

库存上行为哪般？ ——工业企业利润数据背后的逻辑

核心观点

1-3 月工业企业利润同比-36.7%，利润继续沉底；3 月末产成品存货增速 14.9%，库存积压冲高。我们认为，企业盈利微升源于经济活动修复、企业生产提振。考虑内需回升占主导，后续企业盈利将保持震荡修复走势，Q2 外需大幅恶化是潜在风险。私营与国企利润走势分化，主因是前者重视经济效益、后者重视社会责任。需求刚性和预留利润是烟草制造业及农副产品加工业利润维持正增速的原因。一季度库存被动积压，预计二季度内需继续回升，海外疫情或导致外需在二、三季度承压，综合考虑我们预计 Q2 库存或进入震荡去库阶段，2020 年库存周期可能呈现出没有清晰周期的特征。在地产政策相对中性条件下，外需共振修复与内需回升形成合力，或能提升企业生产积极性，最早在四季度开始主动补库存。

3 月工业企业利润如何解读？——仍为负增，震荡微升

工业企业利润会不会更差？利润什么时候会转正？

——震荡修复概率大，转正还需看前提

如何看待国有企业和私营企业利润的分化？——国企重责任，私营重效益

为什么仍有部分行业增速为正？——需求刚性，预留利润

库存处在什么位置，二季度怎么看？——库存被动积压，Q2 震荡去库

什么时候才能开启主动补库存？

——最早四季度，内部关注地产政策，外部关注复苏共振

风险提示：海外疫情防控不及预期，各国疫情超预期恶化；全球央行超预期收紧货币政策，各国开始连续进行加息、缩表等货币政策；国内疫情二次爆发，国内货币及财政政策效果不及预期；地产政策超预期放松。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《LPR 如期降息，之后呢？》

2020.04.20

2 《短期看逆周期，长期靠改革——点评中央政治局会的几个要点》

2020.04.17

3 《进出齐升，逆差转正——3 月进出口数据点评》 2020.04.14

4 《特殊的降准与特殊的降息——点评 4 月 3 日央行宣布定向降准及下调超额存款准备金利率》 2020.04.03

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

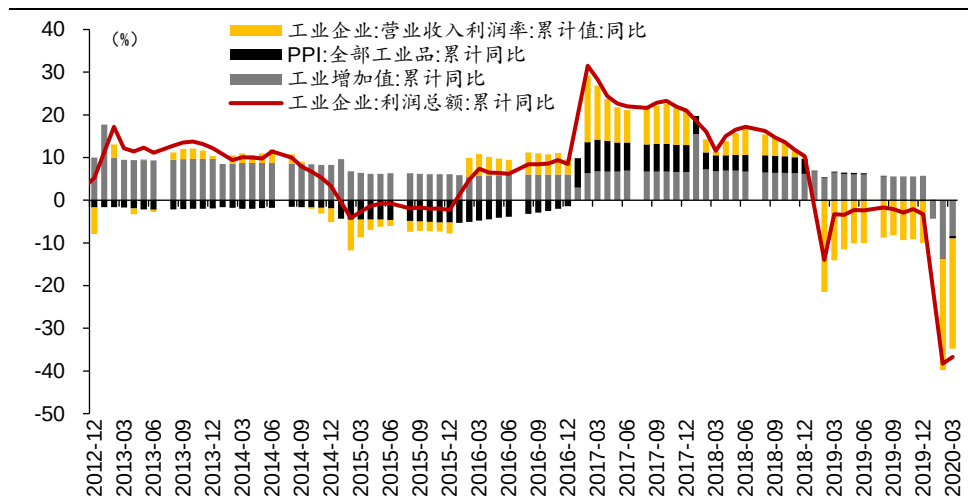
1. 工业企业利润：利润增速低迷，还要持续多久？

3月工业企业利润如何解读？——仍为负增，震荡微升

2020年1-3月工业企业利润同比增速-36.7%，前值-38.3%，去年同期-3.3%。其中，3月工业企业利润同比增速为-34.9%，去年同期13.9%。

3月利润如期小幅环比修复，疫情仍是短期影响企业盈利的关键因素。我们认为，3月经济活动开始修复，工业生产较2月有明显改观，3月工业增加值当月同比-1.1%，环比月增32.13%。但疫情对经济产生的次生伤害短期难以完全消除，各项防疫措施延续也导致复产复工恢复速度适当变慢，疫情走向“内防反弹+外防输入”阶段，需求出现结构性变化，内需升、外需降，叠加油价暴跌产生一定通缩压力，工业品价格承压，3月PPI同比-1.5%，环比-1%。此外，2月起一系列针对性的贷款支持、阶段性减税降费、免息补贴等政策落地，有助于为企业减负，降低经营压力，3月营收利润率小幅修复但对利润总额仍有较大拖累，3月营业收入利润率3.94%，环比回升0.4个百分点，同比降低1.34个百分点。综合来看，3月经济活动修复带来的“量”升是带动利润回升的主因，预计后续疫情的走势和经济影响、以及防疫政策仍将是决定企业盈利的关键因素。

图 1：工业企业利润分拆：工增回升带动企业利润微幅回升



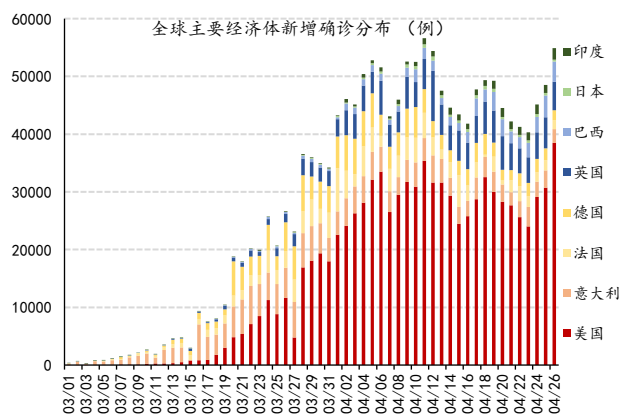
资料来源：Wind，浙商证券研究所

工业企业利润会不会更差？利润什么时候会转正？——震荡修复概率大，转正还需看前提

展望二季度，我们认为企业盈利震荡修复概率较大，疫情走势、疫情的影响和应对疫情的政策措施是决定后续企业盈利的关键因素。我们可以从价格、物量及利润率三个角度来看：价格方面，“内需回升+外需下降”叠加油价暴跌产生工业品通缩的特征，政策刺激效果发挥作用仍存在时滞，预计二季度PPI价格维持负增长概率较高。物量方面，3月工业增加值较1、2月有明显修复，工业生产的修复强度取决于内需和外需的综合作用效果，内需方面复工复产和政策刺激是主要支撑，外需方面全球总需求和供应链体系的受挫将拖累出口，后续内需的演进逻辑基本清晰，政策刺激决定了节奏变化，而外需仍存在一定的不确定性，部分外向型产业将阶段性承压，保出口、扩内需、出口转内销等政策将有助于对冲外需带来的利空，我们预计二季度工业生产震荡修复概率较大，但也同时提示外需大幅恶化可能是未来经济的潜在风险点。利润率角度，前期萎缩的内需开始显著修复，叠加阶段性减税降费等一系列降成本政策，对成本费用的上升有对冲作用，企业经营条件逐步好转，预计后续营业收入的回升将带动营收利润率修复。1-3月营收同比增速-15.1%，前值-17.7%，其中3月营收同比增速为-14.45%；成本费用角度，1-3月每百元营业收入的成本费用总计94.34元，较1-2月环比上升0.15元。综合价格、物量和利润率视角，我们认为，二季度工业企业盈利大概率震荡修复，最差的时间点或已经过去，潜在风险是外需大幅恶化或产生二次冲击。

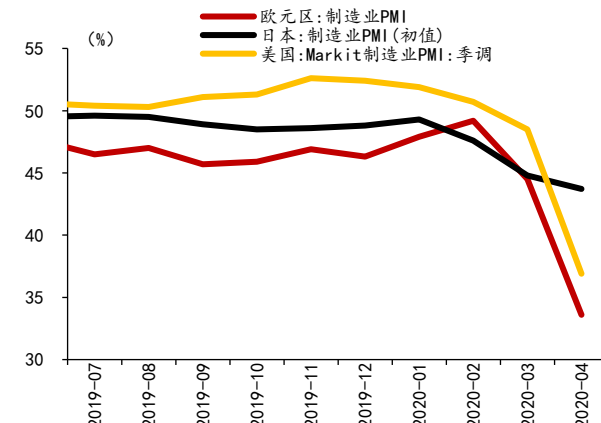
利润转正仍需时间，达成阶段性目标是重要前提。2019 年企业盈利增速较 2018 年明显下行，呈现触底逐步修复特征，此前不考虑疫情影响时，市场对 2020 年盈利增速回升有较强共识，但疫情冲击导致 2020 年企业利润跌至 2008 年历史底部，我们判断后续企业盈利增速逐步修复，转正仍需时间，转正的前提是下列阶段性目标可以逐步实现。首先，内需恢复至疫情前状态，复产复工达标助力工业生产全面恢复，预计 5 月起将逐步实现。其二，国内扩内需、促增长等方面政策效果逐步落地，关注两会政策定调。其三，全球疫情拐点显现，疫情在全球范围内逐步向好。我们认为，前两点确定性较强，未来自然需求+政策性需求+补偿性需求均将带动内需上升，能促进企业盈利的上升，产业利用率的回升，工业生产加速，基建投资、地产投资、消费等经济数据修复都是可观察的验证指标。但海外不确定性较高，一方面全球疫情拐点还未出现，另一方面欧美疫情还未有效防控，新兴市场国家的新增确诊人数开始增多，并有可能接替欧美成为疫情“震中”，不排除欧美经济下行风险和新兴市场潜在危机将对我国产生较大负面影响，全球低迷而中国“独善其身”的概率较低。因此，综合来看，我们认为相比关心企业盈利转正的时间点，内需回升、政策效果和海外疫情走势可能是更重要的前提，是阶段性关注的重点。

图 2：全球疫情走势仍不明朗



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：发达经济体制造业 PMI 明显下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

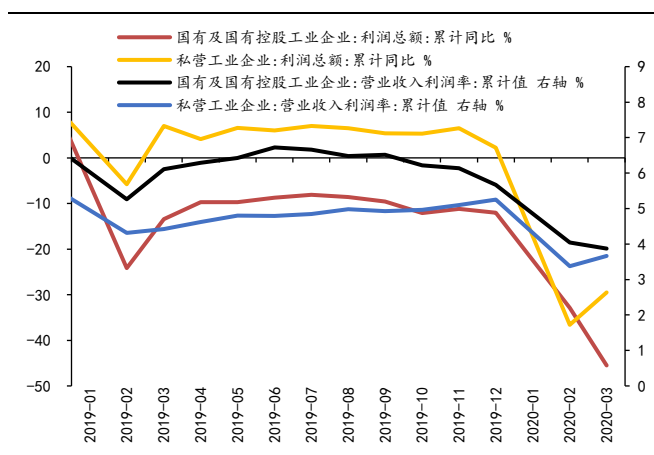
如何看待国有企业和民营企业利润的分化？——国企重责任，私营重效益

1—3 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 2226.7 亿元，同比下降 45.5%，前值-32.9%；民营企业实现利润总额 2344.8 亿元，下降 29.5%，前值-36.6%。

一季度，国企利润下滑、私营利润回升，符合预期，国企重社会责任，私营重经济效益。3 月国企每百元收入中成本 82.01 元，环比增加 1.44 元；3 月国企营业收入利润率 3.87%，环比继续下降 0.17 个百分点。我们认为，国有企业在经济运行中扮演重要的基础性作用，众多国企在其产业链上扮演重要枢纽角色，在抗击疫情、复工复产过程中国企也发挥带头作用；疫情时期国企承担重要的基础性社会责任，作为逆周期政策的重要抓手，2 月起国企也积极推进重大项目、重点工程的开工复产，相比“利润最大化”，国企更注重“社会责任最大化”，成本上行和营收利润率下行侧面印证国企在疫情期间更加注重社会责任，旨在保障经济合理、有序运行。

相比之下，私营企业更注重经济效益。3 月私营每百元资产实现的营业收入 96.1 元，较 2 月 81.7 元显著回升 14.4 元；3 月私营企业营收利润率 3.66%，较 2 月 3.38% 回升 0.28 个百分点。**私营企业更加注重经营效益**，3 月疫情好转，企业经营快速修复，一系列阶段性减税降费政策有助于为私营企业减负，经营成本和费用的变化不大，私营企业在经济修复阶段依旧注意保持利润率空间，每百元资产营业收入和营收利润率的回升可以印证。

图 4：营收利润率背离是国企、私营利润走势分化的主因



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：国企与私营在成本、费用、收入等方面的比较

项目	时间	国有控股企业	私营企业
每百元营业收入中的成本 (元)	1-2 月	80.57	86.67
	1-3 月	82.01	87.07
每百元营业收入中的费用 (元)	1-2 月	8.54	9.68
	1-3 月	8.40	9.09
每百元资产实现的营业收入 (元)	2 月末	48.00	81.70
	3 月末	50.60	96.10
营业收入利润率 (%)	1-2 月	4.04	3.38
	1-3 月	3.87	3.66

资料来源：Wind，浙商证券研究所

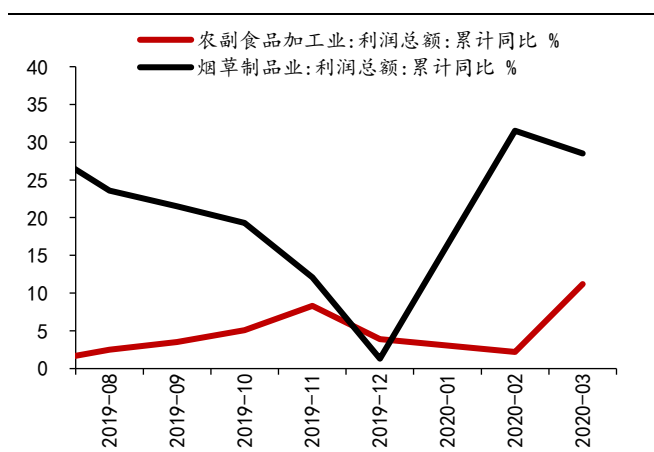
为什么仍有部分行业增速为正？——需求刚性，预留利润

利润结构：1-3 月份，在 41 个工业大类行业中，39 个行业利润总额同比减少，农副产品加工业和烟草制造业的利润总额同比分别增加 11.2% 和 28.5%。其他主要行业利润情况如下，汽车制造业下降 80.2%，化学原料和化学制品制造业下降 56.5%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 55.7%，电气机械和器材制造业下降 47.0%，通用设备制造业下降 39.9%，纺织业下降 38.8%，专用设备制造业下降 34.7%，非金属矿物制品业下降 34.0%，电力、热力生产和供应业下降 30.7%，有色金属冶炼和压延加工业下降 30.2%，煤炭开采和洗选业下降 29.9%，石油和天然气开采业下降 20.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业由上年同期盈利转为亏损。

疫情对经济产生显著冲击，为何仍有行业利润增速为正？我们认为，农副产品加工业和烟草制造业的利润为正主因在于需求刚性、预留利润等。农副产品加工业是指以农、林、牧、渔业产品为原料进行的加工业，虽然疫情产生较大冲击，但作为必选消费其需求具备一定刚性，疫情期间，春节备货、防疫囤货体现了需求刚性，疫情过后经济修复带动消费需求释放也有支撑，利润得以保持正增长。而烟草制造业方面，我们认为可能是需求刚性及预留利润所致。一方面烟草类消费需求相对具有刚性，疫情冲击有限；另一方面，2019 年上半年烟草企业利润相对较多，进入 2019 年下半年出现明显下滑，由于烟草企业中的国企较多，烟草国有企业利润是财政国有资本经营收入的重要来源，我们认为，有可能是 2019 年下半年企业预留利润以保障 2020 年上缴收入导致 2020 年一季度烟草企业利润较多。

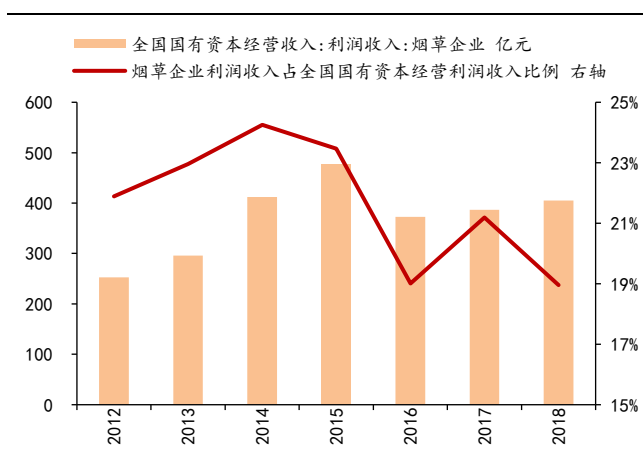
相比 1-2 月，3 月多数行业利润适当改善。先进制造业利润改善明显，3 月份制造业利润同比下降 34.6%，降幅比 1-2 月份收窄 8.1 个百分点；高技术制造业利润同比增长 0.5%，1-2 月份为下降 37.1%。生活必需品行业利润大幅改善，3 月份消费品制造业利润下降 8.7%，降幅收窄 7.8 个百分点。

图 6：农副产品加工业和烟草制造业利润增速保持为正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：烟草企业上缴利润是国有资本经营收入的重要构成



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 库存：如何理解没有周期的库存周期

库存处在什么位置，二季度怎么看？——库存被动积压，Q2 震荡去库

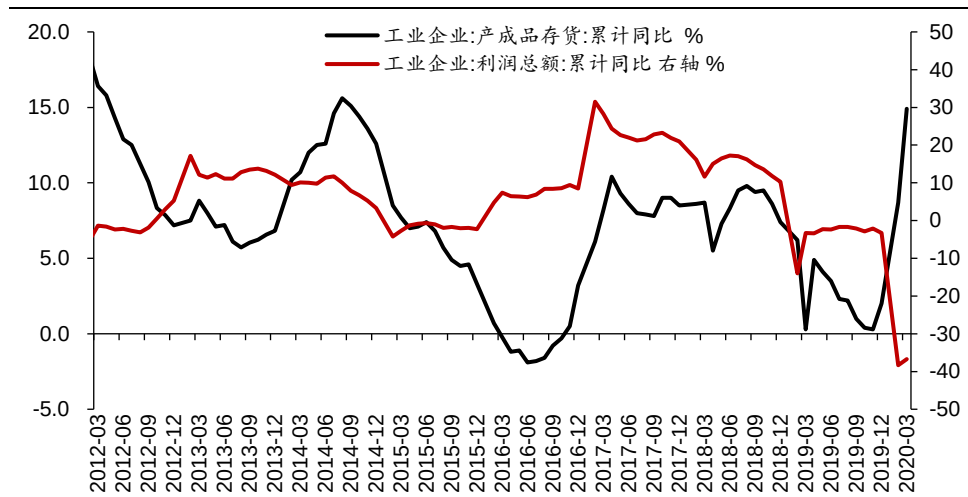
2020 年 3 月末规模以上企业产成品存货增速 14.9%，前值 8.7%，去年同期 0.3%。3 月 PMI 产成品库存 49.1，前值 46.1。

3 月库存被动积压，后续震荡去库或导致库存周期出现没有“周期”的特征。2020 年开年以来，一季度库存数据持续上行，并不是已经开启主动补库阶段，而是疫情冲击导致需求萎缩，销售不利导致库存被动积压，虽然疫情在 3 月适当好转但需求依旧相对低迷，2020 年一季度实际 GDP 增速环比大幅回落也是印证。

我们认为，短期库存上行或不可持续，疫情逐步可防可控，经济活动开始快速修复，内需回升是大概率事件，外需在二、三季度可能出现扰动，后续库存大概率在短期呈现震荡去库特征。内需回升确定性较强，不论是疫情过后经济修复带来的自然需求增加，还是逆周期政策带来的政策刺激需求，又或由于疫情产生的补偿式需求，都将助力内需回升。但外需仍面临较大不确定性，一方面疫情冲击全球总需求，对我国出口产生较大扰动，另一方面，我国作为全球产业链承上启下的枢纽环节，本轮疫情对全球供应链体系的冲击是显著的，对我国的外需产生进一步冲击，疫情过后全球产业链的修复较慢，预计也将扰动外需，部分外向型企业的出口新增订单将会受到一定冲击，如纺服、电子加工等。此外，全球疫情拐点仍未出现，后续仍需保持关注。企业生产还未恢复疫情前水平，短期防疫措施、限制出行等政策对企业生产能力仍有影响，截止 4 月底，汽车半钢胎开工率、6 大发电集团日均耗煤量等高频数据显示工业生产尚未修复到去年水平，全球供应链的中断也可能“反噬”影响我国的供给能力，特别是难以进行国产替代的生产资料。考虑前期积压库存和工业生产边际改善幅度有限，随着需求端的快速回升，预计短期库存数据将呈现出震荡去库特征。

此外，我们一直提示库存是生产、需求作用的综合结果，不能以库存周期本身去判断经济该往什么方向演进。2019 年年底我们提示“库存周期已经到达底部、2020 年将开启补库阶段”，但新冠疫情冲击经济导致库存周期“异化”，2020 年开年库存积压短期冲高，预计 Q2 需求复苏库存震荡回落，外需在二三季度可能产生扰动，随着供需格局收紧，最早四季度需求回升的信号可能促使企业转向主动补库，这一系列变化可能导致 2020 年库存周期总体震荡，表现出没有“周期”的特征。

图 8：库存被动积压，未来短期震荡去库概率较高



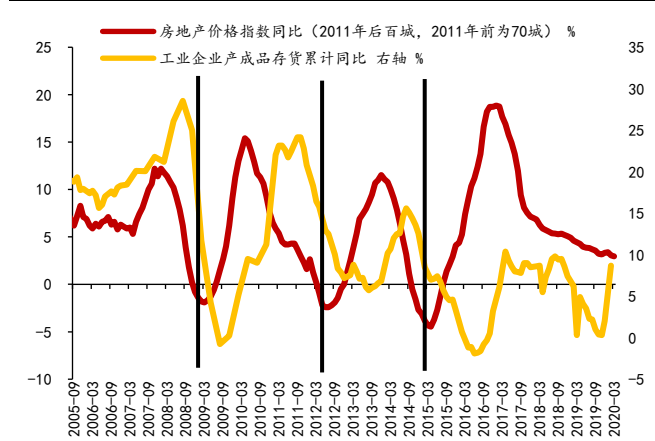
资料来源：Wind，浙商证券研究所

什么时候才能开启主动补库存?——最早四季度, 内部关注地产政策, 外部关注复苏共振

前文已经论述一季度需求塌缩导致库存被动挤压, 二季度大概率维持震荡去库特征, 2020 年库存周期可能呈现出没有“周期”的震荡特征, 那么什么时候才会开启主动补库存呢? 我们认为, 判断下一步库存周期向主动补库存切换核心关注以下三个变量: 内需、外需和供给调整, 三者综合结果显示, 主动补库存切换最早或在年末。

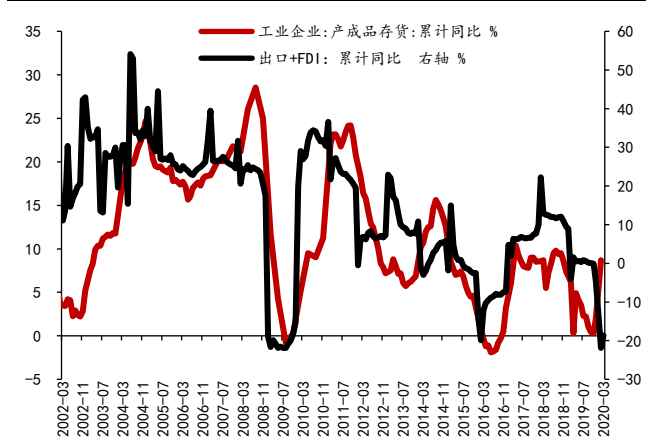
内需核心关注地产政策周期。自 2008 年以来, 中国经济形成了大致 3 年左右的周期性特征, 我们认为经济周期与房地产政策周期高度相关, 库存周期也是房地产政策周期的一个表现, 我们看到在房价见底之后的 6-18 个月中, 库存周期会完成筑底反弹转向主动补库存阶段。2016 年以来, 因城施策的房地产政策导致库存周期出现一定的异化, 各个阶段的表现与此前也有不同。当下来看, 疫情冲击导致经济基本面临较大挑战, 在房住不炒的基调之下, 部分地区边际放松了房地产政策, 尚不足以拉动房地产政策周期“全面向上”, 二、三季度地产政策边际大幅放松的可能性也不高, 因此, 我们认为, 在地产政策没有较大的边际放松情况下, 短期内需回升拉动作用有限, 不足以带动库存周期向主动补库存切换。

图 9：地产政策周期与库存周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：外需与库存周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

外需关注复苏共振。影响库存周期的还有外需, 外需对出口、制造业投资、工业增加值等均有一定影响。当前, 欧美等发达经济体疫情仍不乐观, 经济显著承压, 二季度 GDP 增速或成为美国、欧元区等国家和地区的全年最低点, 后续经济走势较难出现 V 字反弹, 失业率上升和收入减少冲击居民消费, 企业资产负债表也“伤痕累累”, 商品市场、劳动力市场等实际经济部门的修复不是一蹴而就的, 后续欧美经济增长可能呈现为“耐克型”走势, 二季度最差, 三、四季度环比修复。综合来看, 考虑海外主要经济体经济走势, 我们认为我国外需可能在二、三季度面临较大挑战, 最早在四季度, 包括欧美在内的全球经济增速可能出现积极回升, 形成复苏共振, 这种复苏共振产生的外溢效果可能对我国出口、制造业投资产生积极影响, 从而提升企业的生产积极性。

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_5560

