

宏观研究/专题研究

2020年06月03日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

1 《宏观：可选明显改善，必选维持景气》

2020.05

2 《宏观：窄区间的新试探》 2020.05

3 《宏观：各国重启经济准备好了吗？》

2020.05

疫情下的库存：从被动积压去往何方？

价格和需求信号喜忧参半，行业结构可能分化

核心观点

受疫情因素扰动，今年一季度库存被动积压情况较为严重。4-5 月份，部分行业已重新开始去库存，我们判断未来内需复苏速度可能进一步超过生产，但外需扰动下，库存周期当前的位置仍不能明确定论，可能短期会维持震荡。我们中性预计，今年二到三季度，多数工业行业将陆续重新转入去库存，食品加工、通用设备、专用设备（医疗设备）、电气机械设备等行业，有望领先进入主动补库存。但对于整体工业企业，受外需不确定性扰动，且本轮地产数据周期性不明显，预计主动补库存的诉求不会太强。我们判断至少到今年四季度，整体工业企业才有望出现较为明显的补库过程。

工业价格和需求信号有喜有忧

5 月官方制造业 PMI 50.6%，回落 0.2 个百分点，第 3 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势，但修复力度逐月递减，经济仍在渐进修复。在生产逐步恢复正常后，目前工业企业盈利改善的最大隐忧，是企业在新订单可能面临下行压力，尤其是外需。未来一到二个季度，PPI 环比的积极因素主要取决于内需的恢复速度，预计 5 月 PPI 环比强于 4 月，考虑上中游原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定的时滞，PPI 同比增速可能在未来 1-2 个月内触底、随后降幅可能收窄。但受油价同比降幅仍较大的因素制约，全年 PPI 中枢仍可能在负增长区间。

需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧

4 月工业企业利润增速当月同比跌幅大幅收窄到-4.3%，盈利修复之所以弹性较大，主要是供需两端同时回暖，生产端基本恢复正常水平，而可选消费等需求较前值回升幅度较大。展望未来一至两个季度，当企业产能利用率基本恢复到往年同期水平后，是否进一步提高产量，将取决于有无足够的需求侧积极信号。我们预计随着企业开工生产基本恢复正常，工业企业盈利数据有望继续修复，但需求侧的不确定性仍是隐忧。在工业企业利润当月同比转正之前，我们认为难以看到明确、持续的主动补库存行为。

本轮地产周期不明显，可能间接影响工业企业库存的周期特性

历史数据显示，地产的周期性特征对工业企业的生产经营决策可能有较大的综合影响，与工业企业产成品库存的波动也有一定的正相关性。受“因城施策”政策导向影响，本轮房地产投资、销售等数据波动相对平缓，周期性特征并不明显，短期内，地产投资、销售等数据也不大可能出现明显的超预期上行。受其间接影响，本轮工业企业的主动补库过程，可能也会相对温和，波动性较低。

部分行业或领先进行补库存，整体工业库存短期仍将震荡

当前国内疫情防控形势持续好转，内需逐步恢复，但海外疫情仍存波折和反复，新签出口订单降幅较大，内需、外需恢复的差异性，导致了各行业产成品库存的结构性分化。我们判断，未来内需复苏速度可能进一步超过生产，但外需扰动下，库存周期当前的位置仍不能明确定论，可能短期会维持震荡。考虑到库存周期略滞后于企业盈利的变动，结合行业产成品库存现况综合判断，我们认为，食品加工、通用设备、专用设备（医疗设备）、电气机械等行业，有望领先进入主动补库存。

风险提示：海外疫情持续时间超预期，对全球经济、外需构成更大负面冲击；制造业投资、消费增速超预期下行，经济下行速度超预期；逆周期政策力度不及预期。

正文目录

库存周期短期或维持震荡，行业结构可能分化	3
工业价格和需求信号有喜有忧.....	5
先行指标看，需求端压力主要体现在新签订单量的下滑	5
工业生产价格或现环比反弹，但全年中枢大概率仍为负增长	6
需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧	8
本轮地产周期不明显，可能间接影响工业企业库存的周期特性	10
部分行业或领先进行补库存，整体工业库存短期仍将震荡	12
风险提示	13

图表目录

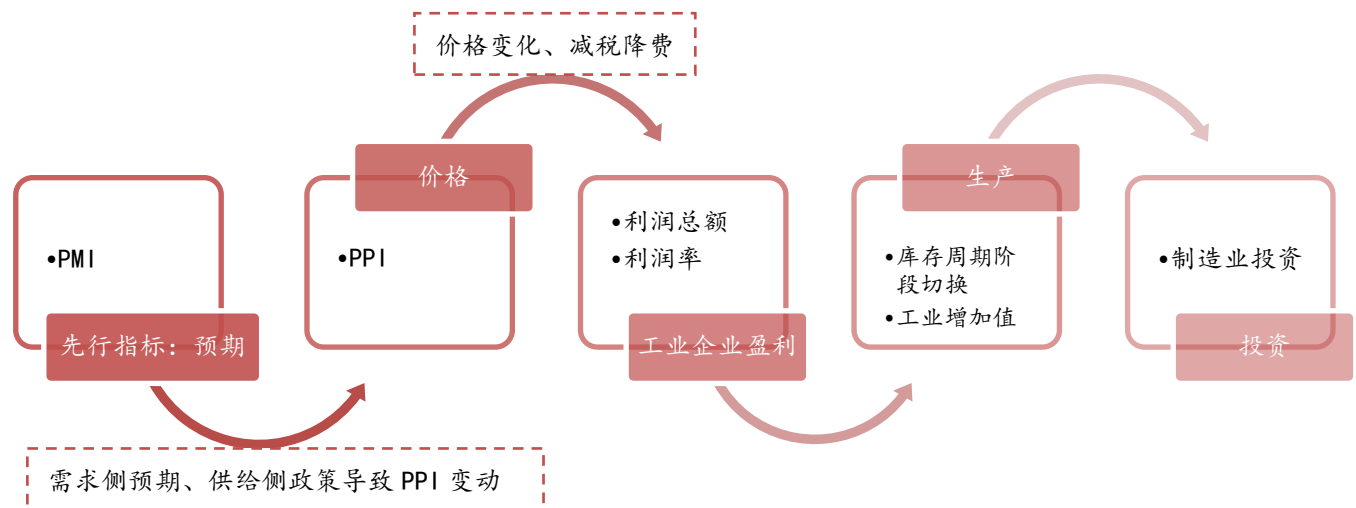
图表 1： 工业生产链条上的各项数据存在从前端到后端的传导与关联	3
图表 2： 4 月工业企业盈利数据的积极信号：营收和利润改善，库存出现去化迹象	4
图表 3： PMI 环比变动概览	5
图表 4： 需求端，在手和新签订单的下滑可能是未来工业生产链条的最大隐忧.....	6
图表 5： PPI 同比短期可能继续下行，但我们预计接近触底	7
图表 6： 环比来看，多数上中游工业原材料，在 5 月份价格出现上涨	7
图表 7： 今年一季度，PPI 出现较大幅度下行，工业生产数据也波动较大	8
图表 8： 目前盈利修复主线集中在科技、基建等行业	9
图表 9： 工业企业产成品库存的五轮完整周期	10
图表 10： 2006 年至今地产政策/重大事件影响下的库存变化情况	11
图表 11： 历史数据显示库存周期和房地产周期表现出一定的相关性	11
图表 12： 部分上中游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览	12
图表 13： 部分中下游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览	12
图表 14： 2020 年 4 月末，工业企业产成品库存金额的占比结构	13

库存周期短期或维持震荡，行业结构可能分化

本轮库存周期从 2016 年 7 月份开启主动补库存，从 2017 年二季度开始进入去库存；原本在 2019 年末，企业盈利同比触底迹象初步显现，我们预计企业可能在 2020 上半年进行主动补库存；但受疫情因素扰动，今年一季度库存被动积压较为严重。4-5 月份，部分行业已重新开始去库存，我们判断，未来内需复苏速度可能进一步超过生产，但外需扰动下，库存周期当前的位置仍不能明确定论，可能短期会维持震荡。

我们中性预计，今年二到三季度，多数工业行业将陆续重新转入去库存，部分行业有望领先实现盈利当月同比转正、进行主动补库存。考虑到库存周期略滞后于企业盈利的变动，结合行业产成品库存现况综合判断，我们认为，食品加工、通用设备、专用设备（医疗设备）、电气机械设备等行业，有望领先进入主动补库存。但对于整体工业企业，受外需不确定性扰动，且本轮地产数据周期性不明显，预计主动补库存的诉求不会太强。我们判断至少到今年四季度，整体工业企业才有望出现较为明显的补库过程。

图表1：工业生产链条上的各项数据存在从前端到后端的传导与关联



资料来源：华泰证券研究所

我们认为，PMI、PPI、工业企业盈利、工业企业库存、制造业投资等经济数据，存在一定的传导和关联联系。逻辑上较为通畅的传导链条可能是：需求复苏，反映为先行预期指标 PMI 走强；随后产成品价格 PPI 上涨（但近年来供给侧政策也是影响 PPI 的重要因素之一，即使没有需求侧复苏预期，也可能带动 PPI 上行）；PPI 与工业企业盈利有较强的正相关性，产成品价格上涨，无论是需求侧逻辑（量价齐升）还是供给侧逻辑（可能是量缩价涨，但价格弹性大于产量），都可能带动企业盈利修复；工业企业盈利修复一方面对 PMI 产生正向反馈，一方面拉动相关生产和主动补库存的过程。当生产端供不应求、且企业盈利状况继续改善时，企业可能主动加大资本开支，反映为制造业投资增速上行。

从实际数据表现来看，企业库存周期的变化略滞后于价格（PPI）和盈利，从价格和盈利的变化、传导到企业的生产端调整，存在一定的时滞。当企业由被动去库存切换到主动补库存时，产成品存货累计同比增速上升；而反之，当 PPI 下行、工业企业盈利能力趋弱时，企业由被动补库存（需求下行，存货积压）向主动去库存转变，反映为产成品存货累计同比增速下行。

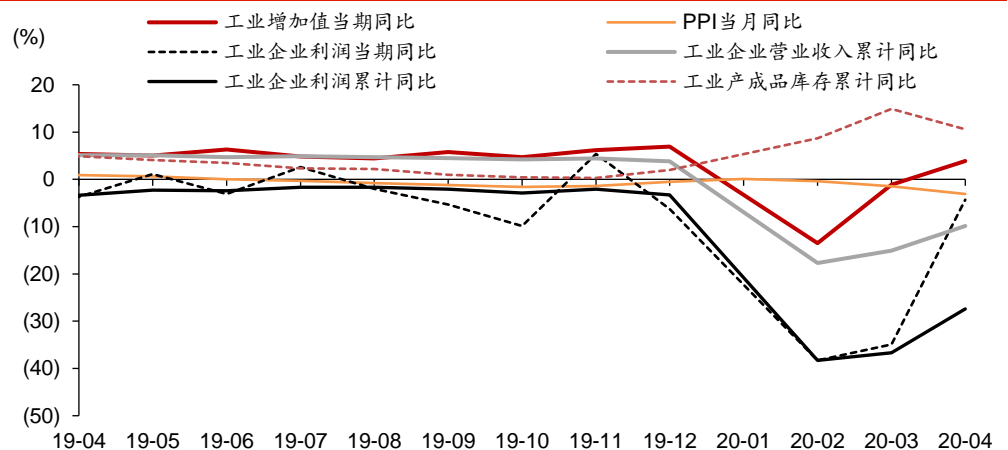
上轮 PPI 中枢的显著上行，主要逻辑是 2016 年三季度开始的供给侧改革去产能推动工业领域“量缩价涨”。与 PPI 上行同步，工业企业利润同比增速也呈现显著修复；从 2016 年三季度开始，工业企业开启一轮主动补库，产成品增速上行。但随着去产能逐步完成既定任务、不再设置量化指标，2017、2018 年，PPI 中枢逐年回落、工业企业盈利增速下行，库存周期开始转入去库存。

2019 年下半年，市场的主流预期是，从 2019 年末至 2020 年初，PPI 有望在翘尾因素以及一定的逆周期对冲政策影响下触底回升；企业盈利有望与 PPI 基本同步，在 2020 年一季度修复、有望同比转正；2020 年上半年，库存周期有望转入补库阶段。结合盈利修复预期、高端制造业支撑等因素，2020 年制造业投资增速有望略高于 2019 年。

但今年一季度的新冠疫情“黑天鹅”，对实体经济活动、以及企业的生产/资本开支意愿，产生了较大负面冲击。国家统计局数据显示，2020 年 1-2 月、3 月份的工业企业产成品存货同比分别为+8.7%、+14.9%，数据连续较前值（2019 年 12 月）上行；我们认为主要原因是疫情严重影响需求，对产成品销售端的冲击比对生产端更大（对设备制造、汽车尤其如此），造成存货被动积压。统计局在解读 1-2 月经济数据时指出：“这次疫情冲击了我国产业链，影响了经济循环畅通，部分产业或企业库存积压，如钢铁、汽车等。也有些行业因疫情防控或复工复产需要而加快了去库存步伐，如医药、防疫消毒用品以及部分纺织、化工原材料等。随着企业加快复工复产，一些行业将加快去库存，另一些行业会加快补库存，进而推动企业生产反弹。”

我们认为，新冠疫情扰动库存周期、造成产品短期被动积压只是暂时状态，当需求回升速度逐渐超过生产后，库存周期未来将重新回到被动去库存。4 月末，产成品库存同比+10.6%，较 3 月值（+14.9%）回落，反映社零消费、基建等方面的需求开始恢复。下半年，机械设备、专用设备、医疗设备等行业有望领先进入主动补库存。但整体工业企业进入主动补库存，可能至少要到今年四季度。

图表2： 4 月工业企业盈利数据的积极信号：营收和利润改善，库存出现去化迹象



资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业价格和需求信号有喜有忧

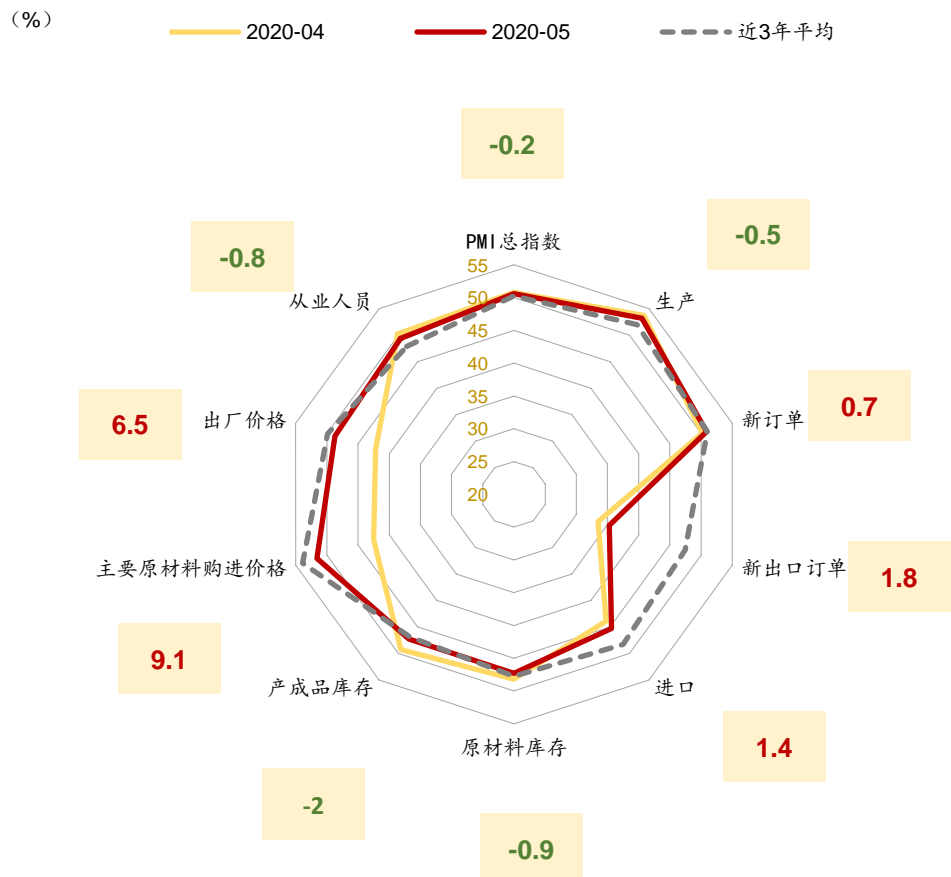
先行指标看，需求端压力主要体现在新签订单量的下滑

5 月官方制造业 PMI 50.6%，回落 0.2 个百分点，但第 3 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势，但修复力度逐月递减，经济仍在渐进修复。分项看，需求边际改善（内需强于外需）但企业生产备货意愿趋弱，由“订单-生产指数”刻画的产出缺口出现好转，工业品价格反弹。而行业分化依然显著，制造业与服务业压力突出、建筑业持续走旺。在生产逐步恢复正常后，目前工业企业盈利改善的最大隐忧，是企业在手和新签订单可能面临下行压力，尤其是外需；因而对 PMI 的关注重点应是新订单、生产、库存等方面；行业角度，需关注纺织、出口导向的原材料、电子加工贸易等行业。

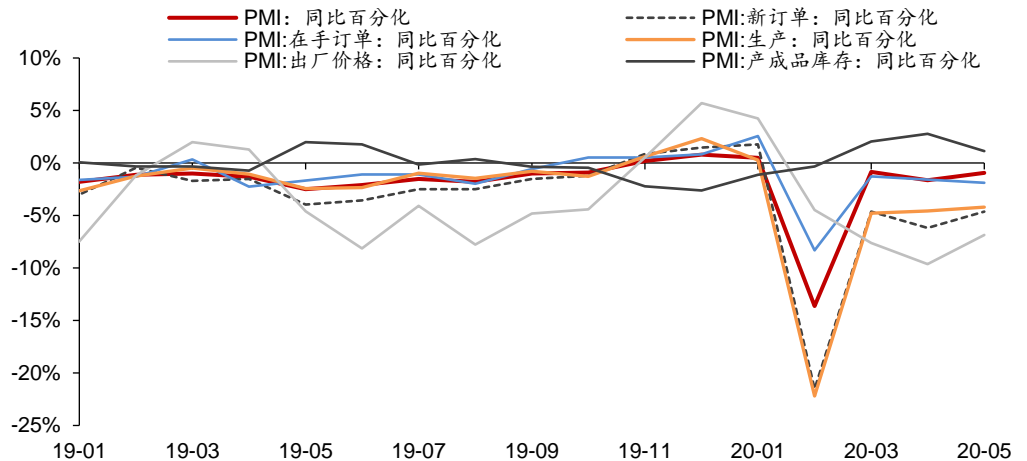
国家统计局数据显示，5 月 PMI 新出口订单指数 35.3%，低位回升 1.8 个百分点；国内新出口订单仍承压维持低位，我们预计出口压力在近一个季度难以有显著改观，新出口订单滞后反应将带动出口下行风险，可能反过来引发工业库存攀升、生产放缓、失业率走高。欧美经济重启伴随疫情反复，短期还难以看到出口实质改善，由此衍生的库存、生产、就业等压力值得警惕。

国家统计局数据显示，库存方面，5 月 PMI 原材料库存指数 47.3%，回落 0.9 个百分点；产成品库存指数 47.3%，回落 2 个百分点。原材料库存走弱，显示企业正处于走出库存被动积压阶段的过程中，但备货意愿不强，尚未切换到主动补库存阶段。

图表3： PMI 环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：需求端，在手和新签订单的下滑可能是未来工业生产链条的最大隐忧

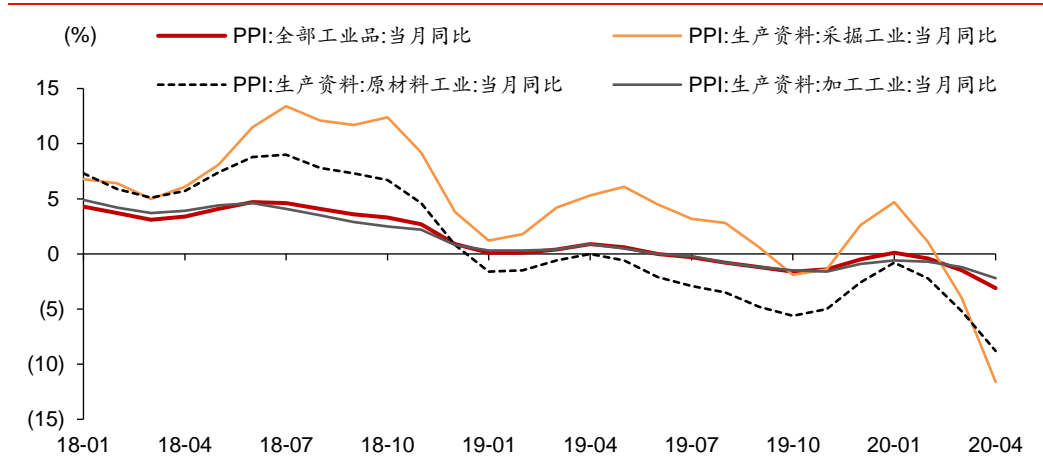
资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业生产价格或现环比反弹，但全年中枢大概率仍为负增长

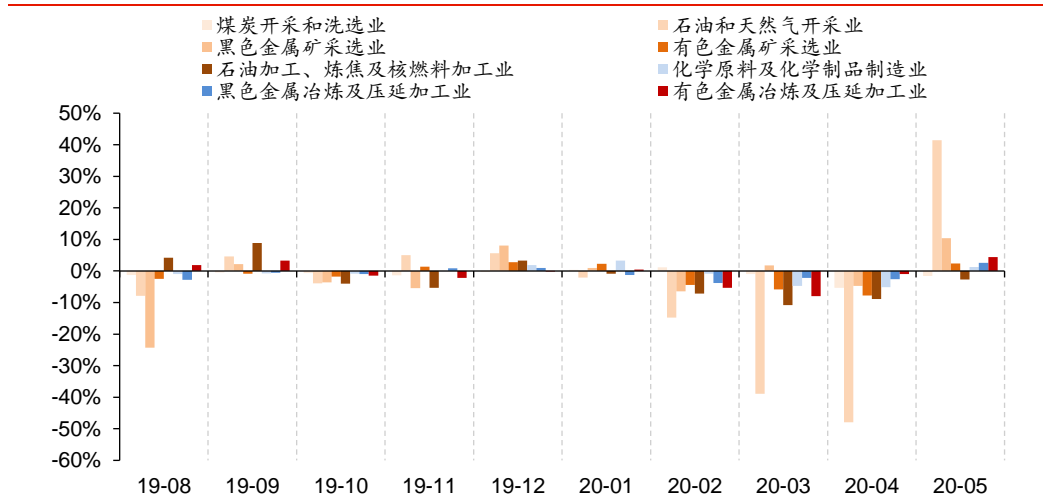
对于工业生产的价格因素，2019 四季度 PPI 出现了昙花一现的连续两个月环比转正，我们认为，主要反映的是当时的市场一致预期：2020 年是全面建成小康社会决胜之年，政策刺激可能在年初就集中投放。部分工业品在去年四季度提前出现了涨价。但今年一季度的新冠疫情黑天鹅，显著冲击了经济活动和工业品价格，螺纹钢、水泥等工业产品库存在今年 1-2 月一度居高不下；叠加国际油价超预期大幅下行的影响，今年 2-4 月，PPI 环比连续三个月为负。

今年 3-4 月，受市场担忧疫情冲击全球经济增长预期、沙特与俄罗斯/OPEC 就原油产量未能达成一致等因素作用，国际油价大跌，布伦特油价一度跌至 20 美元左右。历史经验看，油价与 PPI 有较强关联性。我们认为，受疫情在全球范围内扩散的影响，今年油价中枢大概率持续明显低于去年同期；这对全年 PPI 中枢或形成较明显的负面影响。

未来一到二个季度，PPI 环比的积极因素主要取决于内需的恢复速度，尤其是基建、地产的施工强度。以重大项目为抓手、受预算内和专项债资金支持，基建投资基本确认快速修复反弹态势。4-5 月份，生产和价格端的积极因素开始逐渐体现，5 月份铁矿石/钢材、有色金属、原油均价较 4 月环比上涨。我们预计 5 月 PPI 环比强于 4 月，考虑上中游原材料生产和加工工业价格向下游传导存在一定的时滞，PPI 同比增速可能在未来 1-2 个月内触底、随后降幅可能收窄。但受油价同比降幅仍较大的因素制约，全年 PPI 中枢仍可能在负增长区间。

图表5: PPI 同比短期可能继续下行, 但我们预计接近触底

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 环比来看, 多数上中游工业原材料, 在 5 月份价格出现上涨

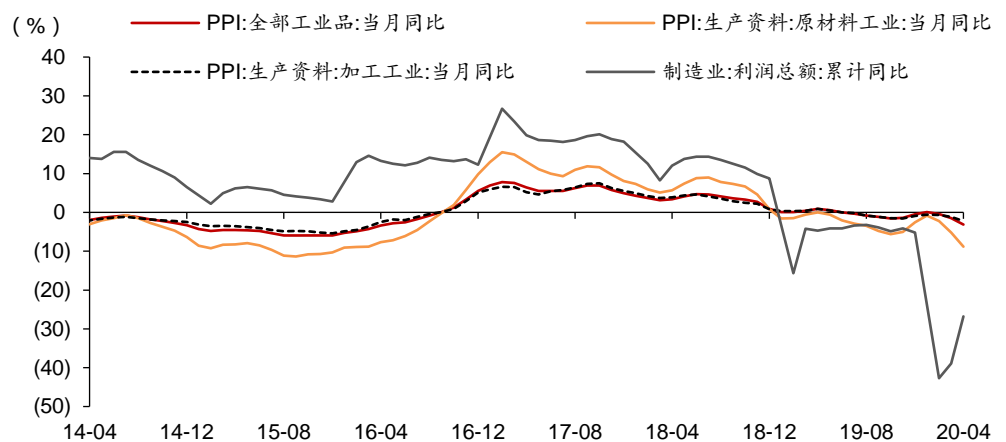
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

需求侧的不确定性仍是盈利修复的隐忧

工业企业营业收入的影响因素包含“量”和“价”两方面：“量”取决于生产和需求的动态平衡；“价”主要由 PPI 的结构数据反映。我们在上文指出，历史上，PPI 和工业企业盈利之间存在较强正相关性；PPI 原材料/加工工业大类，与工业企业利润分项中的制造业利润增速作比，其在趋势上较为统一。这主要是因为，一般而言工业生产的季度波动不会太大，而 PPI 的弹性相对更强。但今年的情况相对特殊，在内外因素综合影响下，不仅 PPI 出现了较大幅度下行，今年 1-2 月、和 4-5 月的工业生产数据，也出现了很大的相对波动。

我们预计随着企业开工生产基本恢复正常，工业企业盈利数据有望继续修复，但需求侧的不确定性仍是隐忧。在工业企业利润当月同比转正之前，我们认为难以看到明确、持续的主动补库存行为。

图表7：今年一季度，PPI 出现较大幅度下行，工业生产数据也波动较大



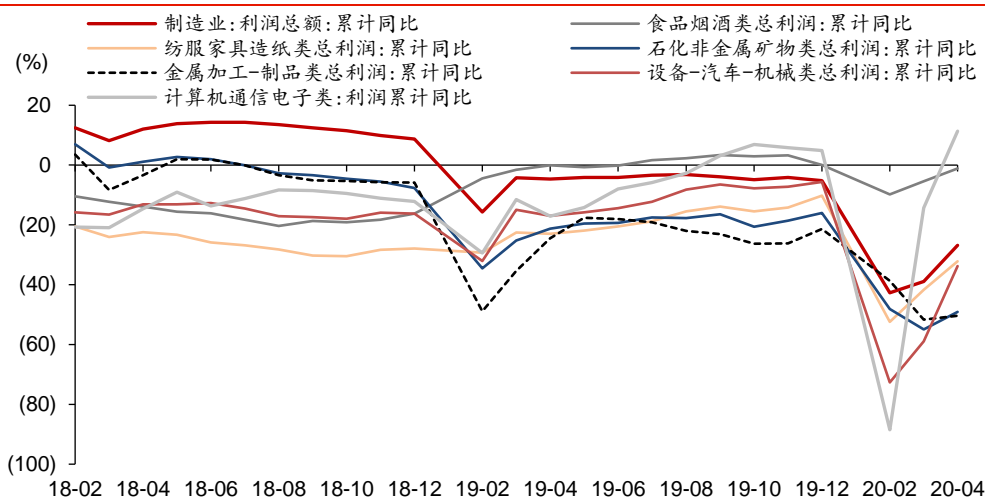
资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年 4 月工业企业利润行业数据显示，目前盈利改善的行业主线一是科技附加值较高的行业，受益于政策扶持和行业蓝海；二是基建相关行业，反映内需确定性复苏的方向；三是可选消费行业（汽车），反映社会线下零售消费向正常方向恢复。今年 3 月份，企业陆续复工复产，生产端复苏快于需求；4-5 月份，消费、基建等方面需求逐渐回暖，内需的恢复速度逐渐赶上生产。

政府工作报告未设定全年经济增长数字目标，但全面建成小康社会、完成脱贫攻坚和稳就业等目标，仍需一定的经济增长“基本盘”。全国两会的胜利召开、北京疫情响应机制下调，全年经济工作定调，5 月份有望成为工业生产和社会消费进一步恢复正常的重要时间节点，我们预计 5-6 月工业增加值同比有望基本恢复到去年同期水平。根据秦皇岛煤炭网、中国橡胶信息贸易网等行业数据库，5 月初至今，6 大发电集团周度耗煤量均超过 2019 年同期；5 月份第二/三周，主要钢厂螺纹钢产量均超过 2019 年同期；从 4 月第一周开始至今，炼油厂开工率（产量/产能）即持续超过 2019 年同期；汽车半钢胎开工率也逐步接近去年同期。这些指标预示着 5 月份工业生产端继续回暖、发电和建材需求持续回升。

4 月工业企业利润增速当月同比跌幅大幅收窄到-4.3%，盈利修复之所以弹性较大，主要是供需两端同时回暖，生产端基本恢复正常水平，而可选消费等需求较前值回升幅度较大。但展望未来一至两个季度，当企业产能利用率基本恢复到往年同期水平后，是否进一步提高产量，将取决于有无足够充分的需求侧积极信号。今年二三季度，工业企业盈利能否继续修复并（当月）同比转正？我们认为主要不确定性将重新回到需求侧，尤其是外需是否出现较大下滑压力。

图表8： 目前盈利修复主线集中在科技、基建等行业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

本轮地产周期不明显，可能间接影响工业企业库存的周期特性

库存周期理论认为，一个完整的库存周期通常被划分为四个阶段：1) 主动补库存：需求连续反弹，企业对未来预期逐渐乐观，企业的库存也已降至较低水平，企业逐渐补充库存以应对需求反弹；2) 被动补库存：需求开始下滑，但企业依然乐观，需求逐渐低于企业的供给，此时企业的库存进一步上升。3) 主动去库存：需求回落，企业对未来需求预期悲观，主动降低库存以改善自身资金状况；4) 被动去库存：需求逐渐有见底迹象，但企业依然谨慎，需求逐渐超过企业的供给，此时企业的库存进一步下降。

中国自 2000 年以来共经历了 2000 年~2002 年、2002 年~2006 年、2006 年~2009 年、2009 年~2013 年、2013 年~2016 年五轮较为完整的库存周期；目前正处于第六轮库存周期过程中。从时间跨度来看，2002 年至 2006 年、2006 年至 2009 年及 2009 年至 2013 年三轮周期时间较长，持续平均 40 个月以上。这三轮库存周期均伴随较长时间的补库存过程。

图表9：工业企业产成品库存的五轮完整周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在我国政策实践中，房地产调控常被作为刺激经济的主要需求侧工具。同时，房地产的产业链很长，其上中下游都会对经济产生较大影响，交替收紧和放宽的房地产政策对地产产业链产生影响，形成了独特的地产周期。而从我们对比来看，地产的周期性特征，对工业企业的生产经营决策可能有较大的综合影响，与工业企业产成品库存的波动也有一定的正相关性。

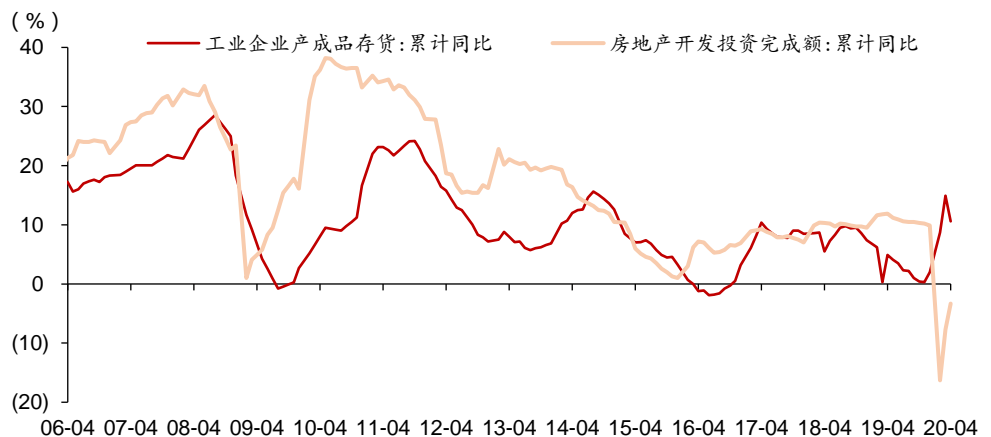
我们对 2006 年至今的主要地产政策调整、以及库存周期的所处阶段进行对比，在经济周期背景、地产政策、产业链经营活动影响下，房地产投资增速对工业企业库存增速表现出一定的领先性。地产销售、商品房库存和地产投资，与工业企业库存间存在一定的传导关系：为拉动经济，政府出台房地产刺激政策，房地产销量上升、商品房库存下降，地产企业开启新一轮建设投资，大量消耗钢筋水泥等工业原材料，工业企业被动去库存；房地产顺周期性较强，地产产业链回暖有效带动经济复苏，工业企业主动补库存；为防止房地产市场过热，房地产政策收紧，需求下降，企业库存堆积，被动补库存。

图表10： 2006 年至今地产政策/重大事件影响下的库存变化情况

库存周期	时间	地产政策/重大事件	库存变化
2006-2009 年	2006.05-2007.10	加强商品房预售许可管理 房企增值税清算管理	金融危机爆发前，经济态势良好，房地产市场蓬勃发展，企业库存增长稳健，呈“主动补库存”状态。
	2007.11-2008.09	金融危机 经济适用房管理办法 控制房企贷款管理	金融危机波及全球，我国经济活动遇冷，房地产销售面积断崖式滑坡，随着危机爆发前开工的房地产项目陆续完工，企业库存进一步堆积，呈现“被动补库存”特征。
	2008.10-2009.06	“国十条” 改善住房贷款优惠同首套	尽管受“国十条”等影响，房地产销量回升，但金融危机影响下房地产开发投资完成额增速下降至零，房地产库存迅速下降，企业“主动去库存”应对投资活动低迷。
	2009.07-2010.01	“四万亿”政策 限制用地项目目录 明确商品房用地出让面积上限	房地产投资活动热度攀升，房地产销量上升到顶，房地产库存累积；基建投资在“四万亿”的刺激下攀升，基础设施建设消耗工业产成品，企业库存下降，企业呈“被动去库存”状态。
2010-2013 年	2010.01-2011.12	“国十一条” 《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》 新“国八条” 上调公积金贷款利率	“四万亿”政策刺激下，经济恢复活力，经济预期转良，房地产投资稳定增长，企业经历较短期的“主动补库存”。2010 年年初，房地产政策骤然收紧，房地产市场遇冷，销量下挫，房地产库存持续增加；随着“四万亿”政策带来的经济刺激基本释放完毕，基建项目陆续完成，企业出现“被动补库存”。
	2012.01-2013.03	二三线城市采取必要限购措施 地方债务扩张 “国五条” 抑制投机性购房	房地产的限购政策下市场降温，房地产投资滑坡，经济保持低迷，企业“主动去库存”。在上一轮基建措施结束后，新一轮政策带动地方债务扩张，地方举债开发刺激经济，2012 年下半年，基础设施建设投资完成额持续上升，企业库存随之下降，企业呈“被动去库存”状态。
2013-2016 年	2013.04-2014.08	遏制“小产权房”建设销售	房地产维持“收紧”的主基调，房地产投资遇冷、地方基建投资减缓，经济增速放缓，2013 年年末起，房地产投资增速持续下滑，企业由“主动补库存”转向“被动补库存”，企业库存攀升，房地产库存以稳定速度累积。
	2014.09-2016.01	930 房贷新政 加快培育和发展住房租赁市场 放宽房地产市场外资准入	政策降低多套房地产购买条件，给予购买优惠，房地产销量应声上升，房地产库存下降，房地产投资受前期收紧政策影响，投资完成额仍保持低位；2015 年年中，固投增速由下降趋向稳定，企业库存由“主动去库存”向“被动去库存”过渡，当期库存持续下降。
2016 年至今	2016.02~至今	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》 房地产定调因城施策 PPP 模式推动地方融资	房地产业蓬勃带动经济保持稳定增速，企业“主动补库存”应对未来需求。为抑制房地产市场过热，房地产政策再次收紧，地产销量下滑，投资活动减弱，企业“被动补库存”。2016-2017 地方政府通过 PPP 融资进行基础设施建设，企业库存通过基建消耗，工业企业由“主动去库存”快速转向“被动去库存”。2020 年至今，受新冠疫情影响，库存周期当前的位置并不明确。

资料来源：住建部，国土资源部，国务院，财政部，央行，银监会，华泰证券研究所

然而，本轮地产周期特性体现的并不明显。受“因城施策”政策导向影响，自 2016 年三季度开始，我国收紧一线和部分重点二线城市的地产调控，并出台棚改货币化安置等政策，配合推动三四线城市去库存。从 2019 年开始，棚改货币化安置的体量边际收紧，三四线房地产市场出现降温。总体来看，本轮房地产投资、销售等数据波动相对平缓，周期性特征并不明确，短期内，地产投资、销售等数据也不大可能出现明显的超预期上行。受其间接影响，本轮工业企业的主动补库过程，可能也会相对温和，波动性较低。

图表11： 历史数据显示库存周期和房地产周期表现出一定的相关性

资料来源：Wind，华泰证券研究所

部分行业或领先进行补库存，整体工业库存短期仍将震荡

本轮库存周期从 2016 年 7 月份开启主动补库存，从 2017 年二季度开始进入去库存；原本在 2019 年末，企业盈利同比触底迹象初步显现，我们预计企业可能在 2020 上半年进行主动补库存；但受疫情因素扰动，今年一季度库存被动积压较为严重。4-5 月份，部分行业已重新开始去库存，我们中性预计，今年二到三季度，多数工业行业将陆续重新转入去库存，部分行业有望领先实现盈利当月同比转正、进行主动补库存。但对于整体工业企业，受外需不确定性扰动，且本轮地产数据周期性不明显，预计主动补库存诉求不会太强。我们判断至少到今年四季度，整体工业企业产成品存货才有望出现较为明显的补库过程。

4 月份，工业企业产成品库存累计同比+10.6%，较 3 月值（+14.9%）回落。但行业产成品库存呈现一定的结构性分化，内需依存度较高的行业库存去化加快。黑色冶炼、燃料加工、化工制造等行业 4 月产成品库存同比分别为+28.4%、+3.8%、+10.5%，较 3 月分别下降 18.1、14.7、10.7 个百分点；一些与基建、可选消费相关性较高的行业，如设备制造、汽车、运输工具制造、电气机械等，库存同比增速都低于 3 月。但外需依存度较高的行业库存去化相对较慢，部分行业仍有被动积压迹象。4 月家具制造业产成品库存累计同比+11.2%（前值+9.7%），通信电子业产成品库存累计同比+9.6%（前值+5.3%）。

当前国内疫情防控形势持续好转，内需逐步恢复，但海外疫情仍存波折和反复，新签出口订单降幅较大。当前情形下，内需、外需恢复的差异性，导致了各行业产成品库存的结构分化。

图表12：部分上中游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览

变动 (pct)	(5.1)	0.1	(6.7)	1.6	(14.7)	(10.7)	(4.0)	(4.3)	(18.1)	0.7
产成品 存货同 比 (%)	煤炭 开采	石油 开采	黑色 采选	有色 采选	燃料 加工	化工 制造	橡胶 塑料	非金属	黑色 冶炼	有色 冶炼
2020-04	9.9	-5.5	12.3	13.0	3.8	10.5	8.0	15.3	28.4	18.1
2020-03	15.0	-5.6	19.0	11.4	18.5	21.2	12.0	19.6	46.5	17.4
2020-02	1.2	-0.3	4.6	-0.3	19.7	13.6	6.4	13.4	31.9	5.3
2019-12	-3.5	-1.7	-3.4	4.6	-1.6	-0.5	-0.8	3.6	-3.7	-5.2
2019-11	-4.5	7.6	-2.6	-1.0	0.7	-1.7	-2.4	4.7	-5.0	-9.9
2019-10	-3.5	-2.7	-1.6	-2.5	7.7	-1.6	-2.9	5.6	-6.1	-6.2
2019-09	-6.6	-8.9	-1.4	0.1	12.0	-1.4	-2.6	6.4	-2.1	-4.7
2019-08	-9.1	-1.3	1.8	-3.2	13.8	1.2	-2.4	7.1	1.0	-2.6
2019-07	-10.8	0.1	2.1	-5.3	8.3	1.8	-1.7	7.0	0.7	-3.0
2019-06	-11.6	4.3	-2.8	-7.2	3.3	4.0	-0.9	8.0	-0.8	-0.1
2019-05	-10.2	8.7	-5.9	-8.5	8.9	5.5	-0.5	8.3	1.2	-0.4
2019-04	-9.1	1.8	-4.2	-6.8	2.0	3.3	1.0	8.4	-8.7	2.5
2019-03	-16.2	5.9	-11.1	-6.9	-0.6	-3.6	-4.3	6.3	-19.0	-8.0
2019-02	-10.5	3.7	-3.8	6.0	4.2	6.1	0.0	9.9	-2.4	0.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

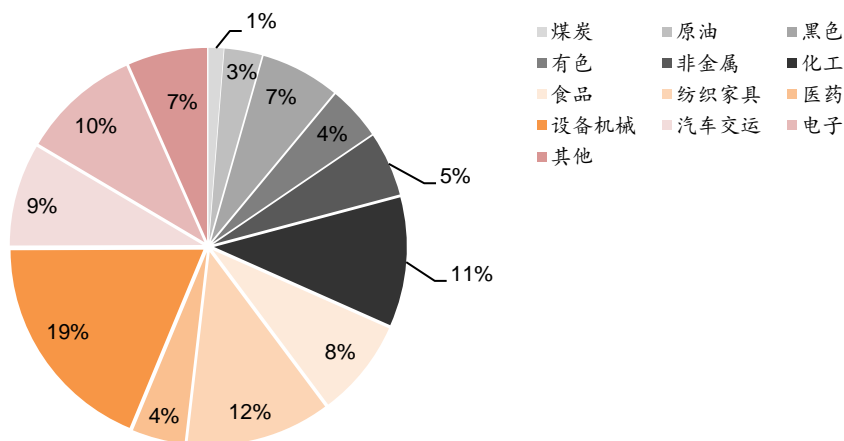
图表13：部分中下游行业，产成品库存累计同比表现分行业概览

变动 (pct)	(10.5)	(0.7)	(3.6)	1.5	(6.4)	0.0	(2.1)	(3.5)	(2.9)	(0.9)	(5.0)	4.3
产成品 存货同 比 (%)	农副 食品	食品 制造	纺织业	家具 制造	造纸 制品	医药 制造	通用 设备	专用设备	汽车	运输 设备	电气 机械	通信 电子
2020-04	4.7	10.1	13.6	11.2	9.3	12.7	8.1	11.3	3.3	10.2	6.1	9.6
2020-03	15.2	10.8	17.2	9.7	15.7	12.7	10.2	14.8	6.2	11.1	11.1	5.3
2020-02	15.5	6.9	8.4	6.6	0.9	7.2	3.4	10.1	-1.2	5.7	3.2	0.1
2019-12	7.3	-0.3	2.9	4.0	-12.2	8.7	3.3	8.1	6.5	1.1	2.1	-0.3
2019-11	3.7	2.6	4.2	5.2	-14.9	10.6	2.9	7.3	-8.1	-3.9	2.4	-0.6
2019-10	1.3	-1.1	6.3	2.2	-11.8	11.1	3.0	7.9	-10.2	-2.0	0.6	-0.6
2019-09	5.0	1.2	7.3	-0.7	-8.9	13.4	2.7	7.9	-10.6	-0.4	-1.6	0.4
2019-08	3.5	5.1	8.5	-0.1	-1.3	15.0	2.7	10.5	-7.8	1.9	-3.2	0.6
2019-07	2.7	5.1	10.1	1.6	0.8	14.7	4.3	10.4	-10.4	0.3	-4.4	5.1
2019-06	3.3	3.8	11.8	1.8	4.7	14.2	6.2	12.2	-5.7	0.0	-3.9	6.9
2019-05	2.7	4.3	11.9	0.2	5.6	13.4	6.1	13.4	1.0	-1.0	-4.1	7.2
2019-04	2.7	4.4	10.2	2.6	11.7	13.6	8.8	13.4	2.9	3.1	-1.7	10.7
2019-03	-1.4	3.7	3.3	6.3	1.9	13.5	4.5	15.1	-1.4	0.5	-6.2	7.6
2019-02	2.7	7.3	10.6	8.4	8.2	19.7	10.0	19.3	5.8	3.9	-1.4	8.8

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们判断，未来内需复苏速度可能进一步超过生产，但外需扰动下，库存周期当前的位置仍不能明确定论，可能短期会维持震荡。企业盈利当月同比转正需要积极需求侧信号、还有赖于行业本身的竞争格局，高科技行业、基建相关行业、可选消费行业，盈利改善可能性相对较大。考虑到库存周期略滞后于企业盈利的变动，结合行业产成品库存现况综合判断，我们认为，食品加工、通用设备、专用设备（医疗设备）、电气机械设备等行业，有望领先进入主动补库存。

图表14： 2020 年 4 月末，工业企业产成品库存金额的占比结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

海外疫情持续时间超预期，对全球经济、外需构成更大负面冲击；制造业投资、消费增速超预期下行，经济下行速度超预期；逆周期政策力度不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司