

宏观点评

盈利仍磨底，去库路尚长——8月工业企业利润数据点评

事件：1-8月全国规模以上工业企业利润总额同比下降1.7%，持平前值；1-8月营业收入利润率为5.87%，持平前值；1-8月产成品存货同比增长2.2%，较前值降低0.1个百分点。

核心观点：

1. 量价齐跌、内外需疲弱，企业盈利仍在磨底。8月工业增加值、PPI累计增速分别继续回落0.2、0.1个百分点，量价都对利润增速构成拖累，主因有二：一方面是内需趋弱，8月内需继续趋弱，社零消费、固定资产投资累计增速分别较前值回落0.1、0.2个百分点，拖累工业企业营收增速下滑0.2个百分点，压制盈利增速。另一方面是出口拖累，8月抢出口效应消退，出口同比增速-1.0%，较前值回落4.3个百分点。往后看，在内外需均弱、PPI仍处于通缩区间、企业信心缺乏的大环境下，减税降费虽然使盈利回落的斜率及幅度更加平缓，但料难改变经济和盈利的下行趋势，企业利润增速短期仍将处于震荡磨底阶段。

2. 上游下游、国企民企盈利普遍回落。分行业看，主要行业中汽车、电子、有色利润增速回升较多，上游利润增速有所下滑，中游小幅回暖，下游多数下滑，其中：偏上游的采矿业、原材料加工业下滑较多，主因8月上游原材料价格普遍回落；偏中游的公用事业、装备制造业整体小幅回暖；偏下游的消费品制造业多数继续下滑，反映汽车行业边际改善，但内需压力仍大。分企业类型看，国企和民企盈利普遍回落，分化仍然明显。1-8月国企、民企累计利润增速分别为-8.6%、6.5%，均较前值回落0.5个百分点。年初以来民企利润表现持续好于国企，应是反映了扶持中小微企业的政策效果逐步显现，包括减税降费、融资倾斜、营商环境改善等等。

3. 本轮库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段，最快有望2020年Q1触底。本质上，库存是经济的滞后指标，只有市场需求回暖，盈利和预期好转后企业才有补库动力，当前经济尚未企稳预示去库存仍将持续。根据M1拐点领先库存拐点15个月左右的经验规律，本轮库存有望在明年第一季度触底。数据显示，本轮库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段。一方面，企业库存增速持续回落但下行幅度趋缓，1-8月库存累计增速连续第4个月下滑（较1-7月回落0.1个百分点，较2018年全年回落5.2个百分点）；另一方面，企业营收增速持续企稳，1-8月营收累计增速4.7%，自今年4月以来连续企稳于5%左右。

4. 经济下，政策上，继续提示政策组合拳。维持此前判断，我国经济下行压力加大（年底GDP增速有望降至6.1-6.2%，2020年降至5.8%左右），政策将延续宽松、逆周期调节将进一步加码，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期，其中：关注地方政府积极性是否回升；宽财政是主支撑，发力点包括基建补短板、进一步平滑地方隐性债务和中央加杠杆等；本次降准完后可能再降一次（最快年底年初），仍大概率会降低MLF利率（预计1-2个月内），年内LPR报价也有望再调降1-2次；继续跟踪国企改革、资本市场改革、土地改革等制度性红利，区域政策方面短期可多关注海南自贸港等。

风险提示：经济超预期恶化，政策效果不及预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《六问8月经济》2019-09-17
- 2、《如何看待企业中长贷和社融均超预期高增？——8月金融数据点评》2019-09-12
- 3、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11
- 4、《从PPI上行可能性看库存周期演化路径》2019-04-28
- 5、《关注2019年库存周期变化和民企加杠杆》2019-01-29

内容目录

量价齐跌拖累企业利润回落，上下游国私企利润普遍下滑	3
内外需疲弱，企业盈利仍在磨底	3
上游下游、国企私企盈利普遍回落	3
本轮库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段	5
风险提示	5

图表目录

图表 1: 工业企业利润增速仍在磨底	3
图表 2: 减税降费支撑利润率维持边际改善的趋势	3
图表 3: 上游有所下滑，中游小幅回暖，下游多数下滑	4
图表 4: 国企私企盈利普遍下滑，但私企持续强于国企	4
图表 5: 主要行业中汽车、电子、有色利润增速回升较多	4
图表 6: 经济尚未企稳预示去库存仍将持续	5
图表 7: 库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段	5

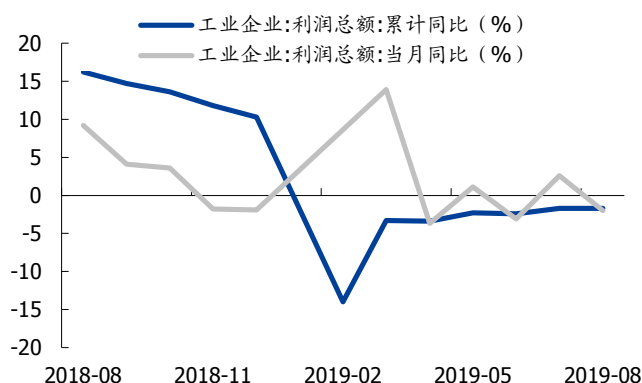
量价齐跌拖累企业利润回落，上下游国私企利润普遍下滑

内外需疲弱，企业盈利仍在磨底

中国 1-8 月规模以上工业企业利润同比-1.7%，较 1-7 月持平；8 月当月同比-2.0%，较 7 月回落 4.6 个百分点。

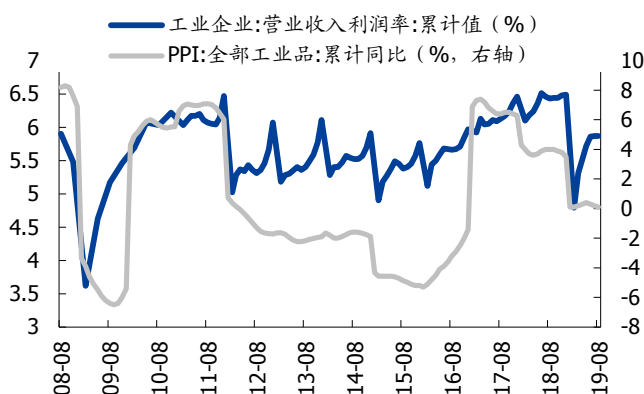
从单月增速来看，8 月工业企业利润增速有所回落，主因内需趋弱和出口拖累影响。8 月工业企业利润当月同比-2.0%，较 7 月 2.6% 回落 4.6 个百分点，1-8 月工业企业利润同比-1.7%，较 1-7 月持平。从量价两方面来看，8 月工业增加值、PPI 累计增速分别继续回落 0.2、0.1 个百分点，都对利润增速构成拖累。此外，8 月东南沿海地区遭遇的超强台风也造成不利影响。

图表 1: 工业企业利润增速仍在磨底



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 减税降费支撑利润率维持边际改善的趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本月工业企业盈利的回落可能受两方面因素拖累：一是内需趋弱，8 月内需继续趋弱，社零消费、固定资产投资累计增速分别较前值回落 0.1、0.2 个百分点，拖累工业企业营收增速下滑 0.2 个百分点，压制盈利增速。二是出口拖累，8 月抢出口效应消退，出口同比增速-1.0%，较前值回落 4.3 个百分点。但也要注意到营收利润率仍然维持边际改善的趋势，反映了减税降费的持续支撑作用。从历史上看，工业企业利润率走势和 PPI 走势较为相关，但今年以来 PPI（累计同比）基本维持在 0 附近的低水平，而工业企业利润率持续边际改善。1-8 月工业企业利润率为 5.9%，持平前值，较年初回升了 1 个百分点左右，两者走势的持续背离验证了减税降费的作用。

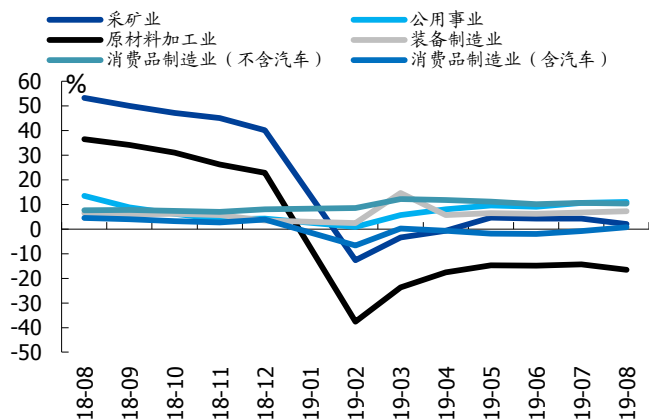
往后看，在内外需均弱、PPI 仍处于通缩区间、企业信心缺乏的大背景下，减税降费虽然使盈利回落的斜率及幅度更加平缓，但料难以改变经济及企业利润的下行趋势，企业利润增速短期仍将处于震荡磨底阶段。

上游下游、国私企盈利普遍回落

结构上，本月上游利润增速有所下滑，中游小幅回暖，下游多数下滑。我们将工业企业行业从上游至下游划分为采矿业、原材料加工业、装备制造业、公用事业、消费品制造业（含或不含汽车、农业和工业）来观察。其中偏上游的采矿业、原材料加工业 1-8 月利润增速分别较前值变动-2.1、-2.2 个百分点，整体有所下滑，主因 8 月上游原材料价

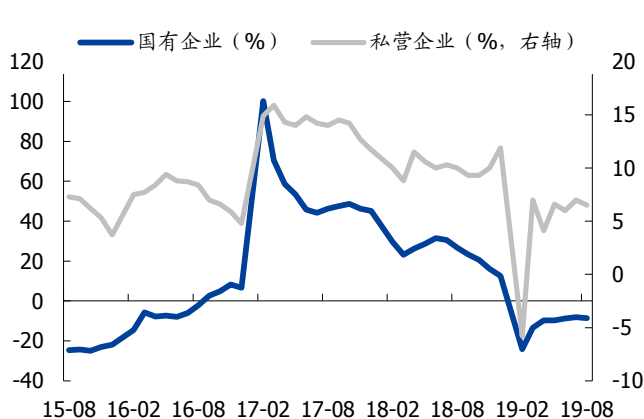
格普遍回落；偏中游的公用事业、装备制造业1-8月利润增速分别较前值变动0.4、0.5个百分点，整体小幅回暖；偏下游的消费品制造业（含汽车）、消费品制造业（不含汽车）1-8月利润增速分别较前值变动1.6、-0.2、-0.7、-1.4个百分点，多数继续下滑，反映汽车行业边际改善，但整体内需压力仍大。

图表3：上游有所下滑，中游小幅回暖，下游多数下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：国企私企盈利普遍下滑，但私企持续强于国企

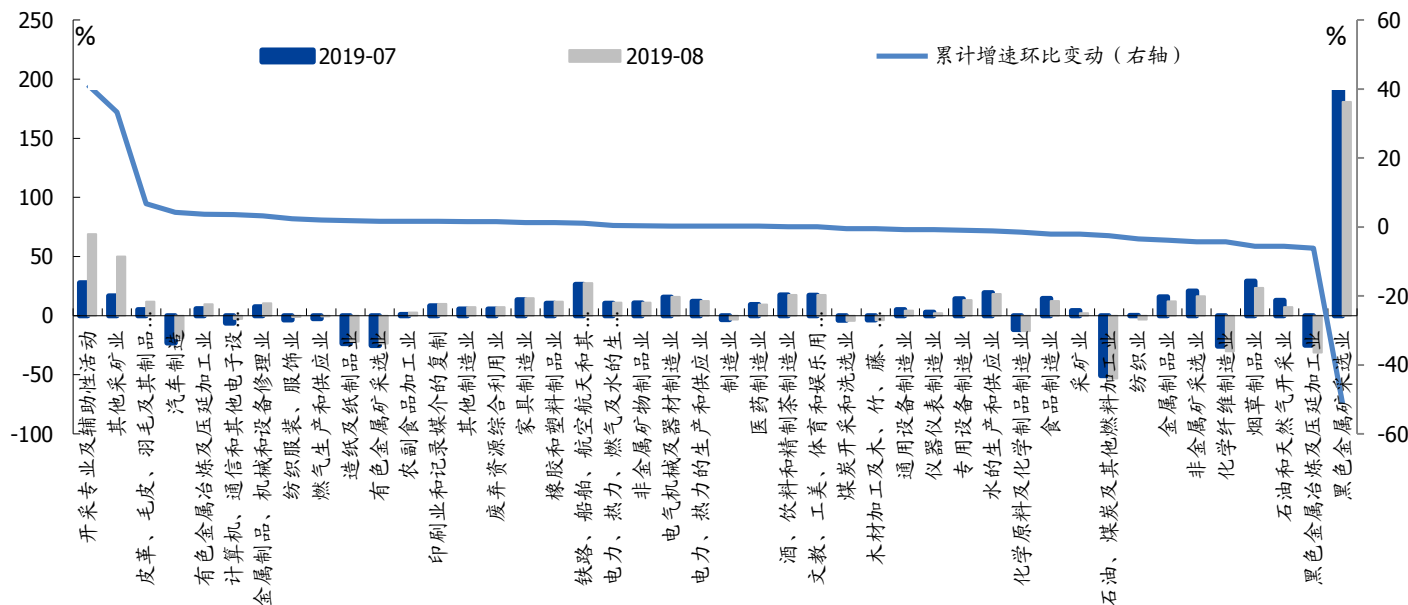


资料来源：Wind，国盛证券研究所

分项看，主要行业中汽车、电子、有色利润增速回升较多。1-8月汽车、电子、有色行业利润累计同比分别为-19.0%、-2.7%、9.7%，较前值分别回升4.2、3.6、3.7个百分点，合计贡献本月累计增速变动0.84个百分点。

国企和私企盈利普遍回落，分化仍然明显。1-8月国企、私企累计利润增速分别为-8.6%、6.5%，均较前值回落0.5个百分点。年初以来私企利润表现持续好于国企，应是反映了针对中小企业、民营企业的扶持政策持续发挥效果，包括前期减税降费、融资倾斜、营商环境改善等等。

图表5：主要行业中汽车、电子、有色利润增速回升较多

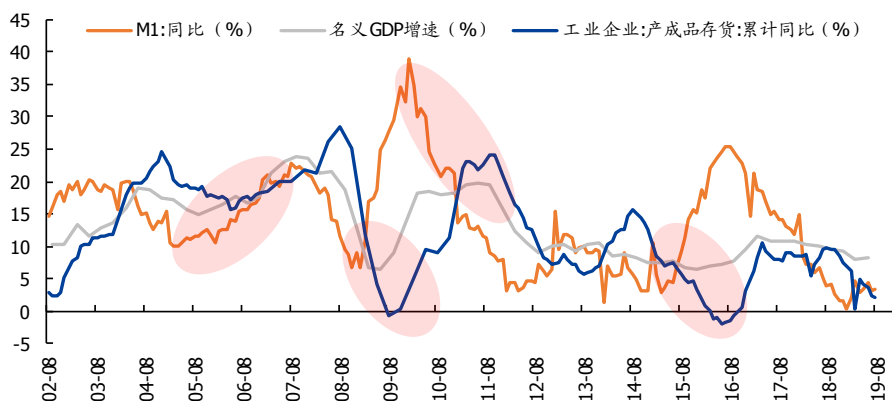


资料来源：Wind，国盛证券研究所

本轮库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段

从逻辑上看，市场需求回暖、盈利和预期好转后企业才有补充库存的动力，库存也因此被认为是经济的滞后指标，经济尚未企稳预示去库存仍将持续。回顾历史数据可以发现，作为货币增速的拐点一般领先于经济拐点，而经济拐点领先于库存拐点，而目前 M1 增速刚刚出现企稳回升的迹象，经济尚未迎来拐点，预示中短期内去库存仍将持续。根据前期 M1 的领先性规律（M1 拐点领先库存拐点 15 个月左右），本轮库存周期有可能在 2020 年一季度触底。

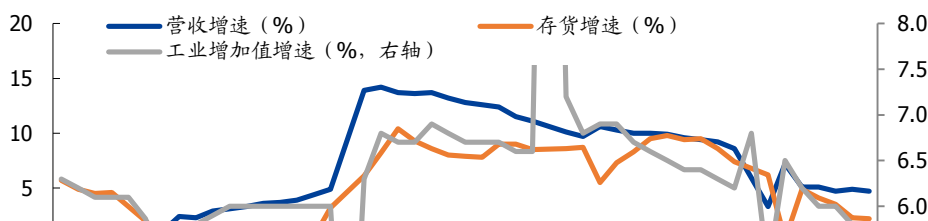
图表 6：经济尚未企稳预示去库存仍将持续



资料来源：Wind，国盛证券研究所

从现象上看，经济处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段。一方面，企业库存增速持续回落但下行幅度趋缓，1-8月库存累计增速连续第4个月下滑，增速回落至2.2%，较前值回落0.1个百分点，较2018年全年回落5.2个百分点。另一方面，企业营收增速持续企稳，1-8月营收累计增速4.7%，较前值回落0.2个百分点，整体来看营收增速自今年4月以来企稳于5%左右，经济处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段。

图表 7：库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段



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_9881

