华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/动态点评

2019 年 10 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：财政再发力，单月支出增速提升》2019.10
2《宏观：信贷多增，货币政策操作或较谨慎》2019.10
3《宏观：CPI 与 PPI 剪刀差扩大》2019.10

利润波折修复，关注库存探底

2019 年 1-9 月工业企业利润数据点评

核心观点

1-9 月工业企业利润同比-2.1%，前值-1.7%，其中当月利润同比-5.3%，前值-2.0%，9 月利润下滑主因是价格 PPI 拖累。2019 年前三季度规模以上工业企业利润总额的当季同比分别为-3.3%、-1.9%和-1.8%，我们认为盈利仍在修复，预计 2019 年继续向 0%方向修复。同时，考虑 2020 年 PPI 中枢回升、营收利润率向好，预计 2020 年工业企业利润增速将小幅抬升。9 月末规模以上企业产成品存货增速 1.0%，前值 2.2%，逐步探底，企稳可期，目前仍处于被动去库存状态，我们提示未来关注去库向主动补库的切换。我们认为，短期风险偏好修复，短期利率债及金银价格走势偏震荡。

1-9 月工业企业利润增速-2.1%，仍处于波折修复趋势

1-9 月工业企业利润同比-2.1%，前值-1.7%；9 月当月工业企业利润同比-5.3%，前值-2.0%。我们认为盈利仍在修复，2019 年前三季度规模以上工业企业利润总额的当季同比分别为-3.3%、-1.9%和-1.8%。我们认为价跌是 9 月利润下滑主因，9 月 PPI 价格回落形成拖累，工业增加值改善有微幅积极作用，减税降费的实质性效果逐步显现，营业收入利润率环比微升达 5.91%，物量及利润率变动难以抵补价跌影响。我们预计 2019 年企业盈利将维持向 0%修复趋势，同时考虑 2020 年 PPI 中枢适当回升、利润率边际转暖，预计 2020 年工业企业利润整体水平较 2019 年将适当上行。

9 月末产成品库存增速 1.0%，逐步探底，企稳可期，关注切换

9 月末规模以上企业产成品存货增速 1.0%，前值 2.2%，逐步探底，企稳可期，未来关注切换。我们认为，减税降费、消费和地产韧性等对需求存在正向影响，前期外部环境对生产和需求的存在扰动，导致前期库存探底过程或被拉长，本轮库存周期从 2016 年 7 月份开启，目前处于被动去库存阶段，考虑政策工具共振、外部环境缓和转暖、价格需求信号显现、库存周期略滞后于 PPI 和企业盈利变动等因素，我们认为未来去库将向补库切换，最早或在明年上半年转入新的补库阶段，关注去库向补库切换的积极影响。9 月末规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，同比降低 0.3Pct。

利润结构：利润增长扩散，汽车、电子利润回暖带动装备制造业修复

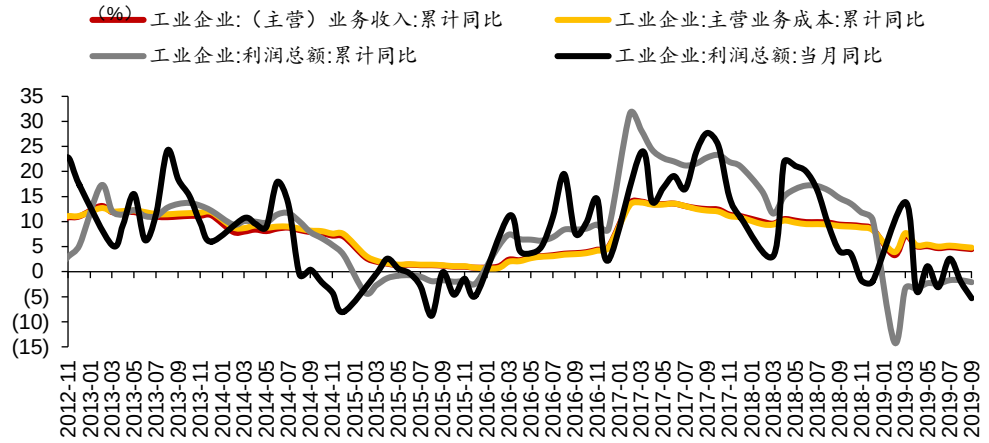
1-9 月 41 个行业中 30 个行业利润总额同比增加，利润增长行业较 8 月增多。1-9 月电力热力生产和供应业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、酒饮料和精制茶制造业利润同比分别增长 13.7%、11.8%、13.5%和 17.2%，合计拉动全部规模以上工业企业利润同比增长 2.7 个百分点。部分利润占比较高行业对整体企业盈利拖累较大，1-9 月黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业分别为-41.8%、-13.0%。汽车及电子行业利润回暖带动装备制造业利润增速由负转正，负向拖累有望降低以支撑利润增长。高技术制造业和战略性新兴产业利润继续维持较高增速。

短期风险偏好提升，2020 年初提示关注政策变量

我们认为稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率。考虑全国经济普查可能会追溯调高今年 GDP 增速，四季度 GDP 仍有突破阈值可能，我们认为 2020 年一季度的政策刺激变量可能会较强。资产配置方面，我们认为短期风险偏好适当回升，黄金价格短期偏震荡，中长期看好；叠加通胀扰动，利率债短期偏震荡，预计 2020 年一季度政策工具前置或带来利率上行，可能出现利率债配置窗口期；中长期我们认为新供给价值重估理论将有重要意义，资本流入或促使价值重估，在此逻辑下相对看好人民币核心风险资产。

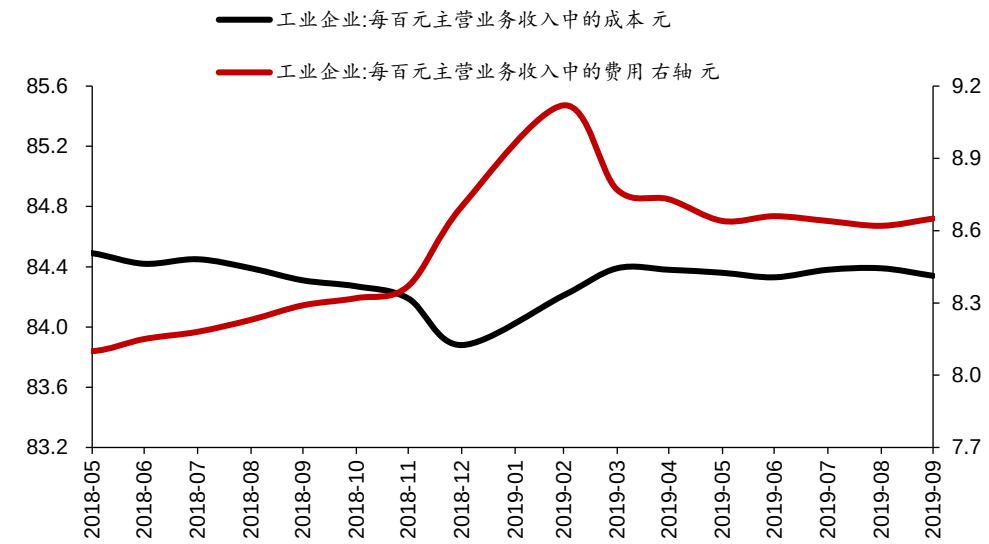
风险提示：中美贸易摩擦超预期加剧，美联储超预期加息，全球流动性环境超预期收紧，经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期，工业需求波动对银价存在扰动。

图表1：1-9 月工业企业利润增速-2.1%，前值-1.7%



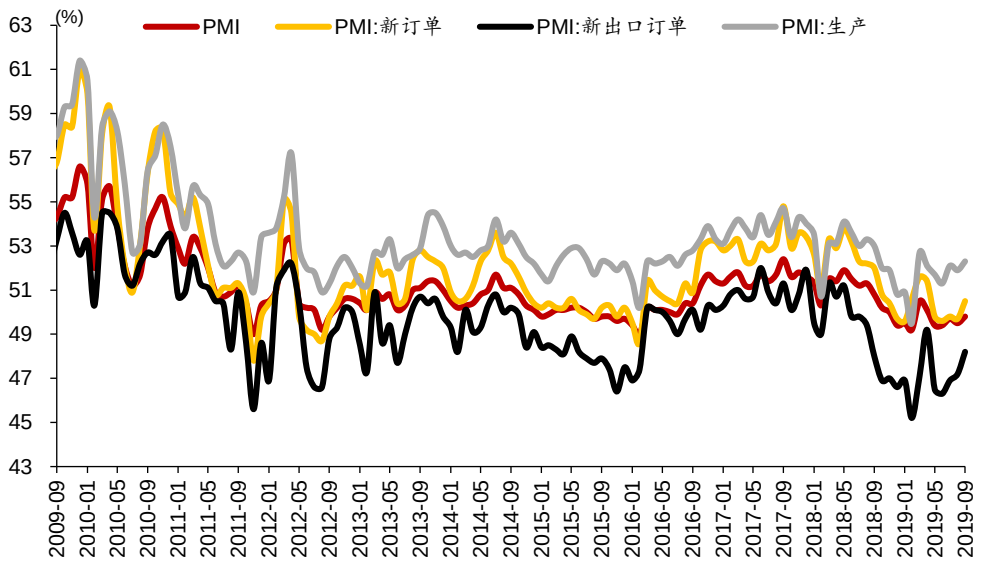
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：工业企业每百元主营业务收入中成本及费用变动



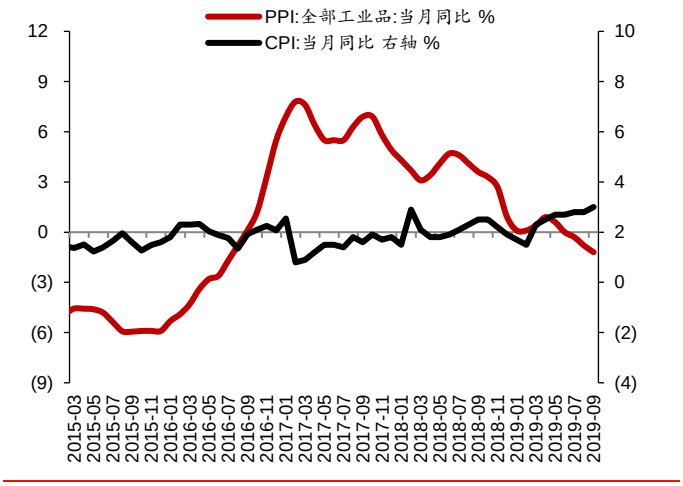
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：9 月制造业 PMI 为 49.8



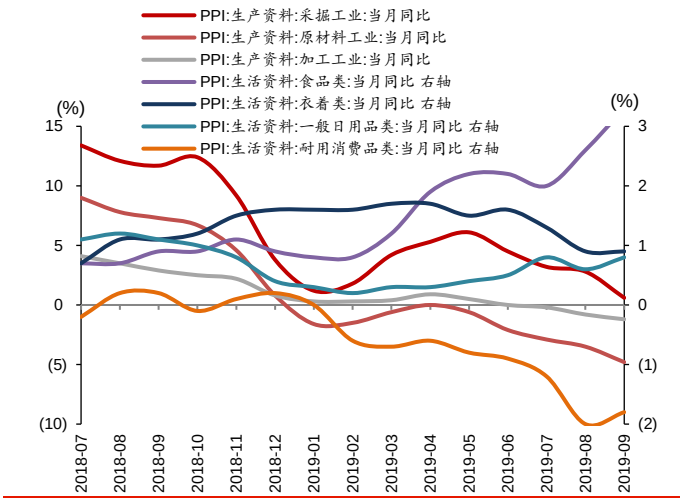
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：9 月 CPI 同比维持 3%，PPI 同比继续下滑



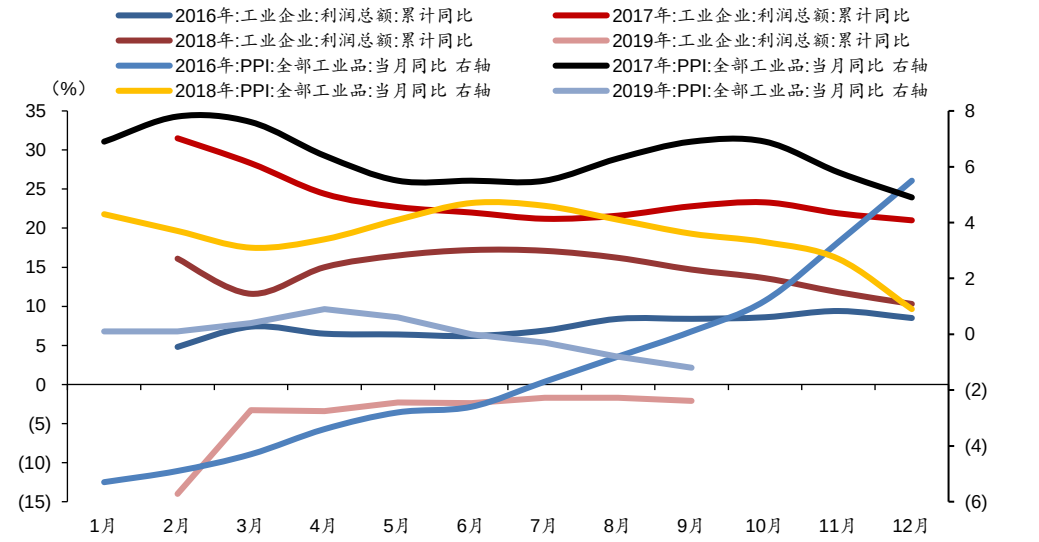
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：PPI 分项中多数回落，食品类上升



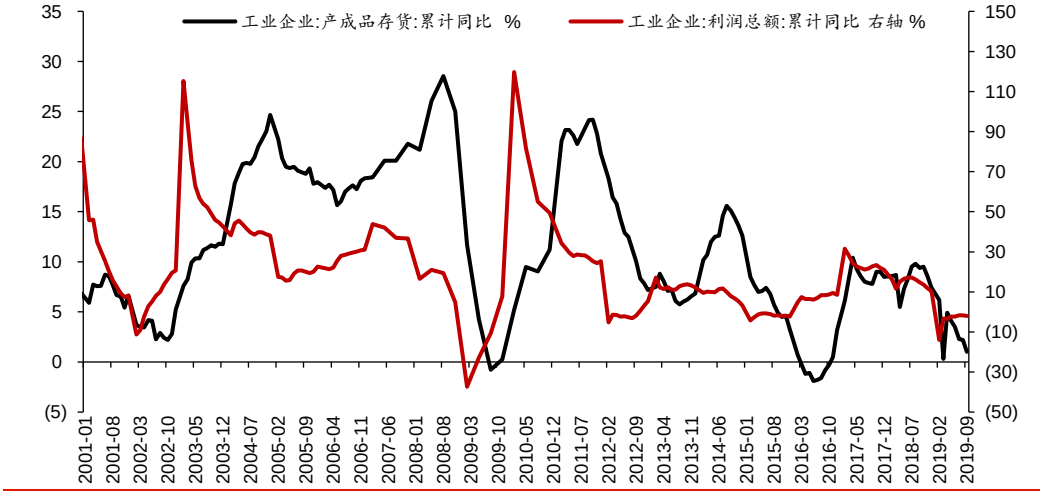
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：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7：9 月末工业企业产成品库存增速 1.0%，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，工业需求波动对银价存在扰动。

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_9415