

# 盈利转正在即，未来补库关注什么？ ——9月工业企业盈利数据的背后

## 核心观点

企业盈利转正在即，两个大循环提振经济带动盈利回升。当前库存周期逐步蓄力，后续我们将迎来新一轮较弱的补库周期，短期关注补库信号。

### □ 经济向好提振利润，转正预判即将兑现

1-9月工业企业利润同比-2.4%，前值-4.4%；9月工业企业利润同比增速为10.1%，前值19.1%。利润转正判断即将兑现，4月我们提出在有效防疫、经济修复和政策兑现的情况下，盈利有望在Q3末至Q4初转正，目前看转正预判即将兑现。

**经济回升拉动盈利高增。**年内企业盈利呈现“由降转升、增长加快”的走势，Q1下降36.7%，Q2增长4.8%，Q3加快回升至15.9%。上半年盈利回升主要依托一系列降成本政策呵护带动。Q2起经济逐步回暖，出口、地产投资等经济数据逐步接近疫情前水平，PPI在5月触底后回升，工业增加值Q2起当月增速转正，企业营收利润率也从5月起加速修复，经济增长对企业盈利的拉动作用开始逐步成为主导因素，特别是在两个大循环的新发展格局下，国内大循环巩固供应链优势、提升经济景气度，国内国际双循环促使出口持续超预期，两个大循环对企业利润的拉动不断显现。

**如何看待9月企业盈利增速回落？**无需多虑，一方面是部分行业和企业大幅计提资产减值损失对利润增长产生一定影响，另一方面是PPI-PPIRM变动挤压盈利空间。

**结构：两个大循环提供的行业逻辑继续印证。**我们在7月《两个大循环对利润拉动开始显现》的报告中提示了两个大循环的行业逻辑，目前持续兑现。Q3主要工业板块利润均保持两位数增长，装备制造业利润同比增长22.5%，拉动规模以上工业企业利润增长7.8个百分点；汽车、通用设备、专用设备等行业盈利在三季度均继续保持20%以上较快增长；原材料制造业由负转正，Q3同比增长23.0%，消费品制造业稳定恢复，Q3增长14.3%，其中食品、烟草、纺织、造纸等行业利润增速均超过20%。

### □ 下一阶段关注补库信号和补库影响？

2020年9月末规模以上企业产成品存货同比增速8.2%，前值7.9%。2020年5月，我们前瞻性提出Q4有望迎来补库周期，补库前夕经历“下蹲-蓄力-起跳”三个阶段，目前来看，库存正处于蓄力阶段，下一步重点关注补库切换，观察补库信号。

**1、当前库存周期处于蓄力阶段。**没有超预期强劲的政策刺激和内生增长驱动，较难出现强补库，去库向补库的切换将被拉长，缺乏强劲的需求信号将导致各行业难以形成共振补库，由此产生“蓄力”阶段。9月库存环比微升，因为疫情2020年呈现出需求后置特征，特别是Q4消费存在长假和购物节效应，8、9月短期库存微升或是企业提前备货所致。两个大循环带动需求回升的行业逻辑持续兑现，部分与防疫、宅经济、高技术制造业等相关的医药、纺织、机械等行业已逐步开启补库周期。

**2、关注国内国外补库共振。**由于海外疫情不断扩散且出现反复，包括美国、泰国在内的发达经济体和发展中国家，工业生产低迷，工业库存下降，贸易、财政双赤字加剧，随着后续疫苗发挥作用，全球经济复苏共振有望促成国内国外补库共振。

**3、未来可能是较弱的一轮补库周期。**我国库存周期内生地受到房地产政策周期（包括与之配合的货币政策等）的影响，百年未有之大变局和大疫情背景下，我国仍坚守房住不炒，体现政策定力。没有地产政策配合的库存周期较难形成强势补库，难有行业像地产可以带动上下游众多行业形成补库共振，未来可能是一轮较弱的补库周期。

**4、关注补库信号。**我们认为，Q4库存周期将逐步从“蓄力”阶段进入主动补库阶段，补库信号值得关注。PPI已在年中开始触底反弹，企业盈利也加速修复Q4转正在即，9月PMI原材料库存和PMI采购量分别为48.5和53.6，环比上升1.2和1.9个百分点，Q3当季工业产能利用率76.7%，高于去年同期，但略低于2019年末，其中，化工、黑金冶炼、通用设备、汽车、电气机械等行业产能利用率已经回升至疫情前水平，后续可能相关行业制造业投资走势值得关注，可以通过制造业贷款和企业投资意愿前瞻判断，未来制造业投资走势可能决定了补库周期的上行长度。

**风险提示：政策不及预期，经济危机爆发，中美关系超预期恶化，病毒变异**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

## 相关报告

1《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》2020.06.22

2《疫后经济二问：通胀还是通缩？》2020.06.23

3《疫后经济三问：流动性宽松到何时？》2020.06.23

4《疫后经济四问：财政资金用在哪？》2020.06.24

5《两个大循环对利润拉动开始显现》2020.07.27

6《调查失业率未上行，结构性宽松难》2020.08.14

报告撰写人：李超

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

# 我们的产品



## 大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

## 条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

## 即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

## 云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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\\_1839](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1839)

