

宏观研究/动态点评

2020年02月03日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 市场下跌超出预期导致提前降息》2020.02
- 2 《宏观: 1 月 PMI 受疫情因素影响较小》2020.01
- 3 《宏观: 年底仍存较大降息可能》2020.01

补库初现端倪, 未来关注疫情扰动

2019 年 1-12 月工业企业利润数据点评

核心观点

2019 年工业企业利润同比-3.3%, 较上年下滑 13.6 个百分点。12 月当月工业企业利润同比-6.3%, 11 月为 5.4%。受成本上升、重点行业拖累、基数调高和资产减值计提等因素影响, 2019 年利润增速明显下滑。12 月末规模以上企业产成品存货增速 2%, 前值 0.3%, 补库初现端倪, 源于企业乐观预期修复带动工业生产适当发力, 未来补库切换需关注疫情及逆周期政策影响。借鉴非典经验, 我们认为新冠疫情对工业需求、企业生产、工业品价格、利润率和库存切换等均会产生负面影响, 预计会拖累企业盈利, 但考虑逆周期政策、摩擦修复等因素, 维持 2020 年企业盈利转正判断。

2019 年工业企业利润增速-3.3%

2019 年 1-12 月工业企业利润同比-3.3%, 1-11 月为-2.1%, 较 2018 年下滑 13.6 个百分点; 1-12 月制造业利润同比-5.2%。2019 年工业企业利润下滑受多重因素影响: 1、需求承压导致工业品销售及营收走弱; 2、原材料和用工成本上升导致利润空间压缩; 3、制造业利润增速下滑, 钢铁、石化、汽车等重点行业利润拖累; 4、个别行业及企业大幅计提资产减值损失, 根据统计局估计该因素拖累 2019 年利润增速下降 1.2 个百分点; 5、按可比口径调高 2018 年盈利增速基数。12 月工业企业利润同比-6.3%, 前值 5.4%, 我们认为费用上升、企业计提资产减值损失是当月数据恶化主因。

参考非典疫情经验, 2020 年新冠疫情或拖累工业企业利润未来走势

2003 年非典时期, 工业企业利润增速受疫情影响加速下行, 工业生产受非典因素扰动导致工业增加值出现回落; PPI 同比增速在 3 月非典疫情加速扩散后也出现回落; 营收利润率同比在疫情期加速回落, 疫情过后跌幅放缓; 此外, 2003 年非典时期已进入一轮补库周期, 但企业补库行为因疫情因素受到压制。借鉴非典经验, 我们认为疫情会冲击需求, 放假隔离、延迟开工等因素也影响企业生产, 公共卫生开支增加等因素会挤压利润空间, 补库切换也受扰动; 我们预计新冠疫情或适当拖累企业盈利走势, 但考虑政策对冲、中美经贸协议初步落地等逻辑, 维持 2020 年企业盈利转正判断。

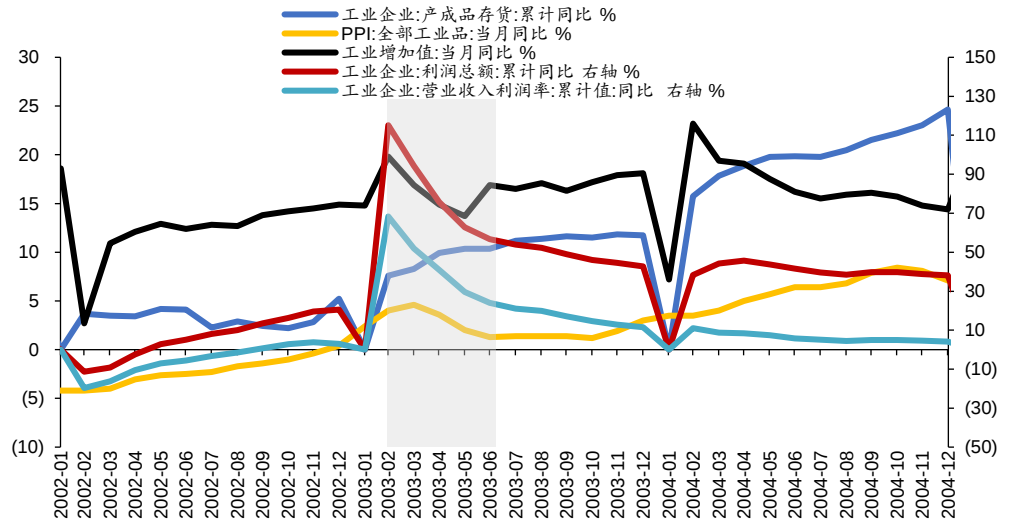
12 月末产成品库存增速 2%, 补库初现端倪, 新冠疫情或扰动补库切换

12 月末规模以上企业产成品存货增速 2%, 前值 0.3%。我们认为, 库存底部蓄力, 震荡回升, 宏观数据修复一定程度上带动了企业对经济的乐观预期, 工业生产适当发力促进库存回升。2020 年新冠疫情爆发, 非典时期企业补库受到一定压制; 疫情导致需求受挫, 延长休假、居家隔离、推迟复工等措施对企业生产也有影响。我们预计本次疫情可能对补库切换产生扰动。回溯库存周期, 需求侧政策刺激往往对库存周期的切换有重要影响, 我们预计随着疫情降温, 财政货币发挥逆周期作用, 政策刺激将推动去库向补库切换。12 月末工业企业资产负债率 56.6%, 同比降 0.2 个百分点。

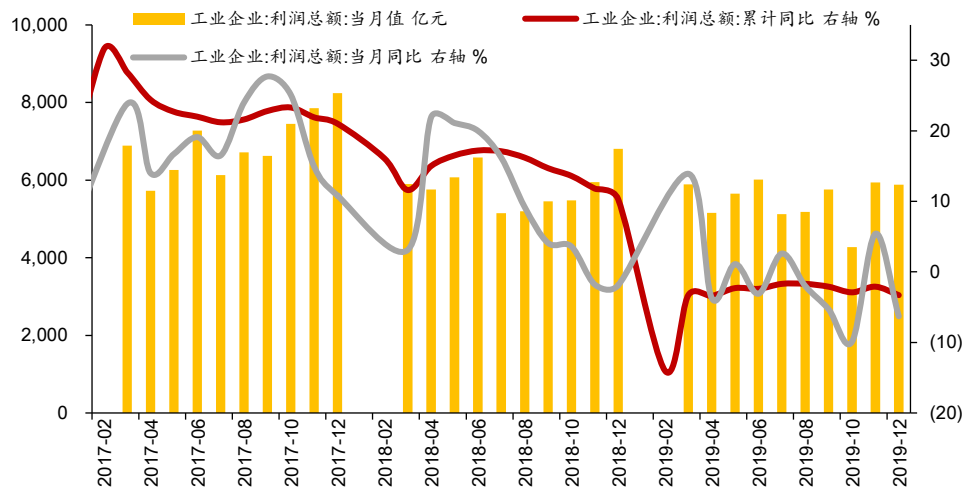
利润结构: 企业盈利总体下滑, 行业利润呈现结构性改善

2019 年, 在 41 个工业大类行业中, 28 个行业利润较上年增加, 利润总额下滑, 但行业利润呈现结构性改善。其一, 重点行业利润下降拉动作用明显。2019 年, 钢铁、化工、汽车、石油加工行业利润比上年分别下降 37.6%、25.6%、15.9%和 42.5%, 合计影响规模以上工业企业利润增速比上年下降 7.4 个百分点。其二, 高技术制造业和战略性新兴产业利润分别增长 4.8%和 3.0%。其三, 得益于减税降费、金融扶持等政策措施, 2019 年私营企业和小型企业利润分别增长 2.2%和 5.0%。其四, 多数行业保持利润增长, 9 个行业利润增速超两位数, 建材、医药、专用设备等行业维持较高增速。

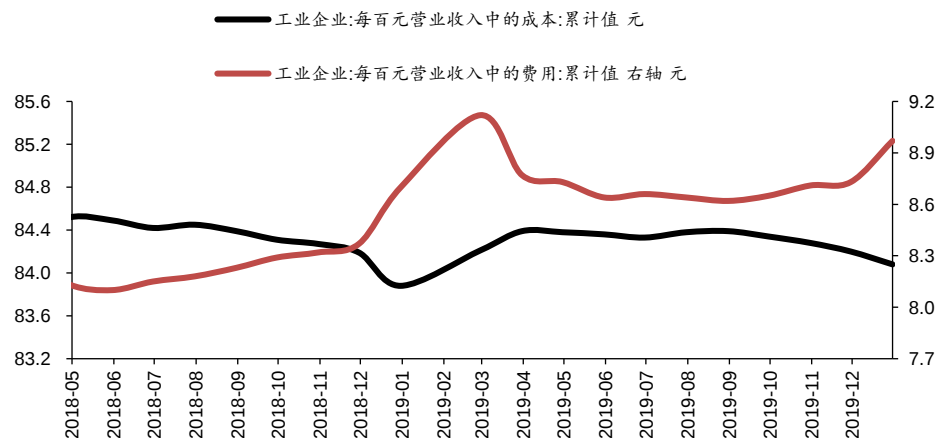
风险提示: 中美贸易摩擦超预期加剧, 美联储超预期加息, 全球流动性环境超预期收紧, 经济下行超预期拖累企业盈利, 政策效果不及预期。疫情进一步超预期恶化, 对经济数据产生较大冲击。

图表1： 非典时期，工业企业利润增速下降，企业补库也受影响

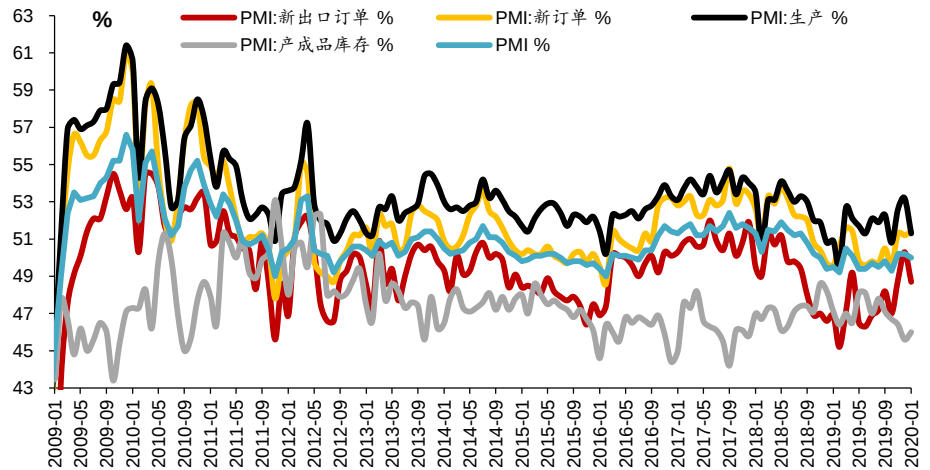
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2019 年 1-12 月工业企业利润增速-3.3%

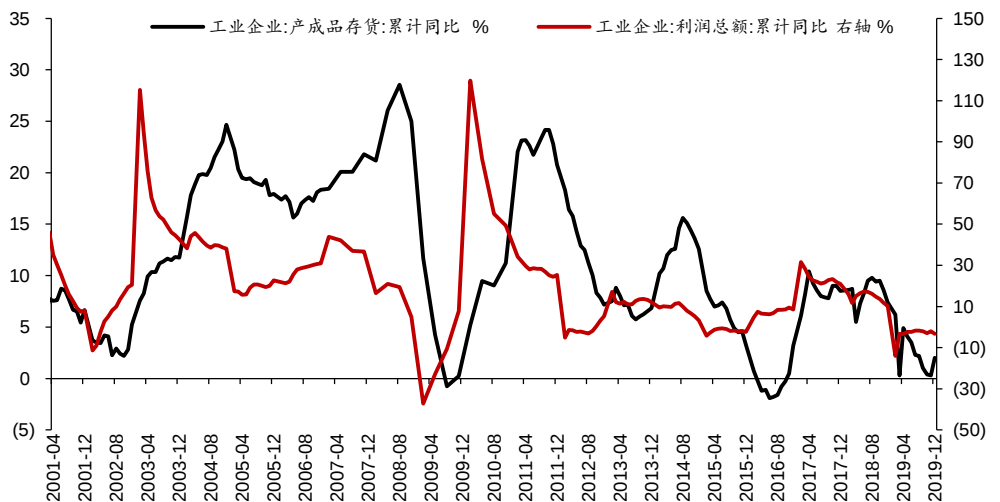
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 工业企业每百元主营业务收入中成本及费用变动

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 2020 年 1 月制造业 PMI 为 50，2019 年 12 月制造业 PMI 为 50.2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 2019 年 12 月末工业企业产成品库存增速 2%，底部蓄力

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧，美联储超预期加息，全球流动性环境超预期收紧，经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期。疫情进一步超预期恶化，对经济数据产生较大冲击。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_7447

