

# 利润转正可期，何时主动补库？

## ——7月工业企业盈利数据的背后

### 核心观点

两个大循环促使内外需求共振，经济回升带动企业盈利向好，Q3至Q4盈利有望转正；7月库存小幅下滑，库存周期逐步进入蓄力阶段，主动补库或在Q4；疫苗或将改变全球经济修复节奏，经济加速修复和政策惯性或使中美库存周期形成共振补库。

#### □ 两个大循环促使内外共振，经济向好助力利润节奏加快

1-7月工业企业利润同比增速-8.1%，前值-12.8%；7月工业企业利润同比增速为19.6%，前值11.5%。大循环效果不断显现，7月盈利回升节奏加快，未来转正可期。

1、7月利润大幅冲高，略超市场预期，源于需求复苏+降成本政策的双重利好，前期降成本有重要作用，当下及未来更强支撑来自：两个大循环促使内外共振，拉动需求，修复盈利。7月经济数据继续向好，企业营收回升拉动利润率延续改善，成本边际下降也有积极作用。同时7月股市吹暖风，投资收益增加对利润冲高也有支撑。

2、结构：两个大循环提供的行业逻辑不断印证。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，7月继续兑现。装备制造拉动整体企业利润增长13.8个百分点，汽车、电子、通用和专用设备等行业表现亮眼。高技术制造业利润也大幅增长，拉动工业利润增长5.2个百分点。

3、预判不断兑现，盈利转正剑指Q3末、Q4初。我们此前在分析4月盈利数据时指出，Q3末至Q4初大概率是盈利转正时间点，但需要达成三大前提：国内疫情未二次爆发、经济恢复至疫情前水平和逆周期政策效果显现，目前来看三大重要前提按部就班、逐一兑现，还有疫苗落地、中美经贸协定稳步执行等逻辑边际利好。

#### □ 库存延续小幅下滑，主动补库或在Q4

2020年7月末产成品存货增速7.4%，前值8.3%，此前我们提出库存将经历“下蹲-蓄力-起跳”三个阶段，目前逐步从下蹲进入蓄力阶段。

1、7月库存小幅下滑符合预期。两个大循环促使内外需求共振，内需领先性企稳，7月经济数据亮眼，出口超预期强劲，需求主导带动库存继续去化。库存数据“横盘”表示逐步进入蓄力阶段，原因在于结构分化，大部分行业仍处于消化年初积压库存的阶段，部分行业受益于两个大循环产生的需求刺激，已经领先性进入蓄力或者补库阶段，与高技术制造业、宅经济、抗疫物资等相关的行业在价格、盈利等方面已有表现。

2、何时切换主动补库？我们在分析4月数据时提出，疫情导致工业库存被动积压，在经历积压库存去化和盘整蓄力阶段后，在满足疫情有效控制和政策效果兑现的情况下，内外需求共振有望带动库存最早在Q4进入主动补库，目前来看逻辑逐步印证。当下，我们认为，国内经济回升符合预期，未来新增的边际利好可能来自海外市场，一方面出口可能持续有超预期表现，另一方面疫苗落地可能利好下半年美欧日韩国家的经济修复进程，帮助新兴市场国家稳定疫情，全球经济可能同步显著修复。

#### □ 中美库存周期有望共振补库？

低库存+经济加速修复+逆周期政策惯性，或带动美国开始主动补库，形成中美共振。

1、疫情前，库存同比显示美国处于去库末期；疫情发生后，供给侧受到较大冲击，美国库存持续去化，制造业库存、批发商库存和零售商库存均有表现，一方面是疫情导致美国国内生产能力下降，因而依赖进口，另一方面是疫情对经济的次生伤害显现，企业减少存货降低经营压力，疫情导致美国库存同比数据进一步走低。

2、经济修复加速叠加逆周期政策惯性，有望触发主动补库。疫苗的加速落地有望系统性改变当前美国疫情现状，美国经济修复有望加速，考虑劳动力市场和企业资产负债表的修复缓慢，逆周期政策短期退出概率较低，政策惯性叠加经济加速修复有助于需求的快速回升，当前整体库存较低，美国有望在未来2个季度内进入主动补库。

3、根据上述判断，我们认为中美库存周期存在共振可能，市场需保持关注。

**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：财政资金用在哪儿？》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\\_2923](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2923)

