

## 产成品周转天数高增之谜

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

13167097302

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

### 相关报告

宏观报告：去杠杆和供给侧改革背景下的  
涨价与利润分化

2018-9-2

宏观报告：不同统计口径，工业企业利润  
增速出现背离

2018-3-27

宏观报告：供给侧结构性改革支撑工业企  
业利润增长

2018-1-27

### ● 产成品周转天数高增之谜

企业库存水平降至低位，而产成品周转天数仍处于近6年高位？无论是统计局口径还是调整后的口径，当前工业企业正在加速去库存，但产成品周转天数却连续2年处于高位，2018年为17.2天，2019年前10月为17.3天，处于2014年以来最高水平。近两年产成品存货与产成品周转天数之间发生明显背离。

产成品周转天数为何高增，从统计口径说起。产成品周转天数由产成品存货与主营业务成本决定。2017年Q4以来有一个现象，工业企业利润总额计算得到的同比增速与公布值的同比增速存在很大的偏差，追根溯源，统计局月度工业统计的范围是规模以上工业企业，即年主营业务收入在2000万元以上的企业。每年规模以上的企业是不一样的，带来了口径范围的不一致。过去几年信用收缩、去产能、环保限产，一些企业出现亏损或者关停，主营业务收入在2000万元以上的企业数量显著减少。主营业务成本与产成品存货也存在这个现象，导致直接据此计算的产成品周转天数并不可比。

调整后的产成品周转天数处于下降通道并降至近年来低位，民营企业去库存速度慢于国企。因为统计口径造成的缺口主要存在于民营企业，国企相对不明显，所以一个简单的方法是直接观测国企的数据。国企产成品周转天数自2018年以来持续下降，与全部工业企业产成品周转天数背离，而民营企业则与全部工业企业产成品周转天数走势基本一致。

进一步的，我们计算可比口径下全部工业企业产成品周转天数。以2016年数据为基准，根据统计局公布的同比增速计算可比口径下的产成品周转天数，发现调整后的产成品周转天数自2018年以来持续下降，并已经降至近年来低位。调整后的产成品周转天数同比与产成品存货同比增速走势一致，均反映当前库存周期处于历史底部区域。不过，和国企相比，民营企业去库存速度更为平缓一些，这可能是由于上游PPI增速下滑导致国企盈利下滑快于民营企业。

### ● 风险提示：政策落实不及预期；贸易摩擦反复

## 目 录

1、产成品周转天数高增之谜.....	3
--------------------	---

## 图表目录

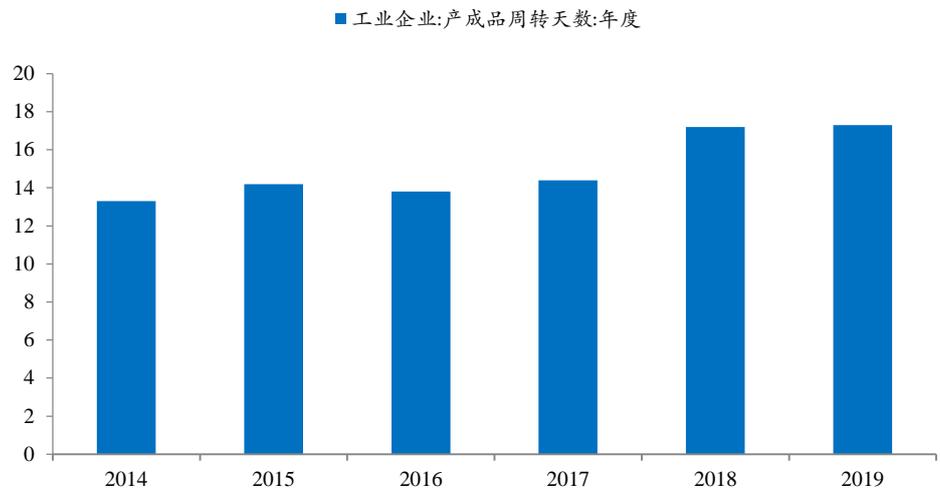
图 1: 产成品周转天数仍处于近 6 年高位.....	3
图 2: 近两年产成品存货与产成品周转天数之间发生明显背离.....	3
图 3: 主营业务成本与产成品存货口径不可比.....	4
图 4: 国企产成品周转天数自 2018 年以来持续下降.....	5
图 5: 民营企业则与全部工业企业产成品周转天数走势基本一致.....	5
图 6: 统计口径造成的缺口主要存在于民营企业.....	5
图 7: 2017 年四季度以来, 民企信用利差飙升.....	6
图 8: 2018 年以来民企/国企亏损单位数偏离长期趋势线.....	6
图 9: 调整后的产成品周转天数处于下降通道.....	7
图 10: 调整后的产成品周转天数同比与产成品存货同比增速走势一致.....	7
图 11: 和国企相比, 民营企业去库存速度更为平缓一些.....	7
图 12: 国债收益率同比领先库存周期.....	8
图 13: 信贷脉冲领先库存周期.....	8

企业加速去库存,库存水平已降至低位,而产成品周转天数仍处于近6年高位,由于过去几年信用收缩、去产能、环保限产,一些企业(尤其是民营企业)出现亏损或者关停,统计样本发生变化,进而导致工业企业产成品周转天数被显著高估。经过调整后的产成品周转天数已降至近年来低位,与库存周期反映的情况一致。

## 1、产成品周转天数高增之谜

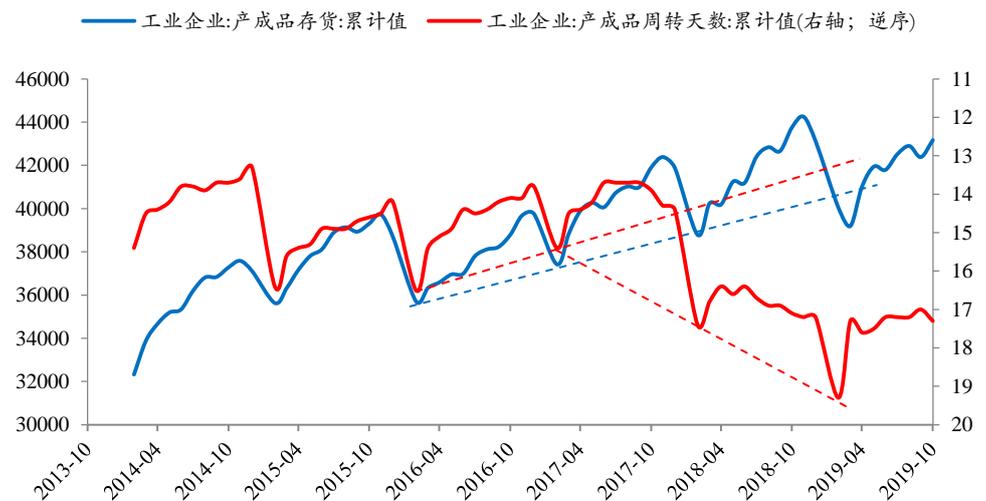
企业库存水平降至低位,而产成品周转天数仍处于近6年高位?无论是统计局口径还是调整后的口径,当前工业企业正在加速去库存,但产成品周转天数却连续2年处于高位,2018年为17.2天,2019年前10月为17.3天,处于2014年以来最高水平。近两年产成品存货与产成品周转天数之间发生明显背离(图2)。

图1: 产成品周转天数仍处于近6年高位



资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 数据截至2019年10月

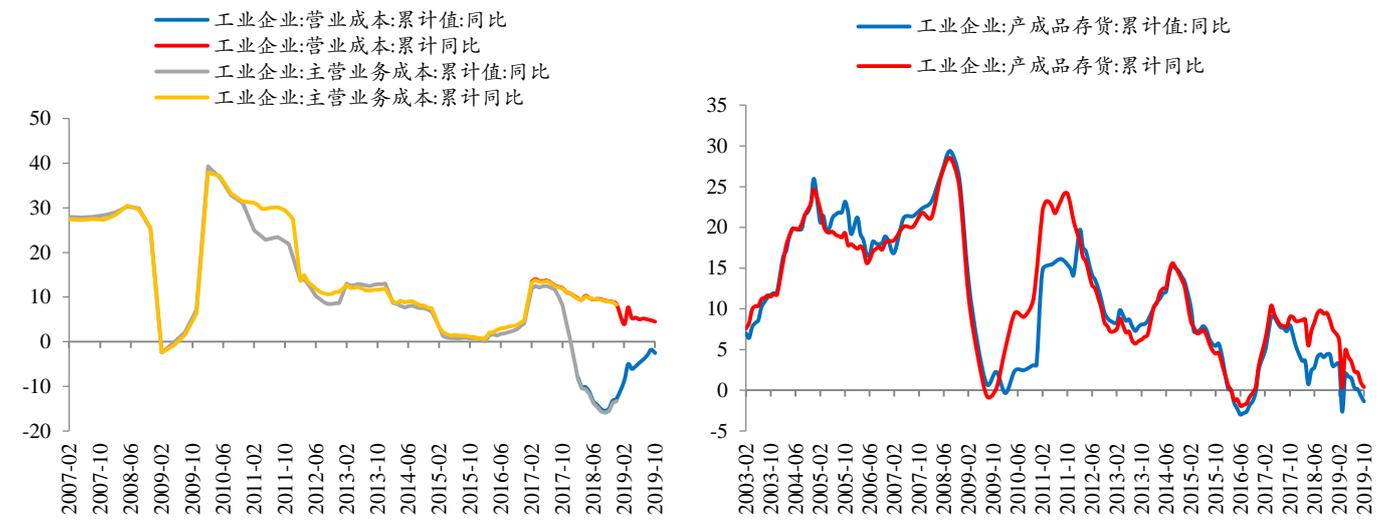
图2: 近两年产成品存货与产成品周转天数之间发生明显背离



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**产成品周转天数为何高增，从统计口径说起。**根据公式“产成品存货周转天数=360×平均产成品存货÷主营业务成本×累计月数÷12”，产成品周转天数由产成品存货与主营业务成本决定，需要注意的是，这里都是指绝对数值而非增速。2017年Q4以来有一个现象，工业企业利润总额计算得到的同比增速与公布值的同比增速存在很大的偏差，追根溯源，统计局月度工业统计的范围是规模以上工业企业，即年主营业务收入在2000万元以上的企业。符合这个标准的企业每年是有变化的，有新进来的，如新成长、新建的；有出去的，如破产和关闭的，也就是说，每年规模以上的企业是不一样的，带来了口径范围的不一致。过去几年信用收缩、去产能、环保限产，一些企业出现亏损或者关停，导致主营业务收入在2000万元以上的企业数量显著减少。同样的，主营业务成本与产成品存货也存在这个现象，导致直接据此计算的产成品周转天数并不可比。

**图3： 主营业务成本与产成品存货口径不可比**

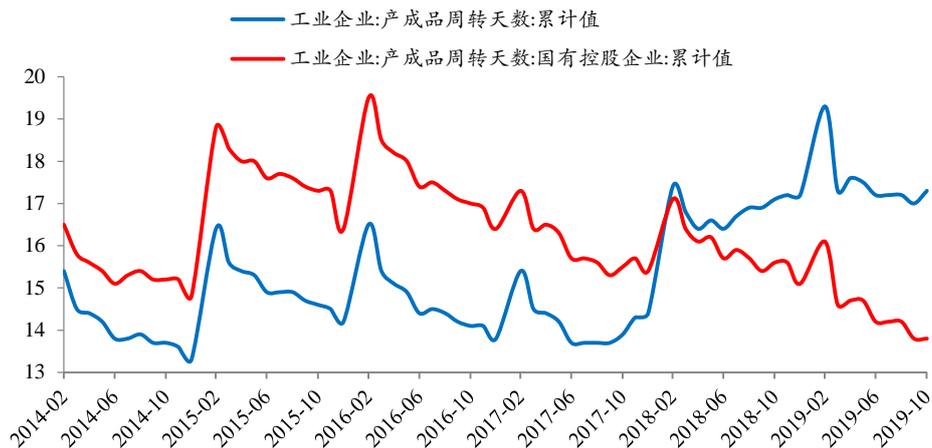


资料来源：Wind，新时代证券研究所

调整后的产成品周转天数处于下降通道并降至近年来低位，民营企业去库存速度慢于国企。因为统计口径造成的缺口主要存在于民营企业，国企相对不明显，所以一个简单的方法是直接观测国企的数据。国企产成品周转天数自2018年以来持续下降，与全部工业企业产成品周转天数背离，而民营企业则与全部工业企业产成品周转天数走势基本一致。

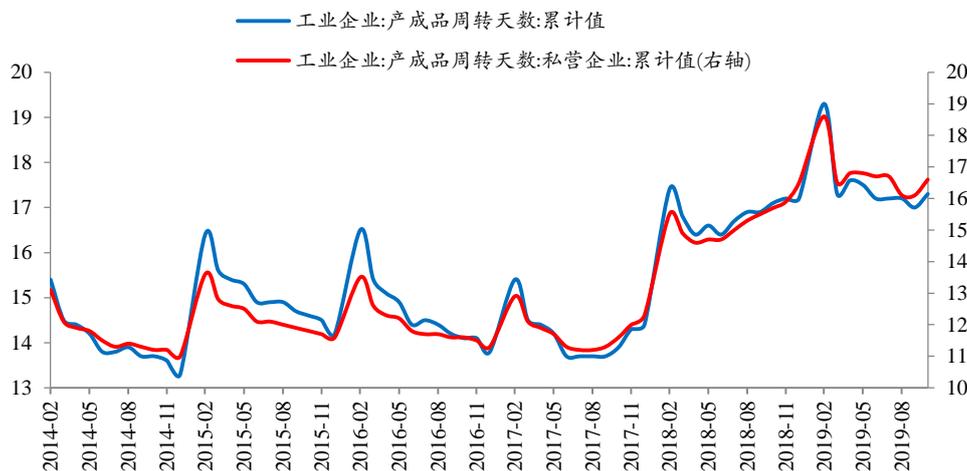
进一步的，我们计算可比口径下全部工业企业产成品周转天数。以2016年数据为基准，根据统计局公布的同比增速计算可比口径下的产成品周转天数，发现调整后的产成品周转天数自2018年以来持续下降，并已经降至近年来低位。调整后的产成品周转天数同比与产成品存货同比增速走势一致，均反映当前库存周期处于历史底部区域。不过，和国企相比，民营企业去库存速度更为平缓一些，这可能是由于上游PPI增速下滑导致国企盈利下滑快于民营企业。

图4： 国企产成品周转天数自 2018 年以来持续下降



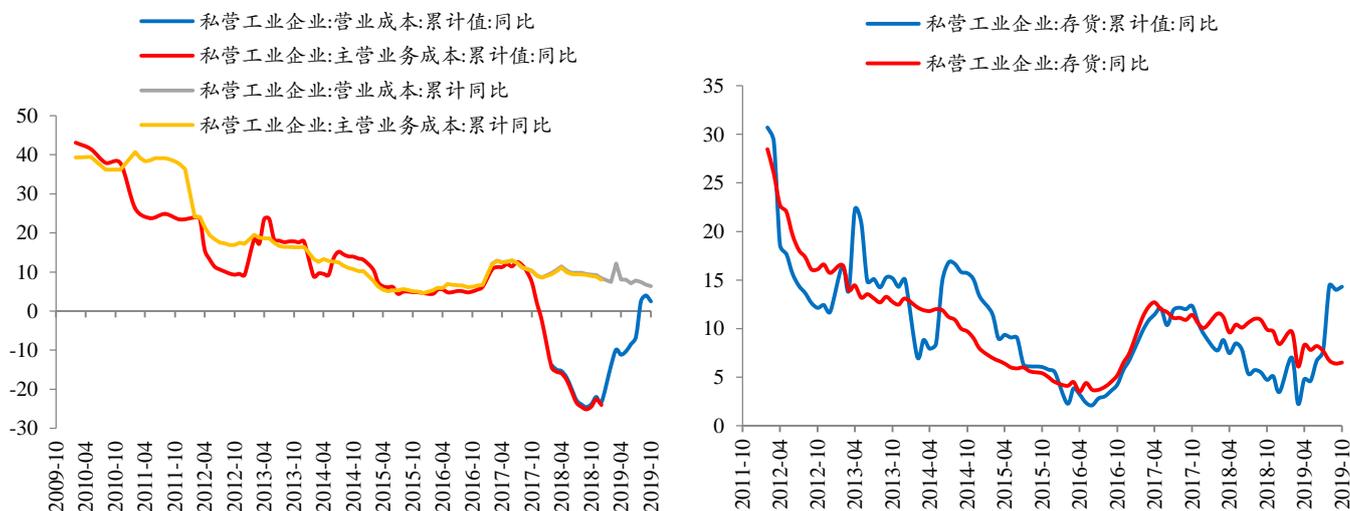
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 民营企业则与全部工业企业产成品周转天数走势基本一致



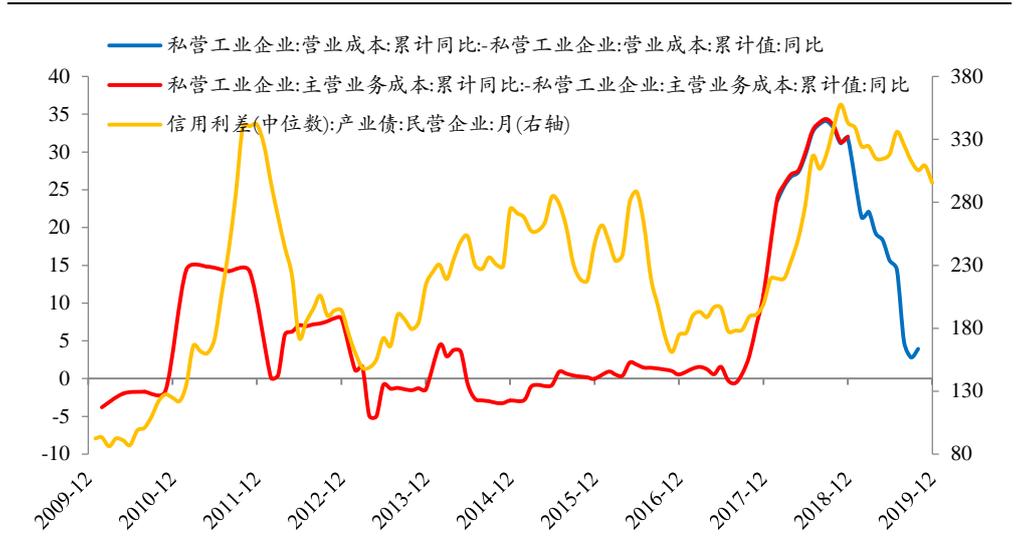
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 统计口径造成的缺口主要存在于民营企业



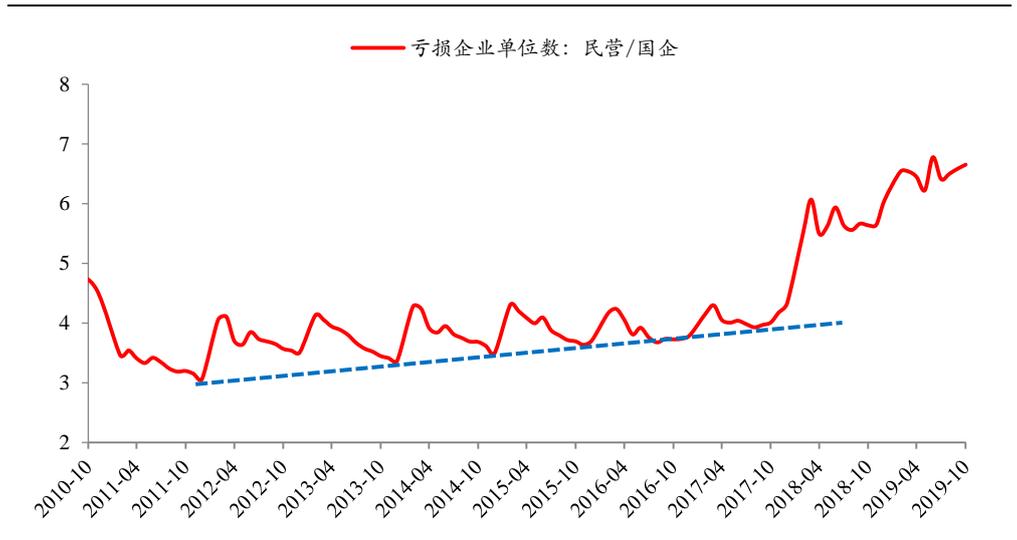
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 2017年四季度以来，民企信用利差飙升



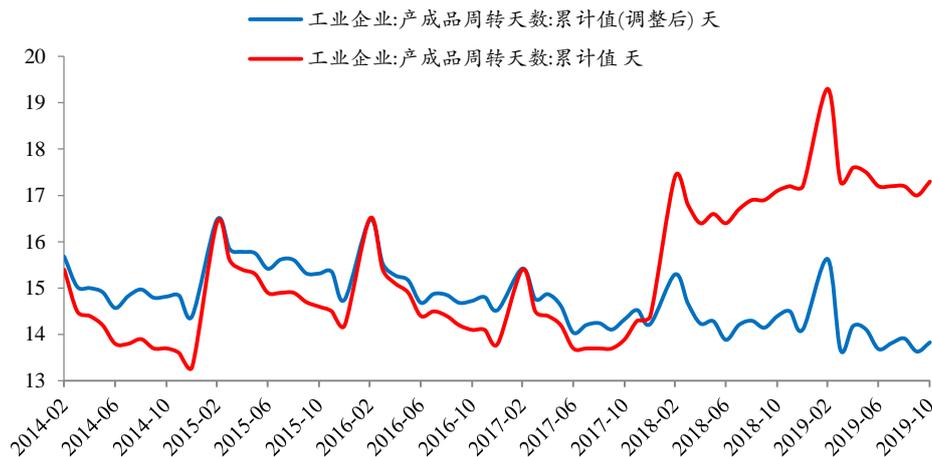
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 2018年以来民企/国企亏损单位数偏离长期趋势线



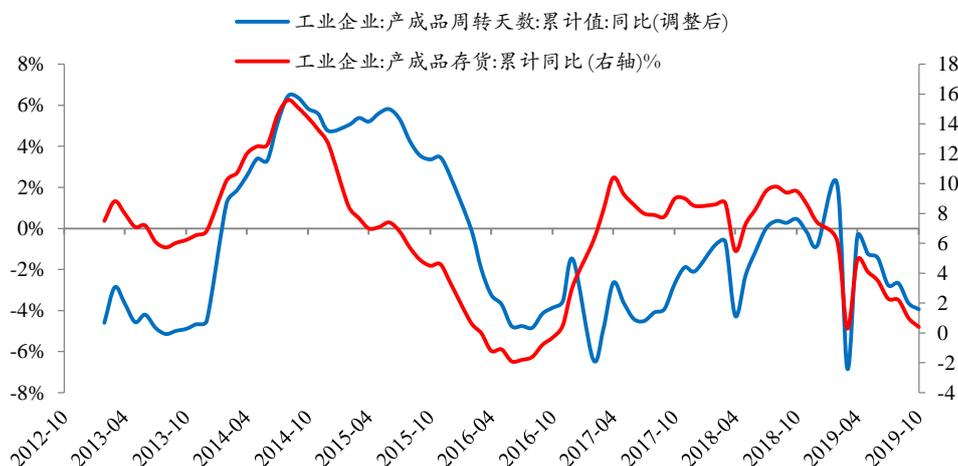
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 调整后的产成品周转天数处于下降通道



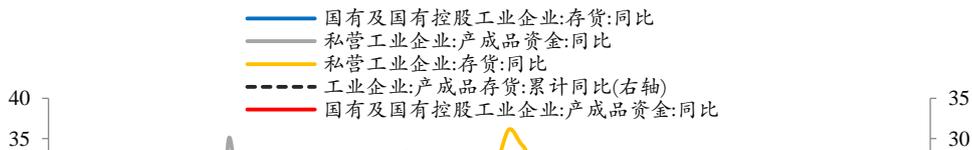
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 调整后的产成品周转天数同比与产成品存货同比增速走势一致



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 和国企相比，民营企业去库存速度更为平缓一些



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\\_8220](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8220)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>