2019 年 10 月 27 日

“生产-利润”背离，行业出现分化，关注工业生产复苏的持续性

——9 月工业企业利润数据点评 20191027

事件概述

10 月 27 日统计局公布 1-9 月规模以上工业企业效益数据。1-9 月全国规模以上工业企业利润总额 45,933.5 亿元，同比-2.1%，前值-1.7%；9 月单月全国规模以上工业企业利润总额 5,755.8 亿元，同比-5.3%，前值-2.0%。

分析与判断：

▸ **生产与利润背离，工业生产复苏持续性存疑。**

2019 年以来，受内、外需同时放缓的影响，工业企业盈利持续承压，规模以上工业企业利润总额累计同比年内持续保持在负增长状态，1-9 月利润总额的降幅较 1-8 月再度扩大 0.4pct。从单月看，9 月当月工业利润同比下降 5.3%，为年内最大程度的单月下降，降幅大幅扩大 3.3pct。

结合工业增加值、PPI 来看，9 月份工业领域存在“生产-利润”的背离：1）从生产角度看，生产存在边际企稳迹象。9 月工业增加值当月同比增加 5.8%，较 8 月份大幅提高 1.4pct，表明 7-8 月份台风对工业生产的影响基本消除，企业或存在赶工以弥补台风影响的可能。**2）从价格角度看，9 月工业品价格持续下滑。**9 月当月 PPI 同比-1.2%，降幅较 8 月扩大 0.4pct，自 4 月以来持续处于下行区间。综合来看，价格、利润持续下滑背景下，**生产复苏的持续性或较为有限**，9 月工业增加值的反弹可能更多地是对 7-8 月生产缺失的填补。

▸ **去库存继续加速，产成品周转加快。**

截止 9 月末，规模以上工业企业产成品库存为 42,383.3 亿元，较上月同比增长 1%，增速放缓 1.2%，自 4 月份以来持续下降。产成品存货周转天数为 17 天，较上月减少 0.2 天，同样自 4 月份以来持续保持加快。结合上文分析的“销量增+价格降”的背离来看，**工业企业在面临下游需求不振的局面下，主动加快了产销周期**，以实现资金的快速回笼，减缓收入端压力；因此，当前库存的放缓，**仍然处于企业主动去库存阶段，库存周期仍未见底，但库存压力得到了一定的释放，预计 PPI 仍有继续下降的可能。**

▸ **分行业看，制造业利润继续承压，两个子行业增速翻正。**

从三大行业的利润变化情况看，1-9 月采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润总额累计分别同比 3.1%、-3.9%、12.3%，较 1-8 月分别提高 1pct、下降 0.7pct、增加 1.3pct，**制造业利润自年初起持续处于负增长状态。**

41 个子行业中，11 个子行业（其中采矿业 2 个、制造业 9 个）1-9 月利润总额累计同比负增长。较上月相比，两个子行业利润增长由负转正，分别为计算机、通信和其他电子设备制造业及燃气生产和供应业，1-9 月利润总额累计同比分别为 3.6%、1.5%，较 1-8 月分别回升 6.3pct、2.1pct。黑色金属矿采选业增速最高，1-9 月累计增加 178%；石油、煤炭及其他燃料加工业增速最低，1-9 月累计下降 53.5%。

▸ **分性质看，国企利润继续负增长，民企利润增速放缓。**

从利润角度看，三大性质工业企业利润增长均呈现回落状态。1-9 月，国有及国有控股工业企业利润总额同比下降-9.6%，降幅扩大 1pct；股份制工业企业利润总额同比增速由正转负，录得-1.2%，较上月下降 1.2pct；私营工业企业利润总额同比增加 5.4%，较上月放缓 1.1pct。

从杠杆角度看，三大性质工业企业资产负债率变化幅度不大，整体呈小幅提升状态。截止 9 月末，国有及国有控股、股份制工业企业资产负债率分别为 58.4%、57.4%，与上月持平；私营工业企业资产负债率为 57.9%，较上月小幅提升 0.01pct。

投资建议：基本面继续确认长期债牛，建议把握短期交易性机会。

至此，三季度经济数据已经全部出炉，整体来看，**宏观经济长期下行压力仍然较大，9 月份反弹的持续性可能较**

弱。从工业领域来看，生产端的复苏或更多出于企业对 7-8 月台风影响的“赶工效应”，后续的表现仍然主要取决于需求端和库存周期。而需求端看，贸易摩擦边际缓和或对外需有边际提振，但在全球经济放缓和企业反应钝化的背景下，外需提振可能有限；内需则受到高通胀和预期的压制作用，短期改善的难度较大。**需求持续偏弱的格局下，价格预计继续下行，导致利润端难有起色，生产或难以出现持续有效地反弹，但库存去化的加速将释放一定的压力。**

短期看，政策面临较多的矛盾和掣肘，政策的变化是决定近期利率走向的主要因素。尽管猪肉价格的上涨由供给缺位引起，与货币关系不大，但若肉价继续保持高速增长，货币宽松与食品价格的共振同样值得警惕。而目前来看，实现年内经济增长目标以及 2020 年“翻一翻”目标的压力较为可控，是否需要进一步加大逆周期调节仍有待观察，建议关注就业数据的变化。

因此，我们仍然看好长期的债牛格局，但短期建议警惕政策不确定带来的震荡，**利率债把握短期交易性机会，信用债以票息策略为主，转债关注打新机会，静待估值消化。**

风险提示

政策不确定性加大。

分析师：樊信江
邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100006
联系电话：010-51662928

【华西固收】2019年1-9月规模以上工业企业利润数据一览

联系人：樊信江

图1：工业企业利润增速与工业增加值背离扩大

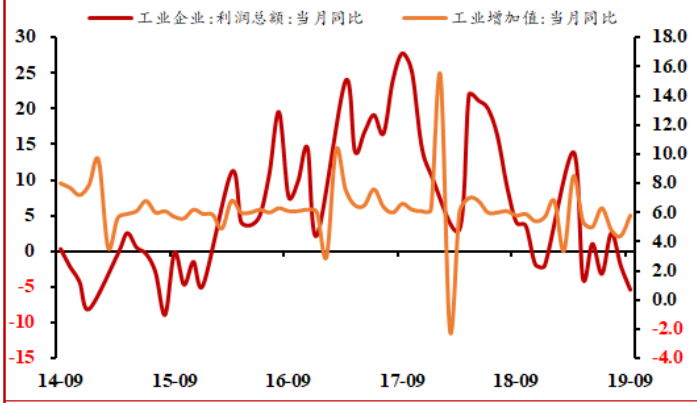


图2：1-9月工业企业利润同比增速放缓0.4pct

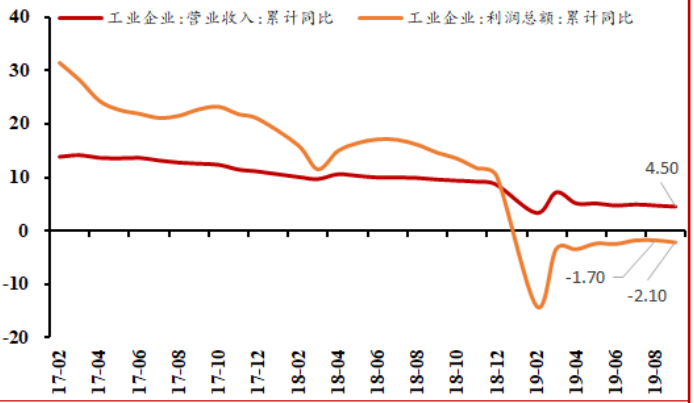


图3：9月工业企业利润总额同比增速放缓3.3pct

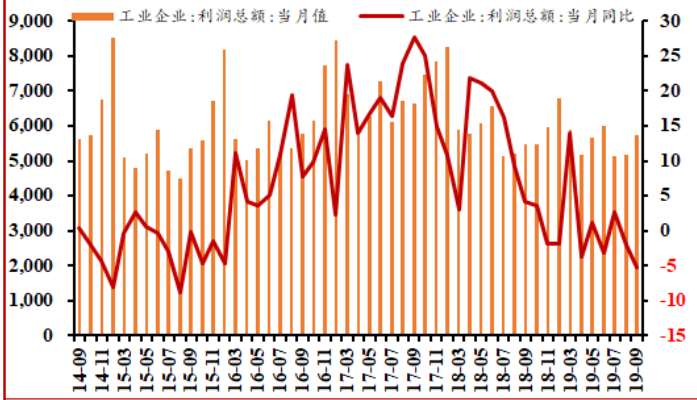


图4：9月利润率（累计值）小幅提升但仍低于17、18年

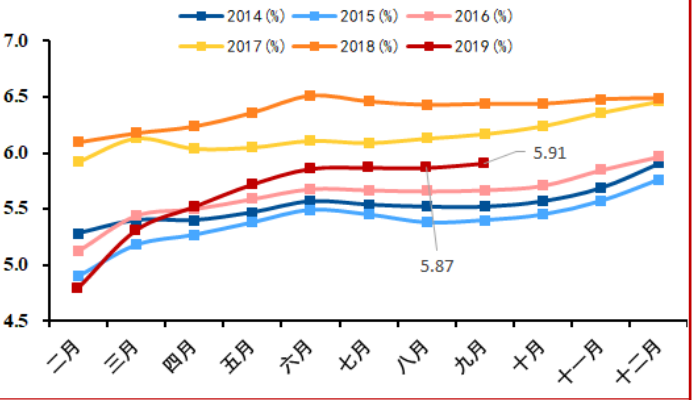


图5：产成品库存累计同比放缓1.2pct，去库存加速

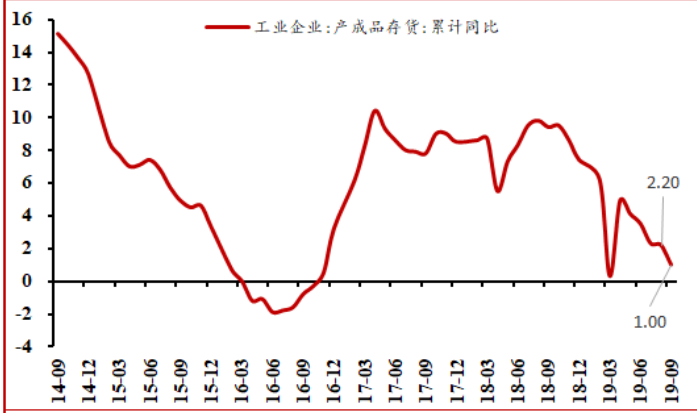


图6：制造业利润继续承压，利润总额增速放缓0.7pct

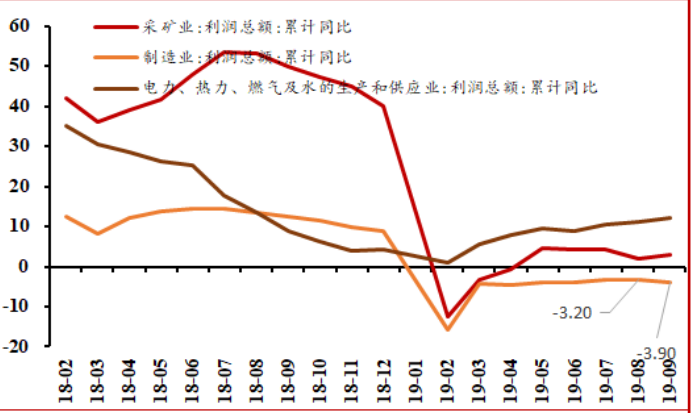


图7：国、私、股份制企业利润增速均呈回落趋势

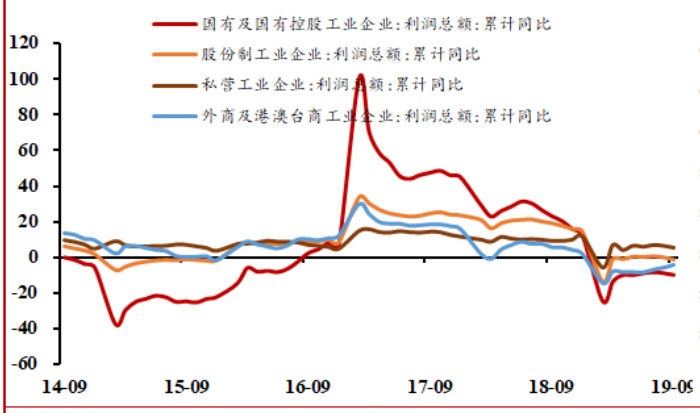
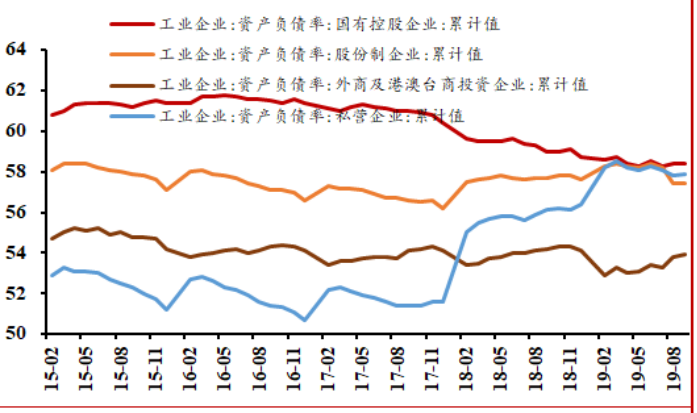


图8：国企、股份制企业杠杆率持平，私企杠杆率小幅提升



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区丰汇时代大厦5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

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_9431