

宏观研究/动态点评

2019年12月27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：土地收入支撑政府性基金收入向好》2019.12
- 2《宏观：中美第一阶段暂时握手言和》2019.12
- 3《宏观：中央经济工作会议重中之重是什么？》2019.12

库存底部蓄力，盈利转正蓄势待发

2019年1-11月工业企业利润数据点评

核心观点

1-11月工业企业利润同比增速为-2.1%，前值-2.9%，11月工业企业利润同比5.4%，前值-9.9%，环比改善。11月PPI同比低位回升，工业增加值环比显著改善，我们认为量价回升带动了11月利润环比修复。11月末规模以上产成品存货增速0.3%，库存探底蓄力，预计将向补库切换，关注一季度政策发力，政策共振或导致去库向补库切换的表现较强。我们认为，2019年四季度起PPI底部回升将带动盈利修复，库存筑底并向补库切换也有积极作用，同时考虑基数效应、工业生产加速、企业利润率同比修复等因素，我们预计工业企业利润增速大概率在2020年一季度转正，蓄势待发。

1-11月工业企业利润增速-2.1%，预计2020年一季度盈利增速转正

1-11月工业企业利润同比-2.1%，前值-2.9%，11月当月工业企业利润同比5.4%，前值-9.9%。1-11月制造业利润同比-4.1%，前值-4.9%。我们认为，稳增长诉求下部分工业品原料、设备可能从四季度起加大生产力度，11月工业增加值环比显著改善，11月PPI低位回升，量价回暖共同带动11月工业企业盈利如期回升。我们对2020年企业盈利走势不悲观，考虑经济政策注重稳增长、库存周期切换、中美第一阶段“暂时握手言和”等因素，我们预计企业利润率、工业品价格稳中有升，工业生产也有积极表现，我们认为企业盈利增速“蓄势待发”，预计将在2020年一季度转正。

11月末产成品库存增速0.3%，底部蓄力，关注政策共振或促发补库切换

11月末规模以上企业产成品存货增速0.3%，前值0.4%。我们认为，根据营收利润率同比、PPI同比、库存增速等数据分析，库存逐步探底，处于“蓄力”阶段，未来关注去库向补库切换；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，政策刺激或导致去库向补库切换的表现较强，若行业自发补库则切换过程会被拉长。我们认为，稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和稳健略宽松的货币政策有望对冲经济下行速率，考虑未来政策共振影响，预计库存周期或在2020年上半年转向补库阶段。11月末工业企业资产负债率56.9%，同比降0.3个百分点。

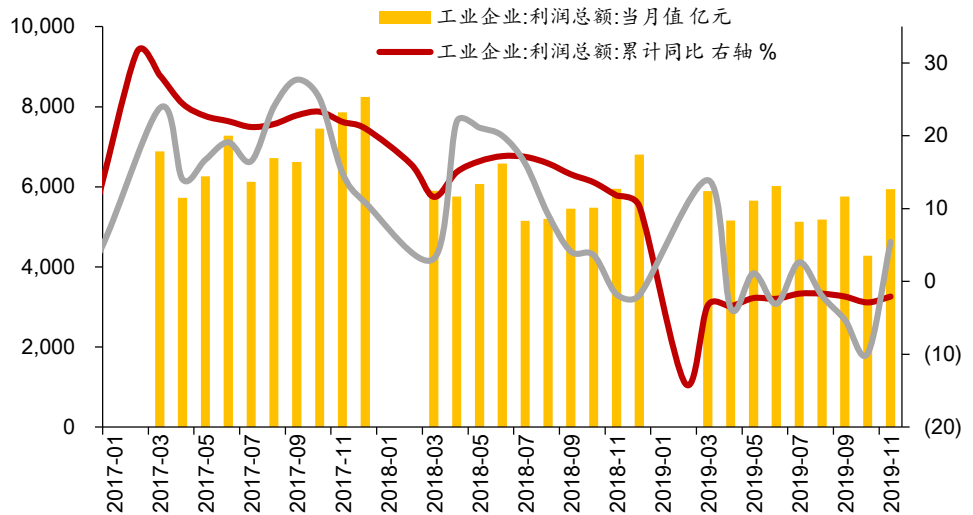
利润结构：消费制造业利润增速加快，私营及小型企业盈利增速上升

1-11月41个行业中28个行业盈利同比增加，13个下降。11月份，消费品制造业利润增速加快，消费品制造业利润同比增长8.2%，增速比10月份加快3.1个百分点。11月份，受市场需求有所回升、产品价格上涨等因素影响，化工、石油加工、钢铁行业销售增速加快，利润增长回暖。11月份，私营企业和小型企业利润增速加快，私营企业和小型企业利润同比分别增长14.7%和8.6%，增速比10月份分别加快9.9和5.6个百分点。11月份，国有控股企业和外商及港澳台商投资企业利润增速均由负转正，国有控股企业利润同比增长0.6%，扭转了今年下半年以来持续下滑的趋势。

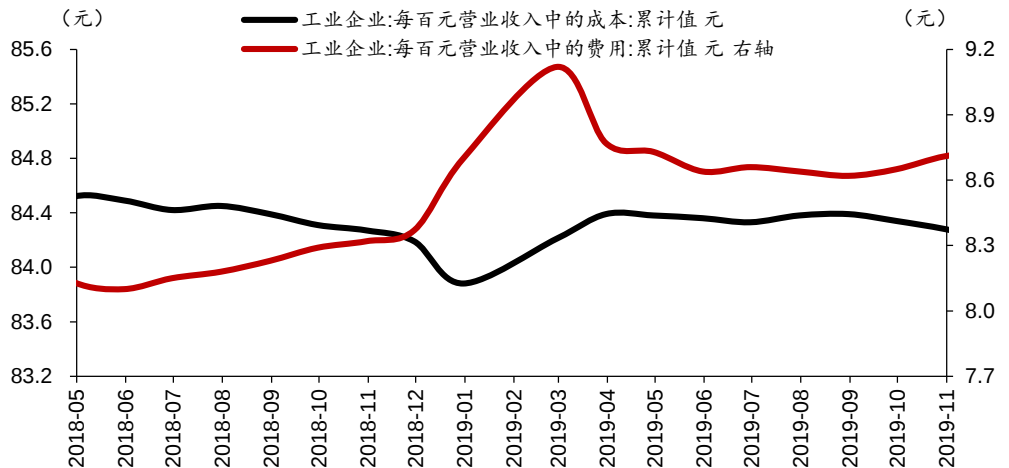
经济企稳信号乍现，“财政政策发力+货币政策扩信用”值得关注

11月，PMI重返荣枯线之上、工业生产数据出现反弹、消费回升，经济企稳信号乍现，投资表现仍需关注政策信号的影响。12月中央经济工作会议强调明年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，我们判断稳增长仍是重中之重，预计明年一季度政策刺激或将较为积极，政策工具可能前置。预计2020Q1专项债发行力度较大、注重形成实物投资；同时我们判断明年一季度货币政策注重扩信用，可能定向降准+PSL单月投放超1000亿，保证信用释放力度。考虑政策共振助力经济企稳，或加速库存周期切换，将对工业品价格、企业利润、周期股、利率等变量产生重要影响。

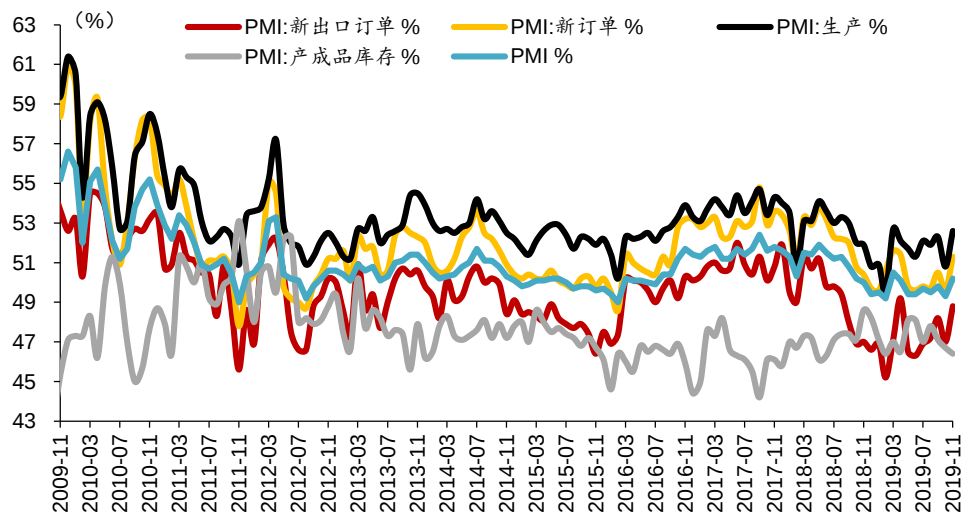
风险提示：中美贸易摩擦超预期加剧，美联储超预期加息，全球流动性环境超预期收紧，经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期。

图表1： 1-11 月工业企业利润增速-2.1%，前值-2.9%

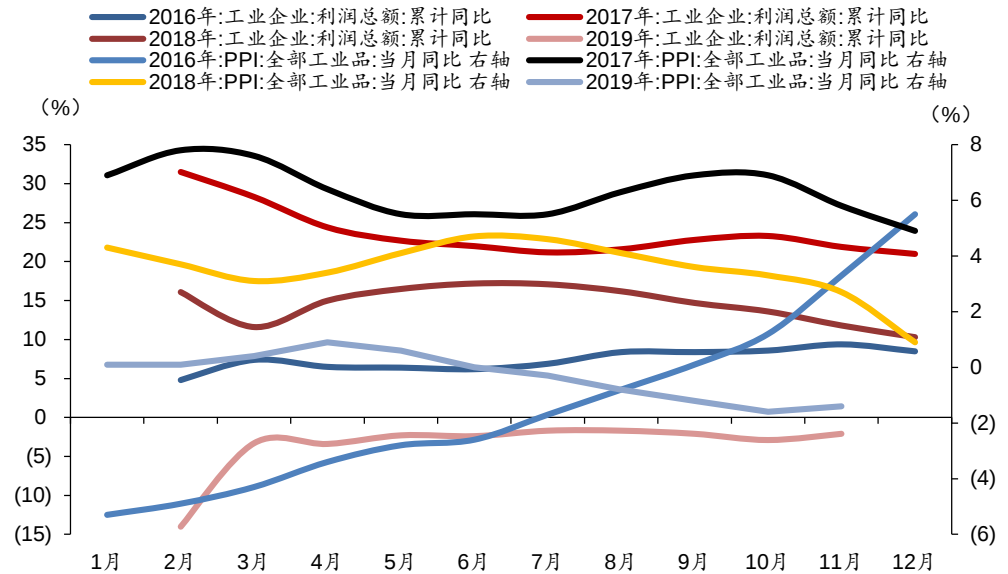
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 工业企业每百元主营业务收入中成本及费用变动

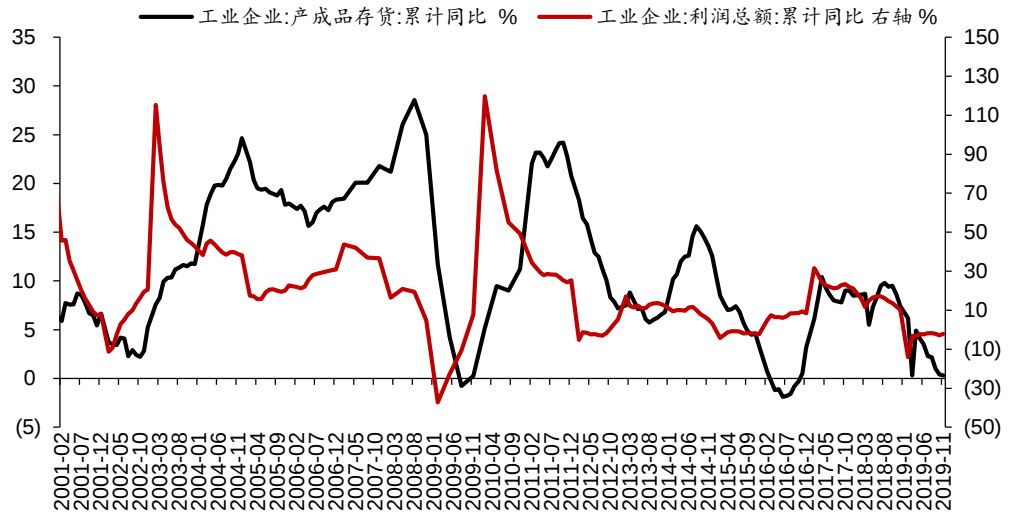
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 11 月制造业 PMI 为 50.2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 2019 年四季度起，PPI 筑底回升将对企业盈利产生积极影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 11 月末工业企业产成品库存增速 0.3%，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。

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 2019 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_8133

