毛利率有较高的反比关系，主要因为上游资源品价格的回落会带来中下游部分行业的成本下降，从而带动企业毛利率的上升。

5 月工业企业利润数据来看，上下游利润分化逐渐弥合。各行业利润增速来看，上游采掘及原材料加工业中各版块 1-5 月利润总额累计同比虽仍较高，但较 1-4 月均有不同程度的下降，其中煤炭开采和洗选业下降最多，1-5 月利润累计同比为 147.7%，对比 4 月份为 199.3%。设备制造业则盈利水平则环比抬升，通用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业和仪器仪表制造业 1-5 月利润累计增速分别为 -21.3%、-3.2%、14.6%、0.2%、-9.6%和 21.6%，均较 1-4 月的盈利增速有所改善。整体来说，5 月工业企业利润增速较 4 月有所改善，各行业板块之间利润分化逐渐弥合，中游制造业盈利增速上行，随着稳增长措施的逐步出台，全 A 盈利面或将逐步回暖。

图 8：全 A 营收增速高点一般提前 CRB 现货指数 1 年见顶

图 9：大宗商品走势与全 A 毛利率成反比态势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：2022 年 5 月设备制造业利润增速明显抬升

利润总额累计同比 (%)	板块	2022-05	较上期
上游采掘及原材料加工业	采矿业	130.90	15.00
	煤炭开采和洗选业	174.70	24.60
	石油和天然气开采业	135.00	3.00
	黑色金属矿采选业	-0.70	10.20
	有色金属矿采选业	54.20	8.70
	非金属矿采选业	14.90	1.80
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-29.60	0.20
	黑色金属冶炼及压延加工业	-64.20	8.50
	有色金属冶炼及压延加工业	26.60	13.70
工业品制造业	化学原料及化学制品制造业	13.80	1.00
	化学纤维制造业	-54.20	0.60
	橡胶和塑料制品业	-24.70	6.20
	非金属矿物制品业	-3.30	6.20
	制造业	-10.80	2.50
	金属制品业	-9.80	1.80
设备制造业	通用设备制造业	-21.30	2.70
	专用设备制造业	-4.60	3.80
	汽车制造	-37.50	4.10
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.20	10.10
	电气机械及器材制造业	14.60	6.90
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.20	3.10
	仪器仪表制造业	-9.60	2.20
	其他制造业	21.60	8.10
	金属制品、机械和设备修理业	-50.00	7.80
	下游消费品制造业	农副食品加工业	-8.30
食品制造业		10.10	0.70
酒、饮料和精制茶制造业		21.00	0.10
烟草制品业		7.20	0.70
纺织业		-2.50	3.50
纺织服装、服饰业		-4.60	6.50
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		3.20	1.60
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		-5.90	5.10
家具制造业		-2.10	5.00
造纸及纸制品业		-48.70	0.80
印刷业和记录媒介的复制		-9.60	2.30
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		4.40	3.60
医药制造业		-20.60	6.90
公用事业	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-24.70	4.60
	电力、热力的生产和供应业	-26.90	6.10
	燃气生产和供应业	-17.00	0.40
	水的生产和供应业	-18.60	1.60

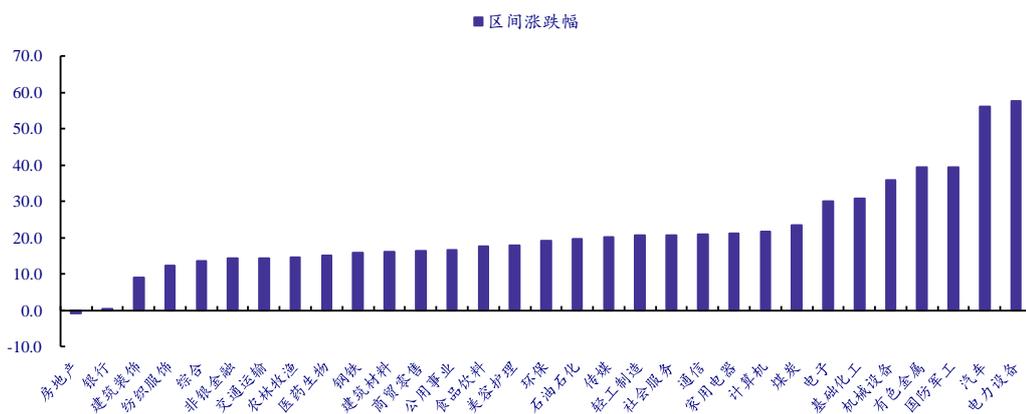
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、7月指数或宽幅震荡，关注财报优质个股

自今年4月底开始，在稳增长政策密集出台的催化下，A股市场进入月度级别的反弹通道，截至6月29日，上证指数和创业板指分别上涨18%和32%，从行业风格来看，电力设备、汽车、国防军工等成长板块涨幅居前，分别上涨57.6%、56.1%和39.5%。周期板块如有色金属、基础化工、煤炭等受益于全球能源供需紧平衡的板块涨幅也较靠前。

展望7月，从反弹角度出发，本轮反弹已持续近两个月，反弹幅度在历次反弹中也较强劲。截至2022年6月29日，全A市盈率为18.1倍，相比4月26日的15.2倍有较大抬升，但较前期20倍左右的高点还有一定空间。热门行业换手率来看，截至2022年6月29日，电力设备、光伏、汽车等行业换手率达3.4%、4.6%和4.5%，均处行业较高位置，热门赛道交易拥挤度抬升，需注意风险释放风险，市场大概率呈震荡态势，反弹后期行业分化加剧。业绩角度出发，7月上市公司中报业绩开始披露，投资者目光更多回归行业本身，随着疫情逐步消退，稳增长效果逐渐显现，叠加上游利润向中下游行业转移，全A盈利逐步筑底，可关注业绩确定性较强的电新、半导体等板块以及有利润回升预期的消费品板块等，寻找业绩确定性较强的优质标的。

图 11：各行业区间涨跌幅（2022/4/27-2022/6/29）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

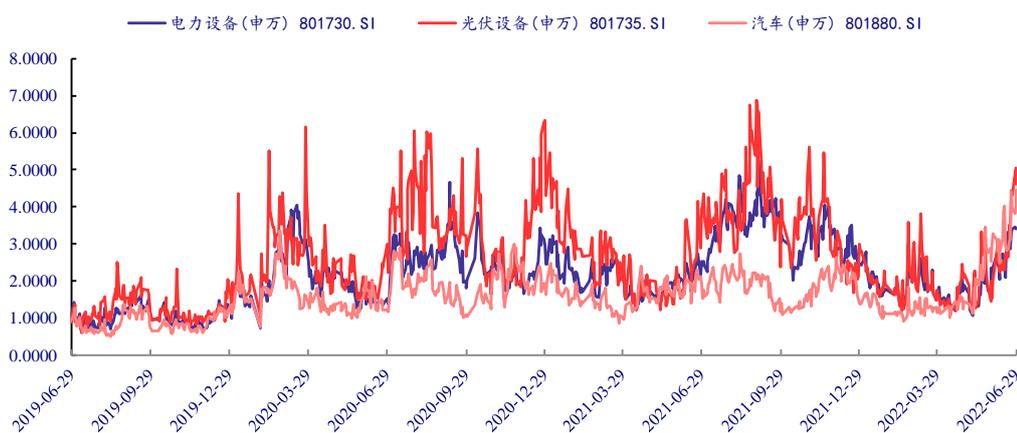
表 1：上证指数历次下跌期间反弹复盘

下跌阶段	反弹开始日期	反弹结束日期	PE (反弹首日)	前期市场下跌速度	反弹时间	反弹幅度	反弹速度	距离上次反弹时间间隔
第一次下跌：	2004/9/13	2004/9/23	22.5	-0.26%/天	9	14%	1.53%/天	-
2004/4/6-2005/6/3	2005/2/1	2005/3/8	20.0	-0.16%/天	19	11%	0.56%/天	88
	2005/3/30	2005/4/13	18.3	-0.14%/天	11	4%	0.40%/天	17
第二次下跌：	2008/2/1	2008/2/19	38.6	-1.41%/天	8	6%	0.80%/天	-
2008/1/14-2008/11/4	2008/4/21	2008/5/5	26.1	-0.66%/天	9	22%	2.39%/天	44
	2008/9/18	2008/9/26	14.2	-0.39%/天	7	19%	2.70%/天	97
第三次下跌：	2011/6/20	2011/7/15	13.9	-0.32%/天	20	7%	0.34%/天	-
2011/4/18-2012/12/3	2011/10/21	2011/11/15	11.8	-0.19%/天	18	9%	0.47%/天	65
	2012/1/5	2012/3/2	10.8	-0.17%/天	37	13%	0.36%/天	36
	2012/3/29	2012/5/7	11.4	-0.11%/天	23	7%	0.32%/天	20
	2015/7/8	2015/7/23	16.4	-1.75%/天	12	11%	0.89%/天	-

第四次下跌:	2015/8/26	2015/11/11	13.2	-0.81%/天	49	23%	0.47%/天	25
2015/6/12-2016/1/28	2018/2/9	2018/3/12	14.9	-0.90%/天	17	2%	0.12%/天	-
第五次下跌:	2018/4/23	2018/5/22	14.1	-0.24%/天	20	5%	0.23%/天	29
2018/1/24-2019/1/3	2018/7/5	2018/7/25	12.4	-0.21%/天	15	5%	0.35%/天	32
	2018/9/17	2018/9/28	11.8	-0.16%/天	9	5%	0.58%/天	39
	2018/10/18	2018/11/19	11.1	-0.17%/天	23	6%	0.24%/天	10

资料来源: 中国银河证券研究院

图 12: 热门行业换手率处于高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行业景气度

年初以来, 国际油价持续上涨, 国内成品油价涨多跌少。但近日, 受美联储加息以及投资者对全球经济下行风险预期加剧的影响, 原油价格承压, 国际油价高位回落, 并带动其他资源品价格下行。截至 6 月 27 日, NYMEX 轻质原油期货与布伦特原油期货结算价分别为 109.6 美元/桶和 111 美元/桶, 较之前 6 月 8 日的 122.1 美元/桶和 123.6 美元/桶均有所下行, 下降幅度较大。目前虽投资者对全球经济衰退的担忧加剧, 但原油供需紧张问题仍存, 后市来看, 短期油价大概率呈宽幅震荡态势。

煤炭来看, 本月煤炭价格也有所下行, 截至 2022 年 6 月 27 日, 大商所焦炭期货结算价为 3053 元/吨, 郑商所动力煤期货结算价为 840.4 元/吨, 大商所焦煤期货结算价为 2335 元/吨,

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_43533

