

# 两个大循环对利润拉动开始显现

## ——6月工业企业盈利数据的背后

### 核心观点

两个大循环是当前最重要的宏观逻辑，发挥供给优势支撑经济领先企稳，缓解经营压力，降低经营负担，推升营收增速和利润率帮助企业盈利维持高增长，推动累积库存持续去化。我们认为，在两个大循环的多重支撑下，企业盈利有望在Q3末、Q4初转正，企业库存也将逐步进入“蓄力”阶段。

### □ 两个大循环对利润拉动开始显现

1-6月工业企业利润同比增速-12.8%，前值-19.3%；6月工业企业利润同比增速为11.5%，前值6%。当前我国正在形成以国内大循环为主、国内国外双循环互促的新发展格局，国内大循环稳定需求、强化供给优势，国内国际双循环促进出口。

此前降成本政策呵护对企业盈利修复有重要作用，随着复工复产推进，在全球经济相对低迷背景下，我国经济领先性企稳，两个大循环对利润的拉动作用开始显现，国内经济企稳带动市场活跃度走高，提振企业营收和利润率，缓解现金流量表压力，1-6月工业企业营收及利润率分别为-5.2%和5.42%，同时借助我国的供给优势，二季度出口表现出超预期的强劲拉动，支撑经济企稳，改善企业经营，6月PMI新订单及新出口订单分别为51.4和42.6，环比回升0.5和7.3个百分点。

我们认为，中期两个大循环将对盈利产生持续拉动作用，内需稳中有进，供给优势持续支撑出口，在两个大循环利好下，企业盈利累计同比或在Q3末、Q4初转正。

### □ 后续库存将经历“下蹲-蓄力-起跳”三个阶段

2020年6月末规模以上企业产成品存货增速8.3%，前值9%。库存是需求和生产变动的净结果，我们认为接下来库存走势将经历“下蹲-蓄力-起跳”三个阶段，目前处于“下蹲”向“蓄力”演进的阶段。

6月库存延续去化，两个大循环产生的积极作用正在显现。需求端，内需领先性企稳，出口超预期强劲，工业用电量、铁路货运量等数据逐步回归常态，基建、地产投资带动内需稳定内需，PPI同比开始触底回升，中国供给优势带动出口数据表现较强，在全球整体贸易量显著下滑背景下，我国6月出口交货值同比增2.6%。生产端，未来仍有改善空间，本次疫情本质上仍是一轮供给出清，有助于提升产能利用率的合意水平，目前Q2产能利用率环比大幅回升至74.4%，仅达到16年底部，尚未达到18年底部，预计产能利用率仍有回升空间，有助于推动库存向“蓄力”和“起跳”切换。我们认为两个大循环的作用正在显现，短期，“投资带动内需+供给优势推动出口”是主导因素，将推动库存继续去化。中期，随着生产能力的进一步上升，部分逆周期政策支撑下降，库存将进入蓄力阶段。未来，全球经济回升叠加内需出口共振，有望促使库存周期向主动补库切换（起跳阶段），时间点最早可能在Q4。

### □ 行业结构：两个大循环重点提示两条行业逻辑

疫情对全行业供需产生较大冲击，但由于不同行业的需求和供给存在结构化差异，其库存及企业盈利也呈现结构性特征，我们提示，两个大循环有重要的行业逻辑：

一方面是畅通国内大循环推动需求回升、强化供给，二季度，高技术制造业的突出表现在利润和投资端均有反映，环保标准切换、基建项目加快推进带动汽车、专用设备行业的利润明显回升，基建推进对原材料制造业利润回升也有利好，在刚性必选消费、“宅经济”和补偿性可选消费的影响下，消费制造业盈利显著回升。此外，受益于市场活跃度提升和政策呵护，私营部门工业企业利润修复处于领先水平。在国内大循环的支撑下，前期累积库存持续去化，部分行业逐步向“蓄力”、“起跳”切换。另一方面是发挥我国供给优势弥补海外供需缺口、替代海外供给，我国产业门类全、经济领先企稳占据全球供应链重塑优势地位，我们前瞻提示出口超预期也得到印证，目前计算机通信、医药、造纸、食品等行业盈利回升较快，部分行业已经有一定补库的“抢跑”特征。

**风险提示：逆周期政策不及预期，经济、金融危机爆发，中美关系超预期恶化。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》2020.06.22
- 2《疫后经济二问：通胀还是通缩？》2020.06.23
- 3《疫后经济三问：流动性宽松到何时？》2020.06.23
- 4《疫后经济四问：财政资金用在哪？》2020.06.24
- 5《供给优势提振出口，进口转正或难延续？——6月进出口数据的背后》2020.07.14
- 6《6月经济数据：GDP增速验证出口超预期》2020.07.16

报告撰写人：李超

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

# 我们的产品



## 大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

## 条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

## 即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

## 云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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\\_3673](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3673)

