

6月金股组合

股票代码	股票名称
601872.SH	招商轮船
002409.SZ	雅克科技
300772.SZ	运达股份
603606.SH	东方电缆
603444.SH	吉比特
301153.SZ	中科江南

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3189.38	(0.00)
深证成指	10926.32	(0.47)
沪深300	3840.80	(0.12)
中小100	7166.17	(0.51)
创业板指	2182.10	(0.44)

行业表现 (申万一级)

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
煤炭	2.32	计算机	(3.00)
公用事业	1.61	通信	(2.81)
电力设备	0.70	传媒	(1.47)
食品饮料	0.54	电子	(1.42)
汽车	0.50	社会服务	(1.33)

资料来源：万得，中银证券

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
 (8621)20328310
 jun.wang_sh@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

中银晨会聚焦-20230629

■重点关注

【宏观经济】需要全面纠偏对我国债务的认知*徐高。进入2023年2季度，我国经济增长下行压力明显加大。当前各方虽普遍赞同应该通过更有力的宏观政策来稳增长，但在如何稳增长方面仍存在分歧。分歧的焦点是对我国债务的认识。

【宏观经济】1-5月工企利润数据点评*陈琦 朱启兵。工企利润同比降幅继续收窄。装备制造业盈利能力持续修复。产成品库存明显去化。工业企业盈利结构持续改善，但扩内需仍待进一步发力。

重点关注

【宏观经济】需要全面纠偏对我国债务的认知

徐高

进入 2023 年 2 季度，我国经济增长下行压力明显加大。当前各方虽普遍赞同应该通过更有力的宏观政策来稳增长，但在如何稳增长方面仍存在分歧。分歧的焦点是对我国债务的认识。

我国的债务，必须要放在我国消费不足、储蓄过剩、内需不足的宏观背景中才能得到完全的理解。我国因为企业部门与居民部门的财富效应联系被割裂，在投资回报率下降的时候，流向企业部门（尤其是国有企业和股权高度集中的民企）的收入并不会自动变成企业向居民的分红。这就使得我国消费不足、储蓄过剩的问题不会被市场自动纠正，从而长期存在。由于内需之中，消费才是最终需求，投资只是派生需求，所以当消费占经济的比重偏低，就会衍生出现内需不足的问题。

给定我国储蓄过剩、内需不足的宏观大环境，我国需要加杠杆。此时首先应该由政府来加杠杆——即政府发债来扩大财政支出。政府债务的约束，不在政府债务规模本身是大是小，而在于政府债务作用下的内需是否超过了国内供给能力。只要国际收支保持健康，并且没有通胀压力，政府加杠杆就不会碰到紧约束，可以持续进行。

过去几年我国的去杠杆政策并未减慢国内债务率的上升速度，反而有推高债务率的倾向。此外，去杠杆政策还更为明显地打击了经济中最具活力的民营部门，并给货币政策带来了明显干扰。当前，中国经济需要的是全面纠偏对我国债务的认知，放松自我施加在中国经济上的约束，从而扭转过去几年我国经济的不利走势，重塑各方信心，让经济发展重回正轨。

【宏观经济】1-5 月工业企业利润数据点评——盈利结构持续改善，但扩内需仍待进一步发力

陈琦 朱启兵

工业企业利润同比降幅继续收窄。装备制造业盈利能力持续修复。产成品库存明显去化。工业企业盈利结构持续改善，但扩内需仍待进一步发力。

国家统计局网站 6 月 28 日信息显示，2023 年 1-5 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，降幅较 1-4 月继续收窄 1.8 个百分点；5 月规模以上工业企业利润同比下降 12.6%，降幅较 4 月明显收窄 5.6 个百分点。

营业收入、成本方面，1-5 月工业企业营业收入累计实现 0.1% 的增幅，增幅较 1-4 月收窄 0.4 个百分点，每百元资产实现的营业收入为 78.1 元，较 1-4 月降低 0.1 元。1-5 月工业企业营业成本同比增长 1.2%，增速较 1-4 月回落 0.4 个百分点。

从量价角度看，价格仍是工业企业经营效益的主要拖累。1-5 月，工业企业营业收入同比增幅收窄，工业增加值仍有支撑，工业品出厂价格则为拖累。一方面，工业生产整体延续复苏，5 月工业增加值环比增速实现 0.63%，同比累计增速维持在 3.6%，对工业企业营收表现有所支撑。但另一方面，1-5 月工业品价格延续下行趋势，价格继续负贡献，PPI、生产资料同比降幅分别较 1-4 月继续走扩 0.5 和 0.6 个百分点。

装备制造业盈利能力整体继续改善。据我们测算，1-5 月，装备制造业对工业企业利润累计同比增速的正贡献上升至 4.3 个百分点，高于 1-4 月 2.1 个百分点；通用设备、汽车、铁路船舶等运输设备及电气新能源设备制造业均仍维持较高的同比增速水平。装备制造业与基建投资的关联性较强，行业利润的持续改善，或能侧面反映出基建投资的活跃。

工业企业盈利结构持续改善，但扩内需仍待进一步发力。截至 5 月，制造业利润占比已连续 4 个月回升，尽管当前工业企业利润整体表现弱势，但利润结构正在持续优化。价格因素是当前工业企业利润表现观测的主要干扰，为排除这一干扰，我们测算了不包含采矿业、上游产品制造业的“中下游工业企业利润增速”。1-5 月，中下游工业企业利润实际增速为 2.6%，较 4 月加快 0.5 个百分点，在上游价格回落、需求温和复苏的背景下，中下游实际盈利实现正增长，工业企业盈利结构正在持续改善。

但扩内需仍待进一步发力。今年以来，中下游行业成本端压力持续释放，但在出厂价格弱势、利润受限的背景下，工业企业生产意愿不强，当前仍处于“主动去库存”阶段；需求是“去库存”由“主动”变“被动”的关键所在，扩内需紧迫性进一步提升。

风险提示：海外衰退风险；地缘关系的不确定性。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 付万丛 S1300522030001 wancong.fu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 孙德基 S1300522030002 deji.sun@bocichina.com
 周亚齐 S1300522090002 yaqi.zhou@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com
 邹坤 S1300521070004 kun.zou@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com
 陈亮 S1300122090029 liang.chen@bocichina.com

银行研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com
 丁黄石 S1300122030036 huangshi.ding@bocichina.com

非银金融研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com
 张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com
 林祁桢 S1300121080012 qizhen.lin@bocichina.com
 杨逸菲 S1300122030023 yifei.yang@bocichina.com
 郝子禹 S1300122060027 ziyu.hao@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋 S1300517060001 peng.zhu@bocichina.com

传媒研究团队

卢翌 S1300522010001 yi.lu@bocichina.com

电新研究团队

李可伦 S1300518070001 kelun.li@bocichina.com
 武佳雄 S1300121070028 jiaxiong.wu@bocichina.com
 许怡然 S1300122030006 yiran.xu@bocichina.com
 李扬 S1300121080041 yang.li@bocichina.com
 李天帅 S1300122080057 tianshuai.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300122050006 zhongliang.xu@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮 S1300517040002 weiliang.tang@bocichina.com
 邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

家电研究团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300122070014 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300122030002 taimin.jiu@bocichina.com

纺织服装团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com
 丁凡 S1300521090001 fan.ding@bocichina.com
 杨雨钦 S1300121080061 yuqin.yang@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com
 王屿熙 S1300121080038 xialian.wang@bocichina.com
 刘桐彤 S1300122030039 tongtong.liu@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 刘国强 S1300122070018 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：(8621) 68604866
传真：(8621) 58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：(852) 21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
传真：(852) 21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：(8610) 83262000
传真：(8610) 83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：(4420) 36518888
传真：(4420) 36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话：(1) 2122590888
传真：(1) 2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼 (049908)
电话：(65) 66926829/65345587
传真：(65) 65343996/65323371