

宏观研究/动态点评

2019年11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：政府性基金收入好印证地产需求好》2019.11
- 2 《宏观：艰难中的政策利率曲线下移》2019.11
- 3 《宏观：货币政策更加注重逆周期调节》2019.11

盈利小震荡无忧，等待政策兑现

2019年1-10月工业企业利润数据点评

核心观点

1-10月工业企业利润同比增速为-2.9%，前值-2.1%，10月当月工业企业利润同比-9.9%，前值-5.3%。我们认为10月利润下滑原因在于，PPI价格回落有一定拖累，经济下行压力影响企业生产、销售，美方关税实质性落地扰动企业利润率，经济普查调整可比口径对企业盈利也有扰动。10月末规模以上产成品存货增速0.4%，库存探底，预计未来将向补库切换，政策共振或导致去库向补库切换表现较强。我们认为，2019年底起PPI将开始修复回升，价格回升对盈利修复的带动也将更积极，库存筑底并逐步转向补库，预计工业企业盈利增速短期下降不会改变整体向上修复的趋势。

1-10月工业企业利润增速-2.9%

1-10月工业企业利润同比-2.9%，前值-2.1%，10月当月工业企业利润同比-9.9%，前值-5.3%。1-10月制造业利润同比-4.9%。我们认为，工业企业盈利仍处于波折修复状态，10月利润下滑主要原因在于，PPI价格回落有一定拖累，经济下行影响企业生产销售，美方关税落地对企业利润率有扰动，营收利润率环比下降0.06Pct。同时，经济普查调整工业企业，导致部分行业利润下降拖累整体企业盈利表现。考虑2019年年底PPI大概率开始触底回升，库存有望探底企稳，叠加2020年初政策共振影响，我们预计工业企业盈利会继续向上修复，价格回升会带动盈利修复表现更积极。

10月末产成品库存增速0.4%，底部震荡，关注政策共振或促发补库切换

10月末规模以上企业产成品存货增速0.4%，前值1.0%。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，“衰退式”被动去库存将逐步转向磨底阶段，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，政策刺激使企业去库向补库切换会表现较强，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。10月末工业企业资产负债率56.8%，同比降0.5Pct。

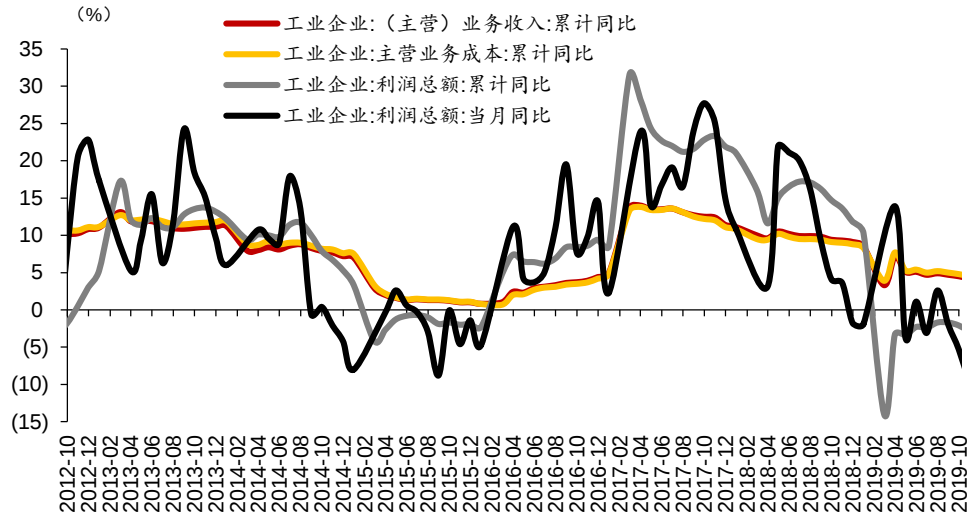
利润结构：行业利润继续分化，汽车、化学等行业继续拖累

1-10月41个行业中30个行业盈利同比增加，11个下降。2019年行业盈利结构分化较大，对整体拖累较大的行业表现依旧低迷，1-10月石油煤炭、汽车制造、黑色金冶炼压延、化学原料及制品等行业增速分别为-51.2%、-14.7%、-44.2%和-25.3%，汽车制造业等部分行业库存增速已低于2016年底部水平，未来利润修复仍需关注价格回升。高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业等行业利润增长加快，1-10月利润同比分别为7.5%、5.3%和2.0%，较1-9月分别增长1.2、0.7和1.1个百分点。1-10月份，私营企业和小型企业利润同比分别增长5.3%和8.8%，增速走势相对稳定。

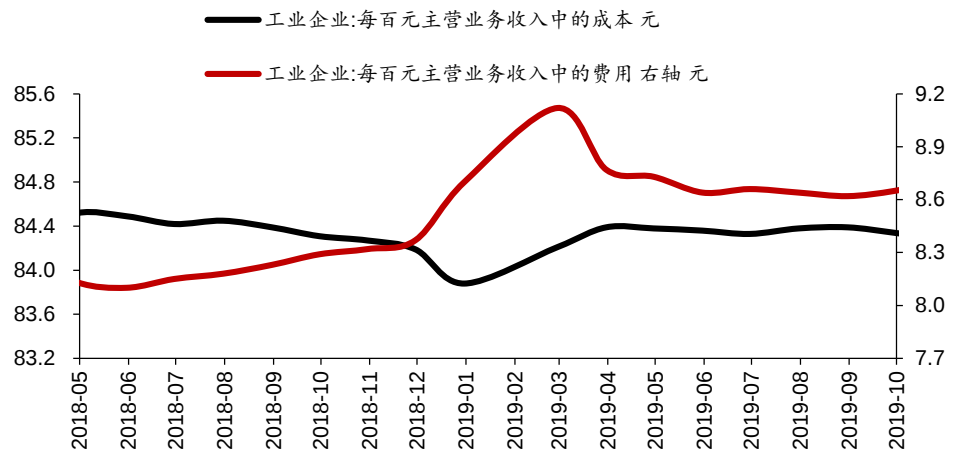
第四次经济普查落地，普查结果或扰动企业盈利表现

2019年起国家统计局在公布工业企业利润数据时明确表示，可比口径将根据第四次全国经济普查单位全面清查结果，对规模以上工业企业调查单位进行核实调整。2019年11月20日，国家统计局正式公报第四次经济普查结果，相较于2013年，2018年工业企业法人单位增加104.1万个，从业人员减少2504.3万人，经济普查将对被调查的工业企业范围进行调整，或对企业盈利产生扰动。我们认为参照四经普查调整后的可比口径，普查调整对工业企业整体盈利变动影响有限，对各行业扰动影响不同，化学原料及制品制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业等行业利润下滑。

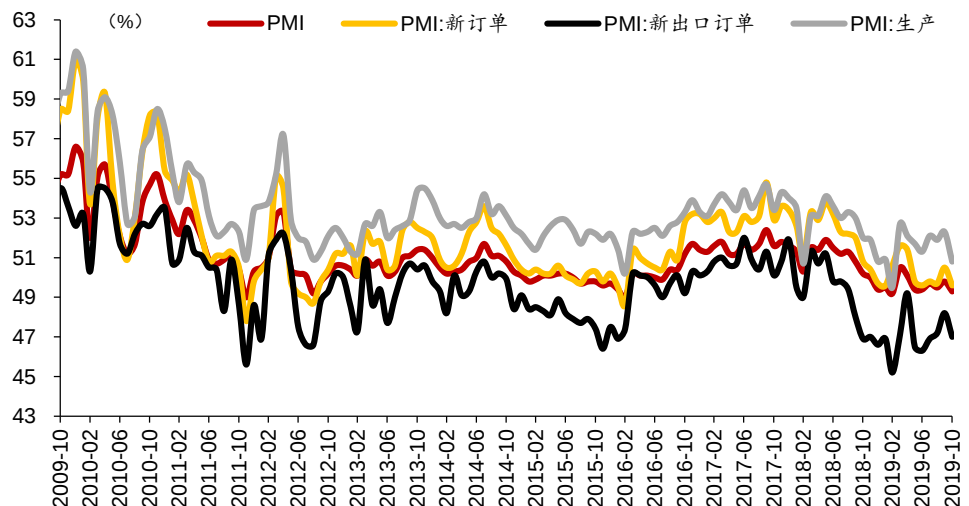
风险提示：中美贸易摩擦超预期加剧，美联储超预期加息，全球流动性环境超预期收紧，经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期。

图表1： 1-10 月工业企业利润增速-2.9%，前值-2.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

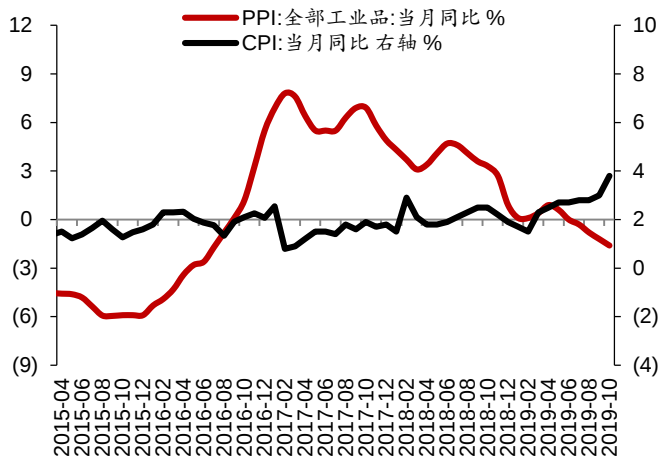
图表2： 工业企业每百元主营业务收入中成本及费用变动

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 10 月制造业 PMI 为 49.3

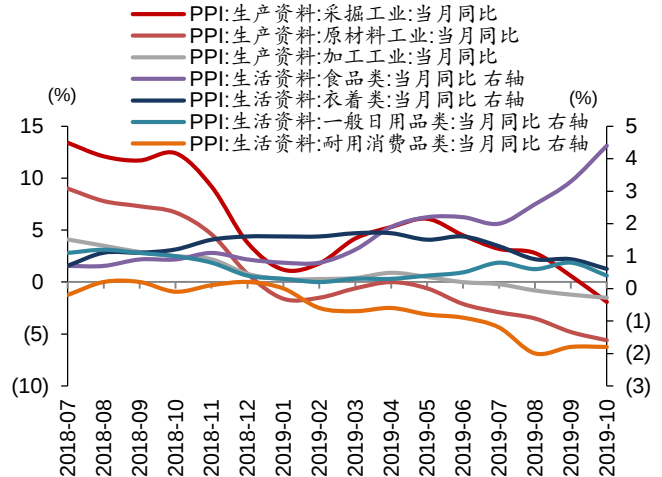
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4: 10月CPI同比3.8%,PPI同比继续下滑



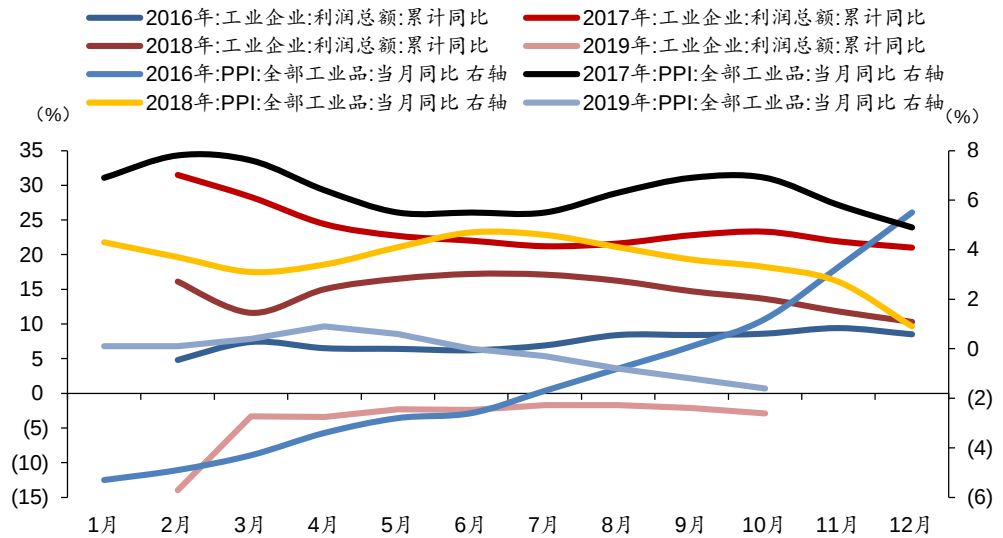
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PPI分项中多数回落,食品类上升



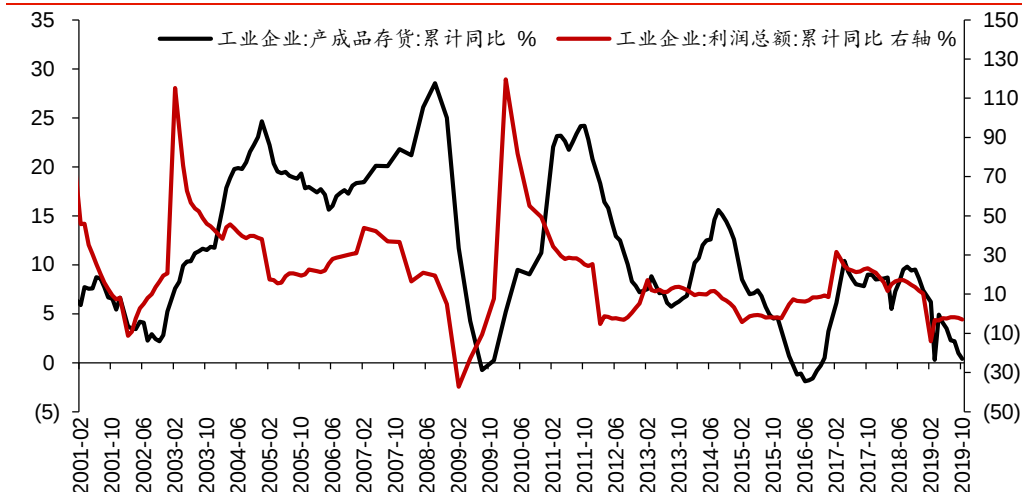
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 预计工业企业利润仍将保持向0%上方震荡修复的趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7： 10 月末工业企业产成品库存增速 0.4%，逐步探底，企稳可期



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。

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_8752

