宏观研究

# 工业数据分析手册（二）：工业企业财务数据

2020 年 08 月 21 日

**分析师：李奇霖**
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

**分析师：张德礼**
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

**研究助理：聂政**
电话：
邮箱：niezheng@ykzq.com

**近期报告**

《评 7 月官方 PMI》2020-07-31
《CPI 同比将再度走低》2020-08-10
《一文看懂内循环》2020-08-11
《双循环新格局背景下的宏观调控政策取向》2020-08-14
《经济复苏还没结束》2020-08-14

## 投资要点

### 工业数据分析手册（二）：工业企业财务数据

本文是工业企业数据分析手册第二篇，主要介绍工业企业财务数据。透过营收利润、资产负债等财务数据，可以系统地把握工业企业财务变化趋势。

分析从两个维度展开：一是分析利润表，重点是工业企业利润，它直接反映了工业企业的盈利状况，我们将从总量、行业结构、企业类型等角度对它进行解读；二是资产负债表分析，重点是工业企业产成品存货数据，它背后反映了供需关系变动，我们将从库存周期的角度对它进行解读。

风险提示：工业企业财务数据统计误差。

# 目 录

一、初识工业企业财务数据 ..... 4
二、工业企业利润表解读 ..... 5
（一）工业企业利润表结构分析 ..... 5
（二）工业企业利润数据分析 ..... 7
1、如何从总量角度进行观察？ ..... 7
2、如何从行业角度进行观察？ ..... 9
3、如何从企业类型角度进行观察？ ..... 14
4、再议 2018 年的数据分歧 ..... 17
三、工业企业资产负债表数据解读 ..... 19
（一）工业企业资产负债表结构分析 ..... 19
（二）工业企业产成品存货数据分析 ..... 22
1、产成品存货与库存周期 ..... 22
2、中国历史库存周期分析 ..... 25
3、行业库存周期的分化 ..... 27

# 图表目录

图表 1： 工业企业财务数据和企业资产负债表、利润表（简化版）的对应 ..... 4
图表 2： 成本率和费用率之间有一定的对冲关系 ..... 6
图表 3： 统计局工业企业营收同比与 A 股工业企业营收同比走势相符 ..... 7
图表 4： 统计局工业企业利润总额同比与 A 股工业企业利润总额同比走势相符 ..... 7
图表 5： 工业企业营收同比，和工业增加值+PPI 同比走势吻合 ..... 8
图表 6： 工业企业利润同比可拆分为工业增加值、PPI 及营业收入利润率的同比 ..... 9
图表 7： 2019 年前 20 大工业行业利润总额占比 ..... 10
图表 8： 工业企业利润同比可拆分为上中下游利润同比 ..... 11
图表 9： PPIRM、PPI 生产资料的波动要明显大于 PPI 生活资料和 CPI 非食品项 ..... 12
图表 10： 2015 年末到 2017 年年中，上中下游各行业的的营收利润率变动情况 ..... 13
图表 11： 下游行业的营收利润率除了季节性波动外，各年度的变化很微弱 ..... 14
图表 12： 《企业登记注册类型对照表》中的部分内容 ..... 15
图表 13： 年度工业财务数据中的 9 大类企业，与月度工业财务数据中的 4 大类企业的对应关系 ..... 16
图表 14： 国有控股企业的利润总额累计同比波动，明显大于其他类型企业 ..... 17
图表 15： 2018 年用累计值计算的同比与官方公布的累计同比明显分化 ..... 17
图表 16： 国企的利润同比没有出现数据变异，私企则非常明显 ..... 19
图表 17： 调整前后的工业企业资产负债率对比 ..... 20
图表 18： 21 世纪以来的国企、私企资产负债率对比 ..... 20
图表 19： 工业企业流动资产同比、总资产同比略滞后于营收同比 ..... 21
图表 20： 工业企业资产的流动性在增强 ..... 21
图表 21： 经数据调整前后的产成品周转天数对比 ..... 22
图表 22： 经数据调整前后的应收账款平均回收期对比 ..... 22

图表 23： 包含了价格因素的产成品存货同比变动 ..... 23
图表 24： 库存周期变动略滞后于经济周期的变动 ..... 24
图表 25： 营收同比+产成品存货同比刻画的中国库存周期 ..... 25
图表 26： 五大主要需求中，2016 年以来主要是房地产和出口有所回升，其他需求相对低迷 ..... 26
图表 27： 截至 2019 年底，各行业所处的库存周期位置 ..... 27
图表 28： 汽车销量领先于汽车制造业产成品存货，并且在 2019 年出现缓慢回温 ..... 28
图表 29： 各行业在疫情期间的库存积压速度以及疫后的库存去化速度 ..... 29
图表 30： 医药制造业的库存周期 ..... 30
图表 31： 计算机通信及电子设备制造业的库存周期 ..... 30
图表 32： 上中下游行业的库存周期在 2016 年后的同步性大大减弱 ..... 31
图表 33： 煤炭、钢铁等部分工业行业的库存周期已经变得更碎片化了 ..... 31

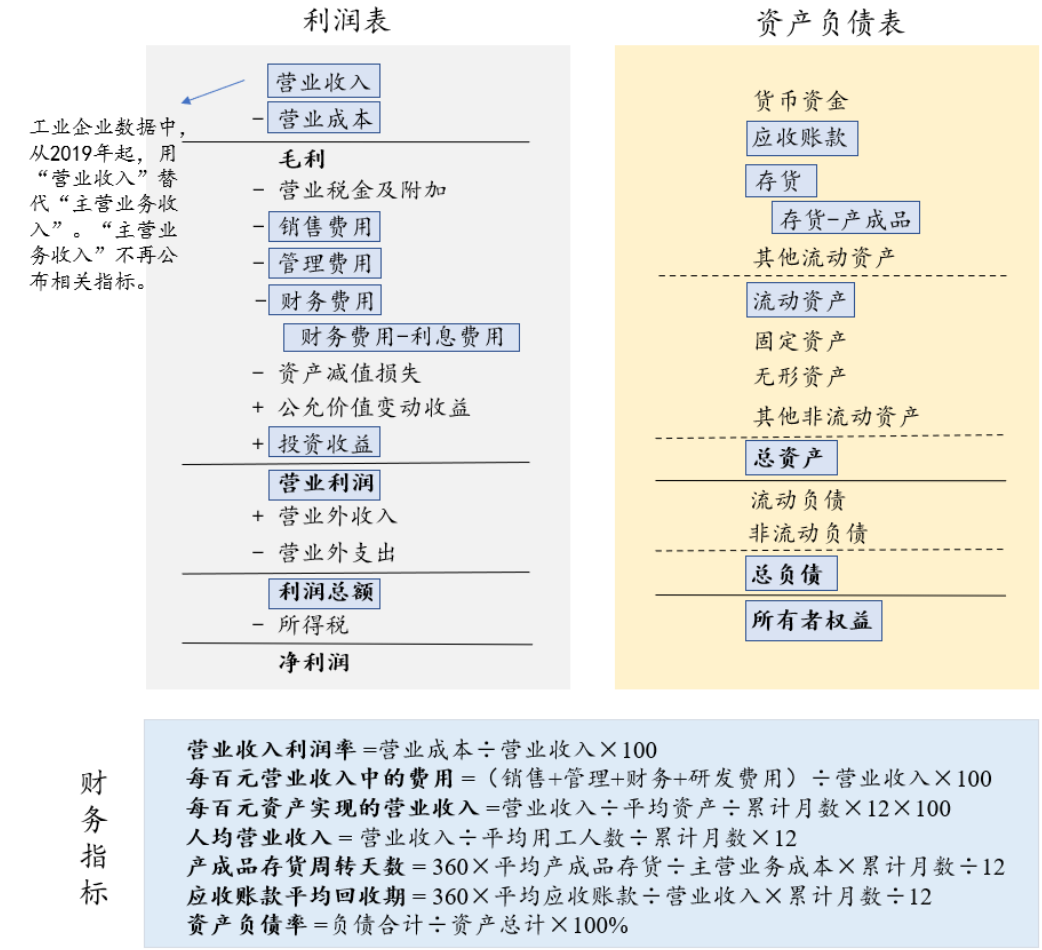
本文是工业企业数据分析手册第二篇，主要介绍工业企业财务数据。透过营收利润、资产负债等财务数据，可以系统地把握工业企业财务变化趋势。

分析从两个维度展开：一是分析利润表，重点是工业企业利润，它直接反映了工业企业的盈利状况，我们将从总量、行业结构、企业类型等角度对它进行解读；二是资产负债表分析，重点是工业企业产成品存货数据，它背后反映了供需关系变动，我们将从库存周期的角度对它进行解读。

## 一、初识工业企业财务数据

在《工业数据分析手册（一）》中，我们详细介绍了工业增加值。除了工业增加值，工业企业数据中，市场通常还很关注它的财务数据。下图展示了统计局披露的主要工业企业财务数据（蓝底方框内）。

**图表1：工业企业财务数据和企业资产负债表、利润表（简化版）的对应**




*资料来源：《工业统计报表制度》、国家统计局、粤开证券研究院（注：蓝色方框中为统计局主要披露的工业企业财务数据）*

这些财务数据，相当于简化版的企业利润表指标、资产负债表指标+财务分析指标，除资产、负债、营收、利润等数据外，还包括利润率、存货周转天数等指标。对于了解基础会计知识的读者而言，这些指标应该不会陌生。

它们的统计方式也比较简单，企业在国家联网直报系统中，填报自己的财务数据，然后再由统计局直接汇总而成。因此这些指标的含义，和它们在会计里的概念范畴也没

有什么差别。由于核算流程简单，我们这里也不做过多介绍。

有些工业企业财务数据，比如利润，会同时公布绝对值和同比增速。需要注意的是，它们也是一项针对规模以上工业企业的统计，所以和工业增加值一样，也会受每年规模以上企业名单变动的影响，带来口径不可比的问题。

因此，尽管统计局公布了绝对值，但如果直接用绝对值来计算同比增速，会和官方调整后公布的同比存在差异。这种差异，在大多数时候很小，但在部分时间段可能会比较大，具体的我们在下文会再提到。

# 二、工业企业利润表解读

## （一）工业企业利润表结构分析

我们完全可以用理解公司利润表的方式，来理解统计局的工业企业利润表数据。

1）营业收入大家都很清楚，它是工业企业销售产品所获得的收入。

2）营收扣除营业成本，再减去税金、期间费用、资产减值损失等成本费用科目，基本就得到了营业利润。

3）营业利润加上营业外净收入，约等于利润总额。

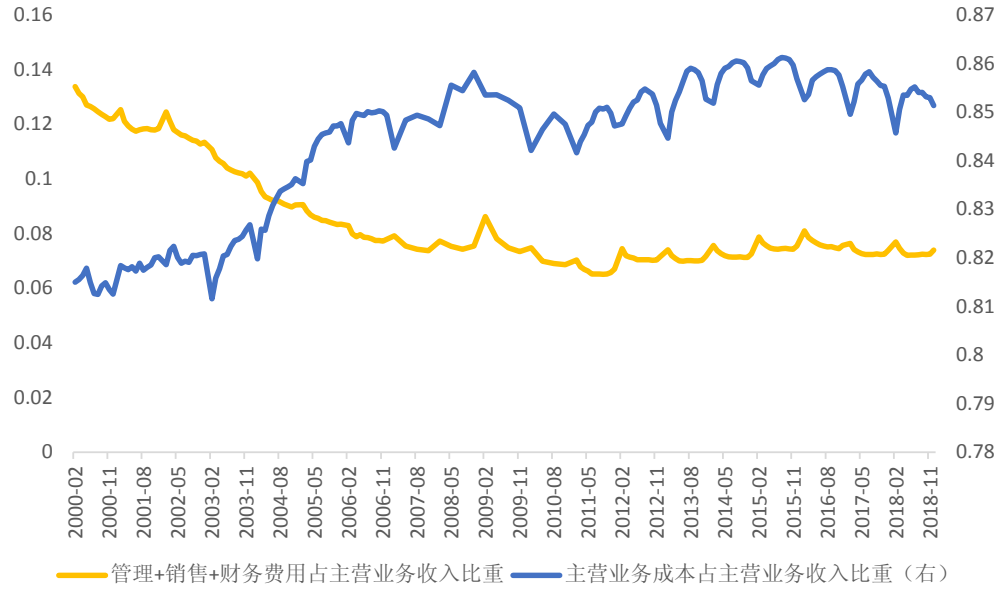
4）利润总额扣除企业所得税，就得到了净利润。

目前统计局披露的利润表数据主要有营业收入（主营业务收入）、营业成本（主营业务成本）、管理费用、销售费用、财务费用以及利润总额。2019 年后稍有调整，主营业务收入（成本）被营业收入（成本）替代，前者不再公布相关指标，不过因为两者差距比较小，所以两个指标直接衔接起来即可，对分析的影响不大。

此外，尽管统计局还披露了投资收益、营业利润这两个指标，但它们的披露时间都比较短，从 2018 年开始才有数据，所以我们一般不太看。

2000 年到 2018 年，营业成本占营收比重平均在 85%左右，管理+销售+财务费用占营收比重平均约 8.5%。前者总体呈现出上升趋势，而后者则呈现出下降趋势，它们互相形成了某种对冲关系。扣除完成本、费用，剩下的利润总额占营收比重（营收利润率）则平均约为 5.5%。

**图表2：成本率和费用率之间有一定的对冲关系**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

在所有利润表数据中，市场比较关注工业企业营收、利润数据，其中又以利润总额同比，最受市场关注，因为它比较直接地反映了工业企业盈利状况（本来判断企业盈利的最直接指标应当是净利润，但由于统计局未披露工业企业净利润数据，所以只能用利润总额来代替）。

营收、利润总额作为常用会计概念，对投资者而言非常熟悉。同时，这些指标还可以和 A 股的微观数据相联系，进而对投资产生比较直接的指导意义。

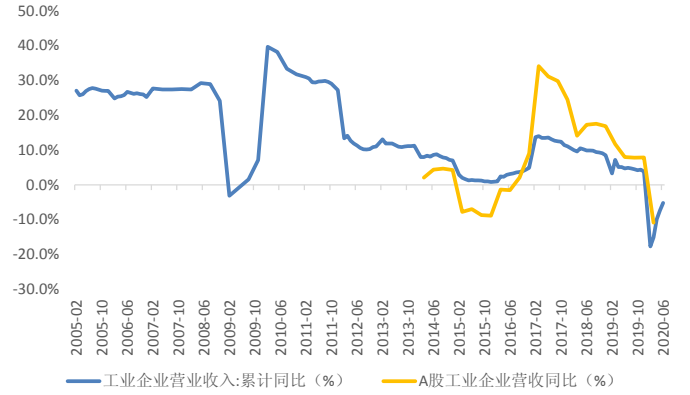
通过下图可以看出，工业企业的营收、利润指标，和 A 股工业类上市公司的营收、利润增速之间，有着很好的拟合性。

统计局发布的工业企业利润指标是月度数据，相较于上市公司按季度发布的财报数据，时效性更高。宏观口径下数据和 A 股数据之间的高同步性，意味着我们可以用统计局数据来预判 A 股工业类上市公司的盈利数据。

例如 2020 年 2 季度，统计局公布的工业企业营收、利润累计同比明显反弹，基本上就可以提前判断工业上市公司的二季度盈利数据也会好转。而这些工业类上市公司数量占整个 A 股上市公司的 68%，市值占 57%左右，影响力不小。

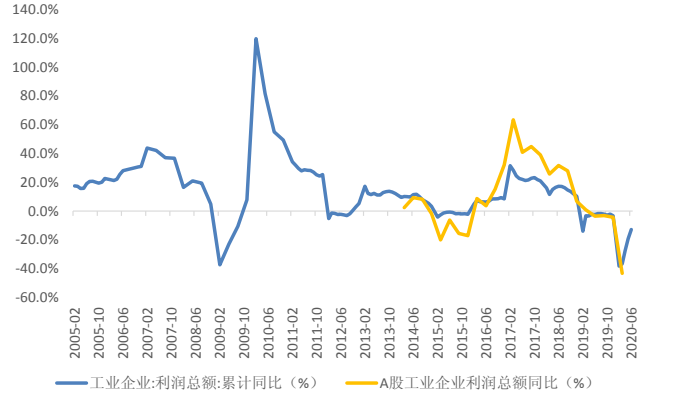
我们知道，股票价格=EPS×PE。PE 是市盈率，反映估值，而 EPS 是每股收益，反映企业盈利能力。若将利润总额增速近似地看成 EPS 增速，那么分析宏观口径下的工业企业利润增速，能够帮助我们对股票市场进行定价。

**图表3：统计局工业企业营收同比与 A 股工业企业营收同比走势相符**




*资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院*

**图表4：统计局工业企业利润总额同比与 A 股工业企业利润总额同比走势相符**




*资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院*

## （二）工业企业利润数据分析

### 1、如何从总量角度进行观察？

首先探讨一个问题：工业企业营收和利润总额，和我们上一篇提到的工业总产值和工业增加值之间，有什么联系？理解这一点，有助于我们厘清工业数据之间的内在逻辑。

第一，工业企业营收和工业销售产值的概念很接近，而销售产值又可以通过产销率与工业总产值相联系。

营收、销售产值都是和销售有关的概念。从 2005-2016 年的历史数据来看（工业销售产值只有年度数据，且自 2016 年以来已经停止披露），工业企业营收与工业销售产值的年度数值相当接近，例如在 2016 年，两者只相差 0.03%。

工业销售总值和工业总产值之间，最主要的区别就在于，前者是基于销售来统计，而后者是基于生产。但这两者之间的差异也没有那么大，数据上来看，2001 年以来，官方披露的产销率每年都在 97%以上。历史上，工业总产值（2011 年后停止披露）和工业销售产值数据结果也很接近。

一言以蔽之，尽管概念上有差异，但工业企业营业收入、工业销售产值、工业总产值在在数量关系上几乎可以等价。

第二，从概念上来说，工业增加值=总产值-中间投入，工业企业利润≈营收-成本，两者有点像，不过工业增加值并不等同于企业利润，甚至差的有点远。

从收入法可以看得更清楚，工业增加值=劳动者报酬＋生产税净额＋固定资产折旧＋营业盈余，它的概念比企业利润要广得多，不仅包括营业盈余（有点接近于企业营业利润的概念，但不完全一致），还包括职工工资福利、生产税、折旧等等。而企业利润实际上只包含了企业所分配的利益。

但是，工业增加值的同比，和工业企业营收同比、利润总额同比之间，存在比较强的逻辑关联。

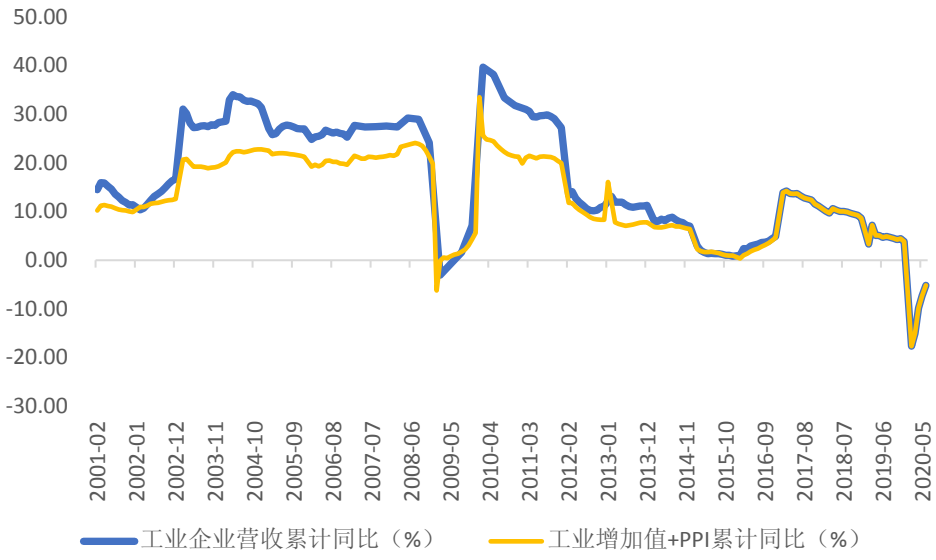
我们在《工业数据分析手册（一）》中，谈到了月度工业增加值的核算方法，它等于本月总产值×上年度增加值率，相当于控制住了增加值率这个变量，而在计算工业增加值增速时，又利用 PPI 指标剔除了价格因素。所以理论上而言，工业增加值同比是一个

很纯粹的、只反映总产量（或者说实际总产值）变动的指标。

又因为工业总产值基本等于工业企业营收，所以某种意义上说，工业增加值同比，可以直接看作是剔除了价格因素的工业企业营收同比。

这也是为什么工业增加值同比+PPI 同比（还原了价格因素），和工业企业营收同比的拟合效果非常好，形态几乎一致，甚至比拟合利润同比效果还好的原因。

**图表5：工业企业营收同比，和工业增加值+PPI 同比走势吻合**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

工业企业利润=营收×利润率。营收又等于量×价，所以我们最终可以把工业企业利润变动的原因，拆分为三个部分：量、价、利润率。

一是产量的变动，可以通过工业增加值同比来观察。

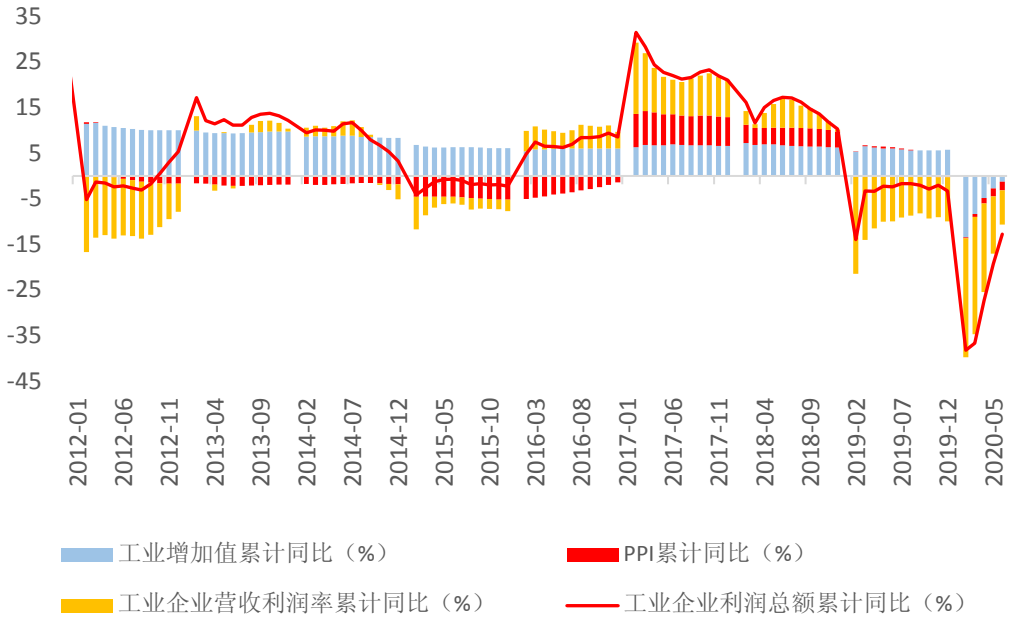
二是价格的变动，可以通过 PPI 同比来观察。

三是利润率的变动，可以通过营业收入利润率同比来观察。

工业企业利润变化基本就是由这三个因素共同决定的。我们可以把每期的利润总额同比增速，拆分为工业增加值同比+PPI 同比+营业收入利润率同比。下图展示了这一拆分结果。

换言之，如果我们要对工业企业利润进行分析，无非也就是从这三个角度入手，看看这三个变量的变动趋势如何，并继续深挖它们背后的影响因素。

**图表6：工业企业利润同比可拆分为工业增加值、PPI 及营业收入利润率的同比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

理论上讲，量和价在大多数时候应该没有什么分歧，因为它们总是共同受下游需求的影响。下游需求一旦启动，大概率会同时带动量价回升。

但如果冲击来自于供给端，那么量和价有时可能会发生背离。比如 2016 供给侧改革后产能出清，PPI 同比快速提升，但企业利润的修复也主要是依靠这轮涨价，量没什么太大变动。再比如，2020 年 1 季度受新冠疫情影响，量出现了很明显的缩减，但是 PPI 同比的变动并不大。

利润率的波动主要受价格影响。比如 2016-2017 年 PPI 同比大幅上涨，同时带动了工业企业利润率上升。更准确地说，是原材料涨价，带动了上游和中游原材料行业的利润率提升，这段时期的工业企业利润回升的支撑力量也基本是这些行业。

总体而言，2012 年后量（工业增加值）相对平稳，而价（PPI）以及利润率则处于较大的波动中。因此，工业企业利润的变化也主要受后两者驱动。

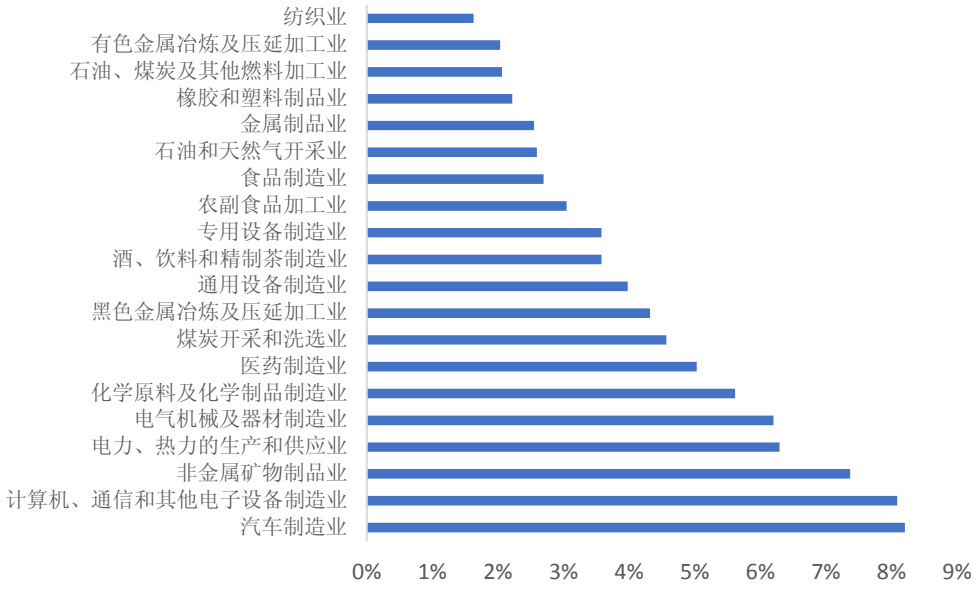
不过要说明的是，利润增长的可持续性，最终仍然取决于需求好不好，如果只是单一地受供给冲击下的价格上涨影响，工业企业利润增速回升，那么这种回升往往难以持续。

## 2、如何从行业角度进行观察？

不同行业对应的需求不同，价格变动对它们的影响程度也不同，所以不同行业的利润同比走势，很多时候存在差异。接下来，我们从行业结构上来分析工业企业利润。

官方披露了各行业的利润总额的绝对值，可以直接计算出各行业占比。拿 2019 年数据来看，41 个子行业中，前 20 大行业占比合计约为 85%。其中规模最大的行业包括汽车、电子信息、电气机械、建材、化工、钢铁等，它们的利润变动会对整体的工业利润变动产生比较显著的影响。

**图表7：2019 年前 20 大工业行业利润总额占比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

同样地，可以参照和工业增加值类似的处理方法，对行业按照不同属性进行归类与合并（见《工业数据分析手册（一）》）。

我们这里主要从比较重要的上中下游视角展开分析，并沿用上一篇提到的上游、中游原材料、中游机械设备、下游的行业分类方法。

一个比较关键的问题是：哪类行业主宰了工业企业利润的变化？

要回答这个问题，需要将工业企业利润累计同比按照上中下游进行相对精确的拆分（可以通过各行业利润的动态占比×各自累计值的同比来拆分，不过由于并非官方公布的同比，在 2017-2019 年存在较大误差），拆分的结果如下图所示。

分阶段来看上中下游的同比变动特征。自 2013 年以来：

1）2013-2014 年，总体利润增速持续下行，下游行业的利润同比走弱是主导。而上游、中游利润同比均出现了微弱的好转。

2）2015-2016 年，总体利润增速见底回升。见底，主要是因为上游行业利润陷入深度负增长。回升，最主要的支撑力量也是来自于上游以及中游原材料行业，相较之下其他行业没有很明显的改善。

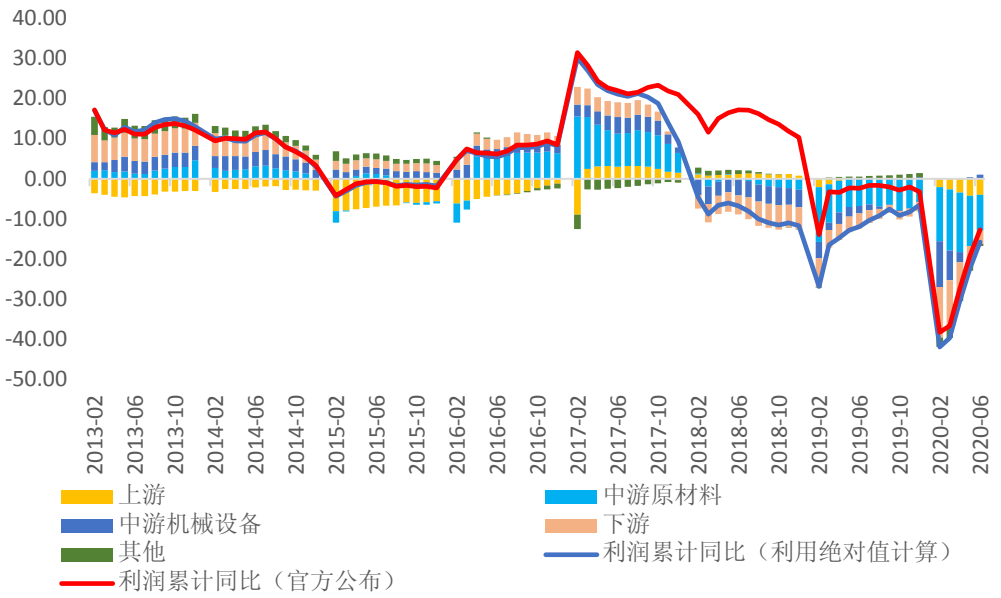
3）2017-2018 年，总体利润增速快速下行。问题主要出在中下游行业同比的快速下滑，尤其是中游原材料（这一时期受到了统计因素干扰）。

4）2019 年，利润增速微弱回升，中下游均有利润好转迹象，但中游原材料更明显。

5）2020 年，新冠疫情使得工业利润增速砸出深坑，而后向上修复。上游和中游原材料都修复得比较慢，中游机械设备和下游倒是修复得比较快，尤其是中游机械设备。

综上，不同时期工业企业利润变动的主导行业可能不一样。但抬头去尾来看，中游原材料行业的变动，可能是一条比较明晰的主线，它很大程度上决定了工业企业利润同比的形态，这可能和这个时期价格成为主要变量有关。

**图表8：工业企业利润同比可拆分为上中下游利润同比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：其他行业主要包括电力、热力、燃气及水的生产和供应业，以及废弃资源综合利用业、金属制品、机械和设备修理业、其他制造业等规模较小的工业类别，*

既然这一时期主要是价格在影响工业利润增长，那么这种供给端冲击下的涨价，会影响各行业的利润分配吗？

价格驱动和需求驱动工业利润的逻辑不太一样。如果是终端需求强势启动，那么中下游会首先响应，量价齐升，利润增厚，然后再向其他中游、上游传导——此时所有行业的情况都有所好转，整个工业利润蛋糕都在做大。

但如果是在供给侧改革下，上游和中游原材料价格涨价，理论上来说，可能会侵蚀中下游的利润空间，这具体又取决于终端需求是否强劲。如果终端需求强劲，那么价格或许可以继续向下传递，中下游可以将成本继续转嫁给消费者，但如果需求比较差，那么中下游或许只能承受更高的成本，盈利能力可能会被削弱。

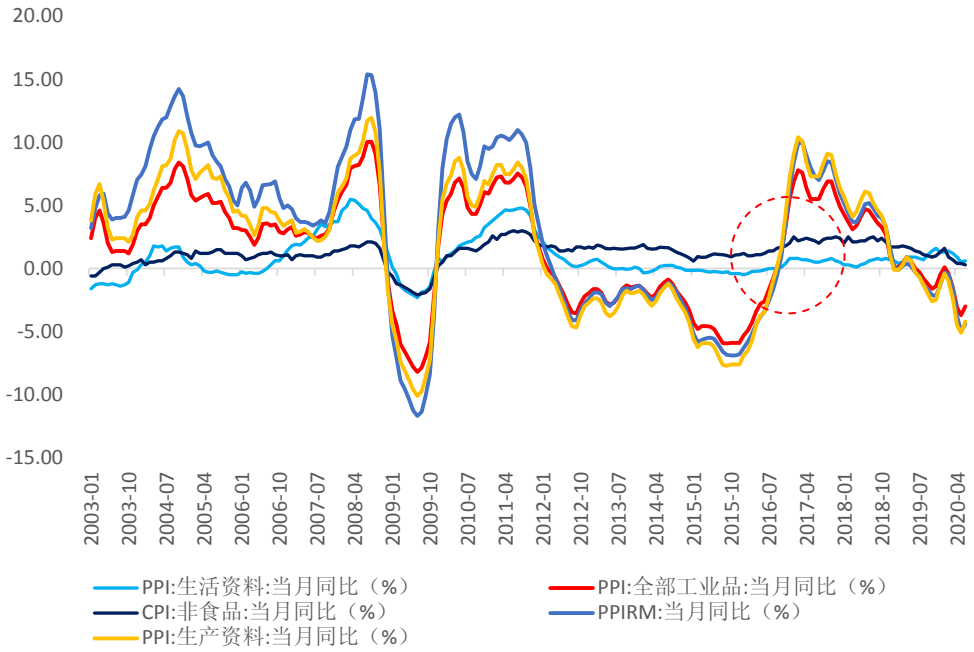
我们先来观察 2016-2017 年供给侧改革时期的价格变化特征：

代表工业上游、中游原材料价格的 PPIRM 同比、PPI 生产资料同比明显大涨。

代表工业下游价格的 PPI 生活资料同比、代表消费价格的 CPI 非食品同比也有一些涨幅，但涨幅相对有限（PPI 生活资料当月同比从 2015 年末的-0.4%涨至 2016 年末的 0.8%，CPI 非食品项当月同比则从 1.1%涨至 2%）。它们与 PPIRM 同比、PPI 生产资料同比之间形成了剪刀差。

尽管从历史数据来看，工业下游行业的价格弹性一直比较弱，但这一次的反弹力度比以往更弱，也说明了终端需求比以往更低迷。

**图表9：PPIRM、PPI 生产资料的波动要明显大于 PPI 生活资料和 CPI 非食品项**



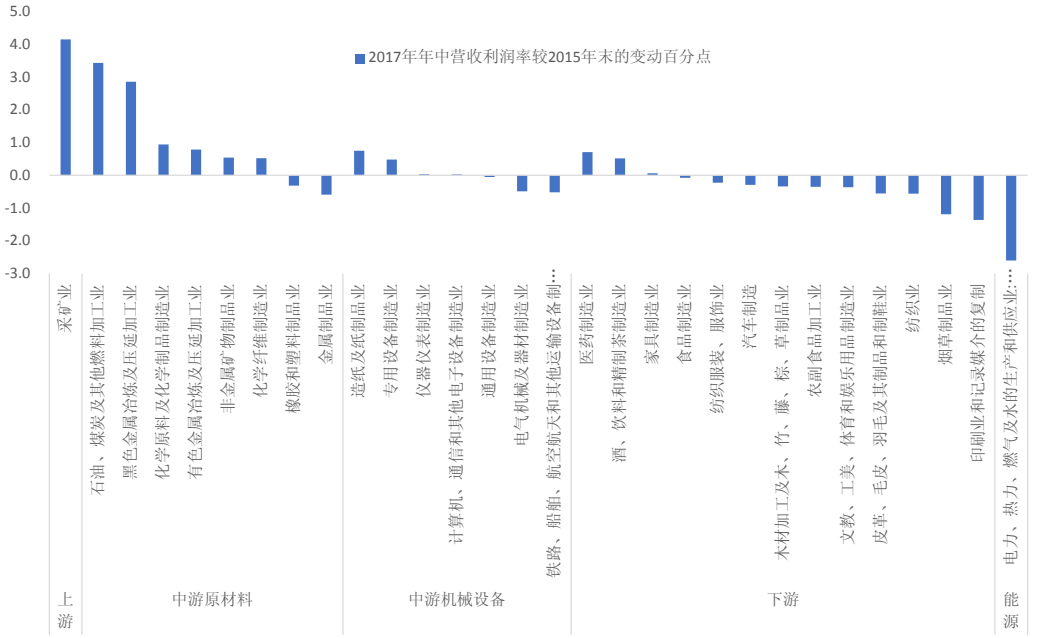

*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

上游、中游原材料涨价更快，而下游涨价偏慢，说明下游没能完全把成本继续转嫁出去，那么下游的盈利空间可能会被压缩，营收利润率应该走弱。

分别计算各行业的营收利润率变动百分点，可以发现，在 2015 年末-2017 年年中这个 PPI 上涨最猛烈的时段，上游采掘业、中游原材料行业的营收利润率上涨比较明显，尤其是采矿业、石油、钢铁、化工，中游机械设备变化微弱，而下游中则有较多行业出现了利润率下滑。

这意味下游行业，在面临原材料涨价、同时需求又没那么好的时候，盈利能力的确有所弱化，利润空间遭到了上游、中游原材料行业的侵蚀。

**图表10：2015 年末到 2017 年年中，上中下游各行业的的营收利润率变动情况**



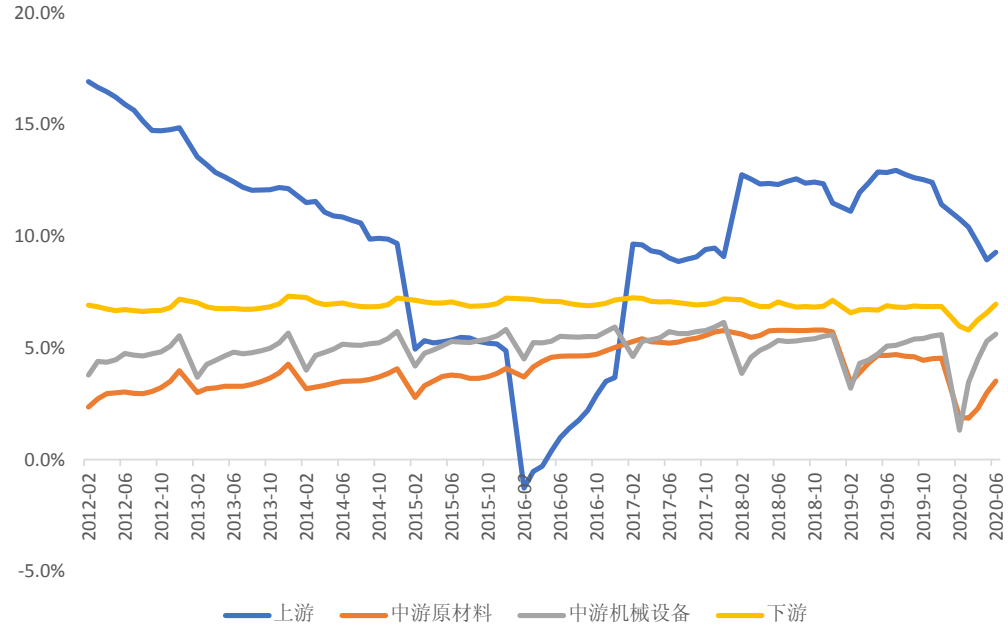

*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

当然，侵蚀效应并没有那么显著。我们用整体法分别计算出上中下游的营收利润率，可以看到，相较于上游、中游原材料而言，中游机械设备和下游的营收利润率一直以来变动幅度都很小，除了年内的季节性波动外，各年的利润率差别不是很大。我们理解原因可能有两点：

一是可能原材料成本在下游产品价格中所占的比重没有那么高，所以原材料上涨，对下游行业价格、利润率的影响都没有那么大。

二是可能下游行业（主要面向消费）和上游、中游原材料行业的联系没有那么紧密，中游原材料涨价的影响可能更多地传递到了非工业行业如建筑业等。

**图表11：下游行业的营收利润率除了季节性波动外，各年度的变化很微弱**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：该图中采用官方原始值计算，未经调整）*

## 3、如何从企业类型角度进行观察？

还有一种常见的观察工业企业利润的角度，即企业经济类型（或者说是企业登记注册类型）。

由于企业经济类型分类口径多而杂乱，概念上有时也存在一些交叉重叠，有时会引起误解。这里我们先来简单梳理一下它们之间的关系。

根据 2011 年版《关于划分企业登记注册类型的规定》，目前的企业登记注册类型包括国有企业、集体企业、股份合作企业、联营企业、有限责任公司、股份有限公司、私营企业、其他企业等内资企业，还有外商和港澳台商投资企业，一共 9 类。

年度的工业财务数据统计，包括以上 9 个类型，它们互不重合。如果将这 9 个类别的企业数加总，得到的数据和官方公布的总数是一致的。

在 9 大类企业中，国有、集体、股份合作、联营工业企业都有一定的社会制度属性，现在的数量已经比较少，它们 4 个再加上“其他工业企业”，占比合计只有 1.4%左右。剩下来的还有有限责任公司、股份有限公司、私营企业、外商和港澳台商投资企业，它们的企业数占比分别约为 24.6%、3.2%、58.3%、6%。

这四类企业的关系比较让人困惑，从定义来看，私营企业只是强调自然人投资设立或控股，外商和港澳台商投资企业只是强调由境外资本投资，这并不妨碍它们成为有限责任公司或者股份有限公司。按理来说，它们之间应该存在着交叉关系。

在实际中，统计局会依据《企业登记注册类型对照表》，将企业在工商总局的登记类型，转换为统计局的登记注册分类。下图中可以看到，尽管同样是在工商总局登记的有限责任公司/股份有限公司，但由于股权性质差异，有一些会被统计局归了私营企业，有些归为了外商投资企业，剩下的一些被才会真正纳入“有限责任公司/股份有限公司”。所以也没有出现重复计算问题。

**图表12：《企业登记注册类型对照表》中的部分内容**

| 企业（机构）类型代码表（工商总局） | | 1998年《关于划分企业登记注册类型的规定》 | | |
|---|---|---|---|---|
| **1000** | **内资公司** | | | |
| 1100 | 有限责任公司 | | | |
| 1110 | 有限责任公司(国有独资) | 151 | 国有独资公司 | 有限责任公司 |
| 1120 | 有限责任公司(外商投资企业投资) | | | |
| 1121 | 有限责任公司(外商投资企业合资) | 330 | 外资企业 | 外商投资企业 |
| 1122 | 有限责任公司(外商投资企业与内资合资) | 310 | 中外合资经营企业 | 有限责任公司 |
| 1123 | 有限责任公司(外商投资企业法人独资) | 330 | 外资企业 | 有限责任公司 |
| 1130 | 有限责任公司(自然人投资或控股) | 159 | 其他有限责任公司 | 有限责任公司 |
| 1140 | 有限责任公司(国有控股) | 159 | 其他有限责任公司 | 有限责任公司 |
| 1150 | 一人有限责任公司 | | | |
| 1151 | 有限责任公司(自然人独资) | 173 | 私营有限责任公司 | 私营企业 |
| 1152 | 有限责任公司(法人独资) | 173 | 私营有限责任公司 | 私营企业 |
| 1190 | 其他有限责任公司 | 159 | 其他有限责任公司 | 有限责任公司 |
| 1200 | 股份有限公司 | | | |
| 1210 | 股份有限公司(上市) | | | |
| 1211 | 股份有限公司(上市、外商投资企业投资) | 340 | 外商投资股份有限公司 | 外商投资企业 |
| 1212 | 股份有限公司(上市、自然人投资或控股) | 174 | 私营股份有限公司 | 私营企业 |
| 1213 | 股份有限公司(上市、国有控股) | 160 | 股份有限公司 | 股份有限公司 |
| 1219 | 其他股份有限公司(上市) | 160 | 股份有限公司 | 股份有限公司 |
| 1220 | 股份有限公司(非上市) | | | |
| 1221 | 股份有限公司(非上市、外商投资企业投资) | 340 | 外商投资股份有限公司 | 外商投资企业 |
| 1222 | 股份有限公司(非上市、自然人投资或控股) | 174 | 私营股份有限公司 | 私营企业 |
| 1223 | 股份有限公司(非上市、国有控股) | 160 | 股份有限公司 | 股份有限公司 |
| 1229 | 其他股份有限公司(非上市) | 160 | 股份有限公司 | 股份有限公司 |

*资料来源：《企业登记注册类型对照表》、粤开证券研究院*

再来看月度的工业财务数据。目前月度数据披露的企业经济类型，主要是 4 类：分别是国有控股企业、股份制企业、外商及港澳台商投资企业、私营企业。本来还有集体企业，但因为它占营业收入比重相当低，2019 年起取消发布了。

这 4 类企业的单位数，加总起来大于工业企业总数，很明显概念存在交叉。实际上，月度的工业企业单位数，其实是等于国有企业（不是国有控股）+股份制企业+外商港澳台商投资企业+其他企业，而不是这 4 类企业加总。

那么这 4 类企业概念又该怎么理解，怎么与上文提到的 9 类企业对应？

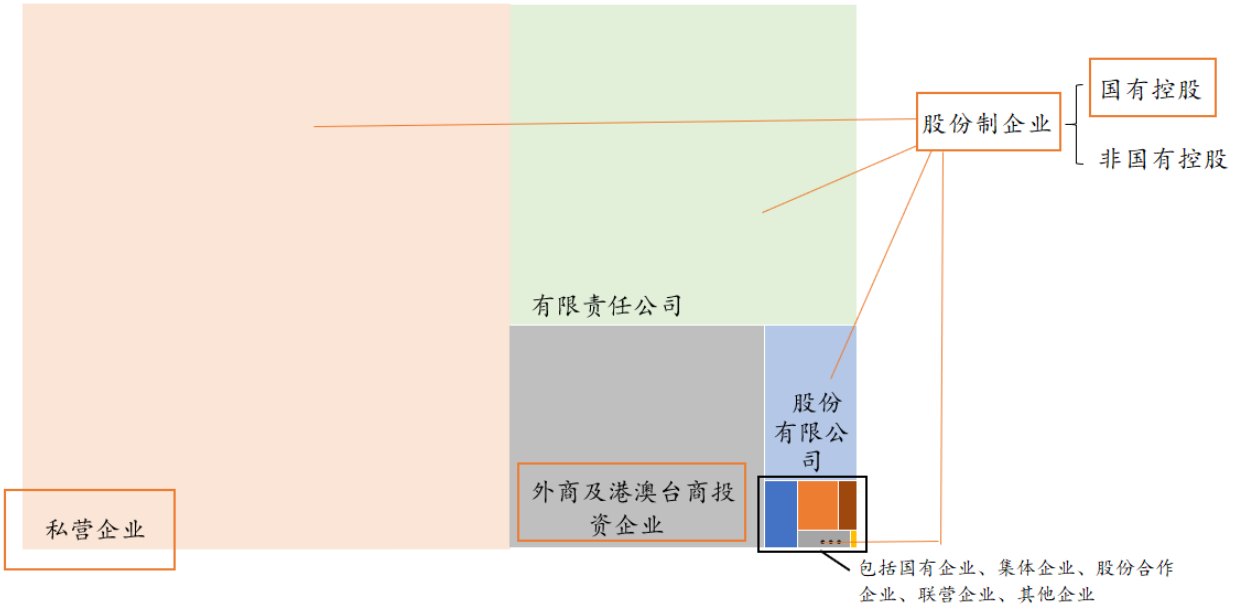
1）国有控股企业比较好理解，很明显它代表了国有经济。

2）外商及港澳台商投资企业也好理解，它代表的是外资经济。

3）股份制企业是一个容易弄混的概念，从数量关系上看，它实际上=股份合作企业+联营企业+有限责任企业+股份有限公司+私营企业。并且它同时包括国有和非国有的部分（国有控股企业即是从其中衍生出来的），范围相当宽泛，占规模以上工业单位数比例高达 84%左右。总的来看，它其实更接近“内资企业”的概念，适合与外资企业进行对比。

4）私营企业是股份制企业中的一种，它比较接近于我们更常谈到的民营企业，市场大多数时候也是把它们放在一起谈论。但严谨地说，民营企业在法律上还没有明确的概念界定，在通常的语境下可以将它理解为一种非公有制经济（非国有、非国家控股企业）。而私营企业则特指那些自然人持股设立或控股的企业，范围要小于民营企业。私营企业适合与国有控股企业进行对比。

**图表13：年度工业财务数据中的 9 大类企业，与月度工业财务数据中的 4 大类企业的对应关系**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：各区域面积代表的是该类型企业单位数占比大小，红色方框圈住的是工业企业月度财务数据会披露的企业类型）*

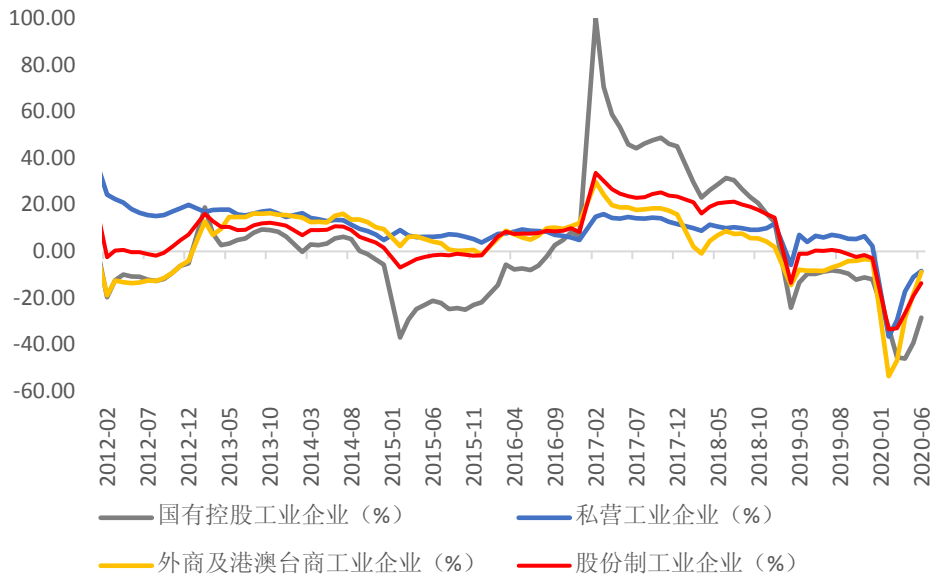
从四大类型企业各自的利润同比走势来看，变动方向还是比较一致的。不过，国有控股工业企业的波动率明显要更大。在 2017 年，国有控股企业的利润同比显著地高于私营企业，有部分观点将这一点当成“国进民退”的论据之一。

但这其实是因为，国有控股企业集中在上游开采、中游原材料等领域，而上文也提到过，这些领域由于供给侧改革后，价格处于高位，在 2017 年的景气度相当高，再加上国有控股企业数量相对较少（只有私营企业的十分之一不到），弹性更高，所以利润同比在这一时期的表现，会明显好于其他类型的企业。

另外，国有控股企业和私营企业面临的融资约束不太一样。在信用收紧的情况下，私营企业面临的融资难、融资贵问题会更严峻，理论上这应该会造成私营企业的盈利状况弱于国有控股企业。但以信用迅速收紧的 2018 年来看，反倒是国有控股工业企业的利润总额同比下滑的更快，这也主要是因为上游、中游原材料利润同比下滑。

所以总的来说，国有控股企业和私营企业的差异，大多数时候未必是企业性质差异带来的，而是上中下游行业差异带来的。

**图表14：国有控股企业的利润总额累计同比波动，明显大于其他类型企业**

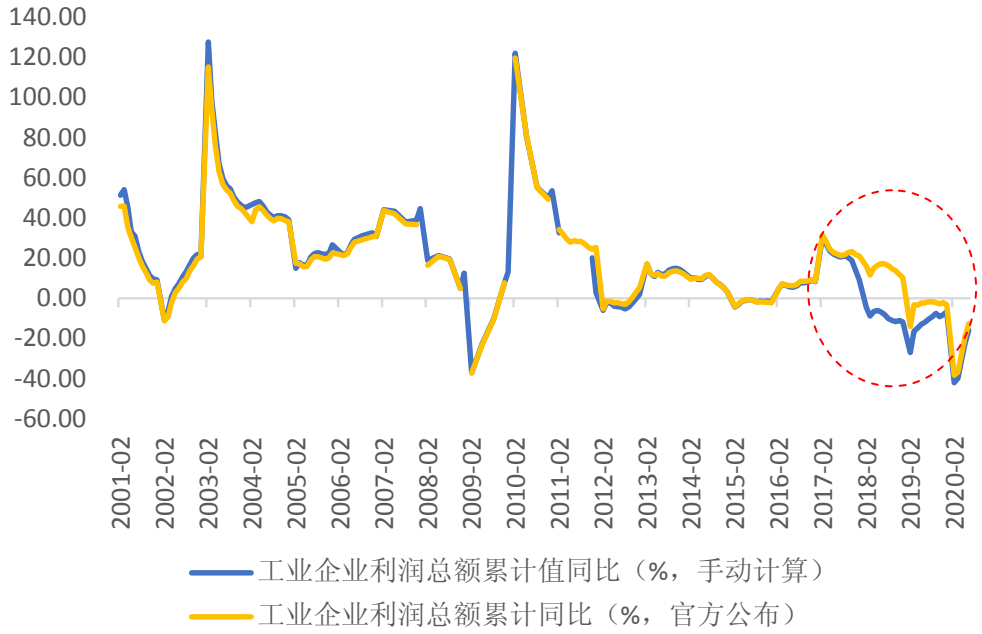



*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

## 4、再议 2018 年的数据分歧

最后，再来分析一个曾经争议较大的问题：2018 年，用工业企业利润总额累计值算出来的同比（-11.8%），明显小于官方公布的同比（+10.3%）。当然，不止是利润总额，利润表、资产负债表其他指标也出现了类似的情况，这是为什么？

**图表15：2018 年用累计值计算的同比与官方公布的累计同比明显分化**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

首先可以排除统计局人为调高同比数据的可能性。有一个简单的证据：A 股工业上市公司营收同比和利润同比，在这段时间也还保持在较高水平，和官方公布的同比走势

还是比较吻合的（见图表 2、3）。

和行业有关吗？行业结构上似乎看不出什么端倪，因为除了烟草业、水电燃气供应业等个别行业以外，几乎所有行业的累计值同比，都明显小于官方公布的累计同比。

问题可能还是出在统计口径的调整上，面对公众质疑，统计局也给出了四点相关解释：

1）规模以上企业统计数量发生了变化。

2）加强统计执法，对不符合规模以上工业统计要求的企业进行了清理。

3）“营改增”政策实施后，剥离了非工业生产经营活动业务数据。

4）对企业集团（公司）跨地区、跨行业重复计算进行了剔重。

第 1 点、第 2 点解释，都是在讲规模以上企业样本缩小的问题。也有部分市场观点从这个角度出发进行解释，认为这反映了供给侧改革和去产能的结果。规模以上企业样本数量减少，所以用累计值算出来的同比要小于官方同比。同时由于行业集中度在不断提升，形成了所谓的“幸存者效应”，留在样本内的、经营质量好的的大企业，利润表现也会更好。

的确，2018 年规模以上工业企业数量相较于 2017 年减少了 6929 家（降 1.8%），样本量有所减少。

但问题在于，过去的 20 年间，其实出现了好几次同等级别的规模以上企业数量锐减，比如在 2014 年 4 月曾减少 1.4 万家，2015 年 3 月曾减少 9151 家，2016 年 5 月曾减少 1.1 万家，这三个时间点尽管用累计值算出来的同比，也是低于官方同比，但差距全都在 1 个百分点内，没有出现像 2018 年一样的巨大裂口。

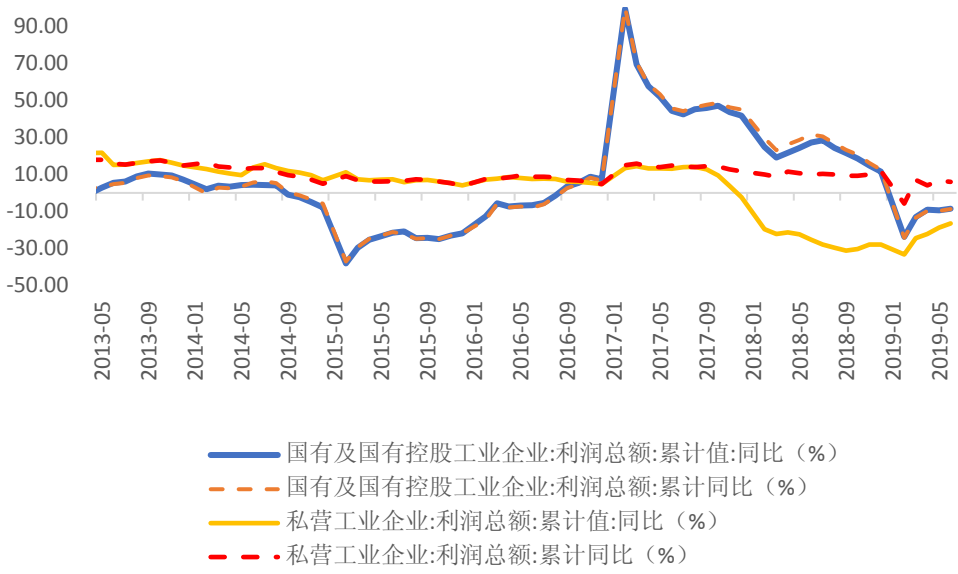
第 3 点的解释力度可能也不是很大，毕竟工业企业非主营业务收入占营收比重很低，历年来只有 2%-3%左右，就算剔除掉其中的非工业生产经营活动营收，带来的影响应该也没有那么大。

目前来看，第 4 点可能是更主要的原因，即剔除跨地区、跨行业计算的重复值。但这一点比较难证实，也很难证伪。有两个证据或许能够间接说明这一点：

一是国家统计局的剔重工作开始于 2017 年四季度，而这正好也是累计值同比与官方累计同比分化的开始时间。

二是在所有经济类型的企业中，国企是唯一没有出现显著数据分化的类别（尽管它在 2018 年的规模以上企业数样本缩减比例，和其他类型几无差别）。这可能和它作为国企，数据报送质量相对更好有关，所以统计局的剔重工作对它影响较小。

**图表16：国企的利润同比没有出现数据变异，私企则非常明显**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

# 三、工业企业资产负债表数据解读

## （一）工业企业资产负债表结构分析

统计局公布的资产负债表数据主要有以下一些：1）资产端包括流动资产、应收账款、存货、产成品存货、总资产；2）总负债和所有者权益。

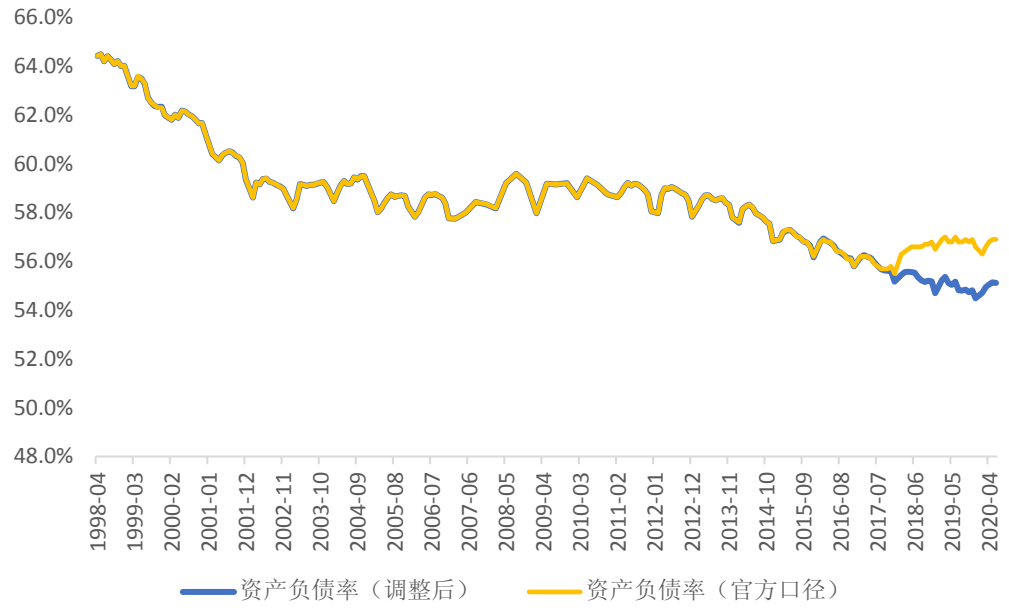
首先来观察资产负债率的变动，它显示了工业企业的杠杆情况。注意，上文提到了，2017-2018 年工业财务数据出现了比较严重的统计异常，而官方公布的资产负债率其实是用累计值计算出来的，没有剔除掉异常因素。因此，如果我们直接用官方公布的资产负债率，可能会出现误读。

要观察真实的企业资产负债率，需要用官方同比先推算出 2017 年以后的总资产、总负债累计值，然后再计算资产负债率。虽然由于规模以上口径变动的原因，计算结果仍然存在一定误差，但误差在可接受范围内（我们在本文中提到的其他财务比率，除非有特别说明，否则都按照相同方法进行了调整）。

可以看到，21 世纪以来，除了在 2002-2004、2008 年进行了微弱的加杠杆以外，工业企业一直处于去杠杆进程中。

2017 年后，官方公布的资产负债率出现明显反弹，然而这是一次统计调整带来的“虚假”反弹。通过计算调整后的资产负债率，可以发现企业整体仍然在去杠杆。

**图表17：调整前后的工业企业资产负债率对比**



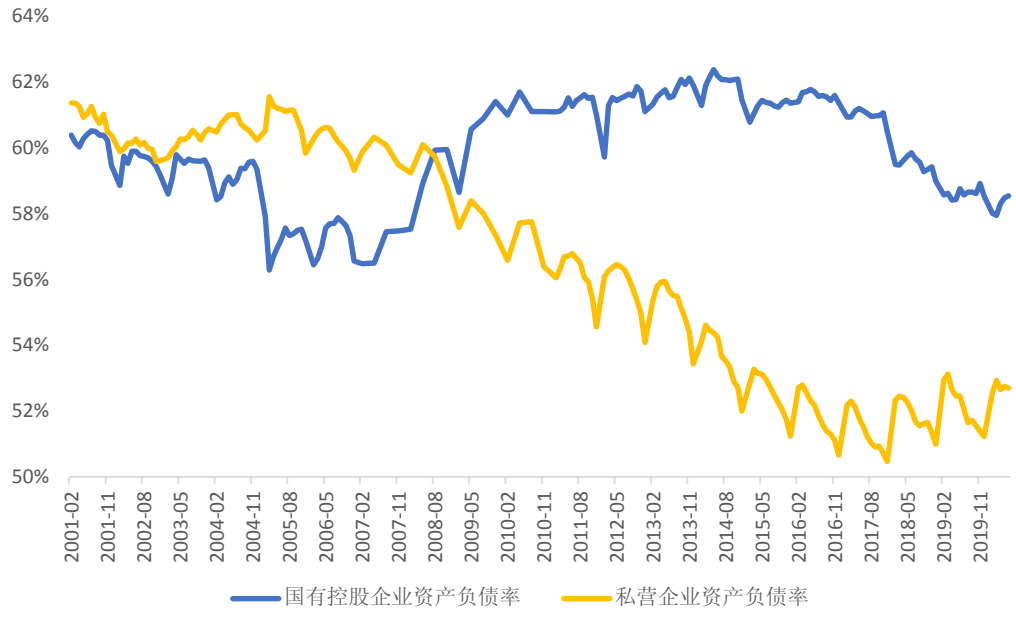

*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

分企业类型来看，国企和私企杠杆存在显著分化。

国有控股企业的资产负债率在 2008 年后进入上升状态 在 2016 年后进入下降状态，这主要是因为 2008 年后基建、地产需求强劲，国有控股企业主要对应的上游和中游原材料行业大幅加杠杆，而在 2016 年供给侧改革后则转为去杠杆。

相应的，私营企业资产负债率自 2006 年以来，一直在持续下滑，但到了 2018 年后有所回升。考虑到 2018 年后的经济金融环境，私企可能并不是在主动加杠杆，而是在融资环境恶化的情况下被动加杠杆。

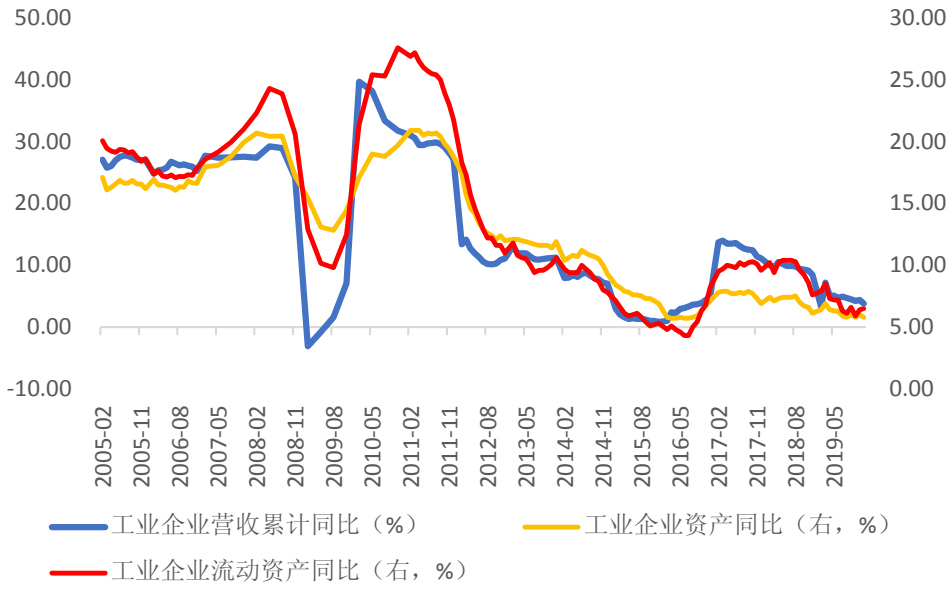
**图表18：21 世纪以来的国企、私企资产负债率对比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

再来看资产端。工业企业资产同比会略微滞后于营收同比。这主要是因为，当企业营收好转的时候，现金、企业应收账款会增多，补充存货的意愿也在增强，导致流动资产增加，进而带动资产同比提升。

**图表19：工业企业流动资产同比、总资产同比略滞后于营收同比**

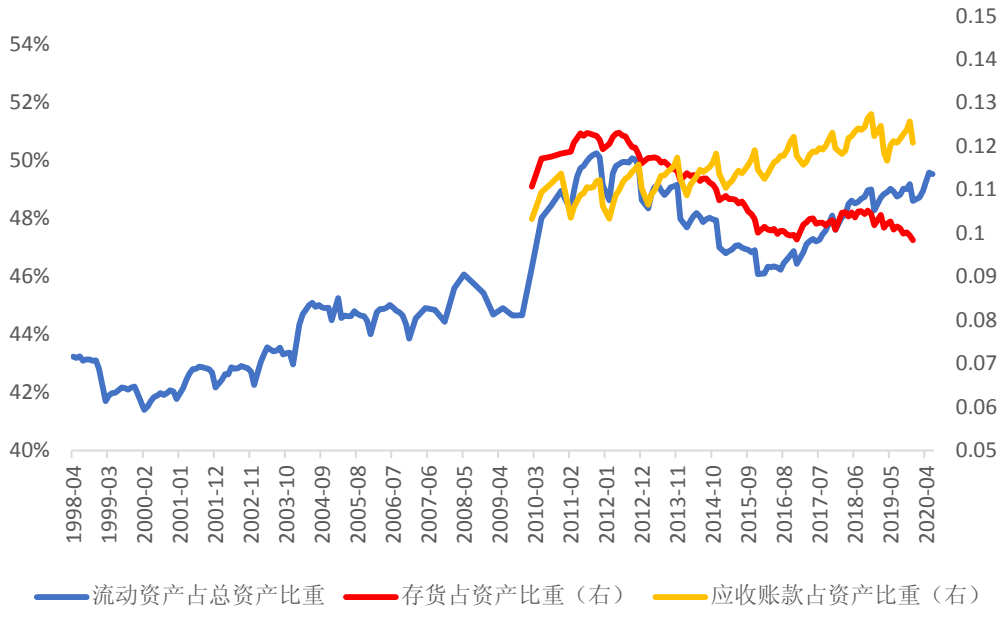



*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

资产结构中，流动资产占比从 21 世纪初的 40%，提升到了当前的 50%左右，总体来看资产流动性有所增强。

其中 ,流动资产占总资产比重在 2009 后出现一次大幅提升 ,2012 年后又逐渐滑落，这个波动主要由存货变动贡献。而 2015 年后触底回升，则更多由应收账款支撑。

**图表20：工业企业资产的流动性在增强**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

可以继续观察与存货和应收账款相关的两个指标：

一是存货周转天数，不过官方披露的主要是产成品周转天数。企业存货通常包括原材料、在产品、半成品、产成品、商品以及周转材料等，而产成品存货，其实就是已经生产完了、但还留在仓库里没有卖出去的产品，也就是市场常说的“库存”。

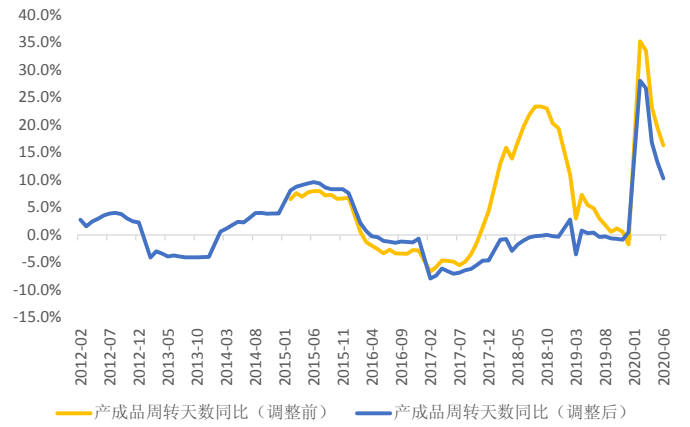
产成品周转天数=360×平均产成品存货÷主营业务成本×累计月数÷12。产成品周转天数越少，反映工业企业库存周转越快，产品卖得越顺利。

二是应收账款平均回收期，它等于 360×平均应收账款÷营业收入×累计月数÷12，应收账款收回期越短，说明赊账越少，收账迅速，企业的资金使用效率更高。

同样的，这两个指标也需要进行调整，否则也会得出错误结论。如果采用官方数据计算同比，在 2017 年之后，产成品周转天数同比、应收账款平均回收期同比均出现了明显上行。而从调整后数据来看，两者均没有出现异常，而是平缓抬升。

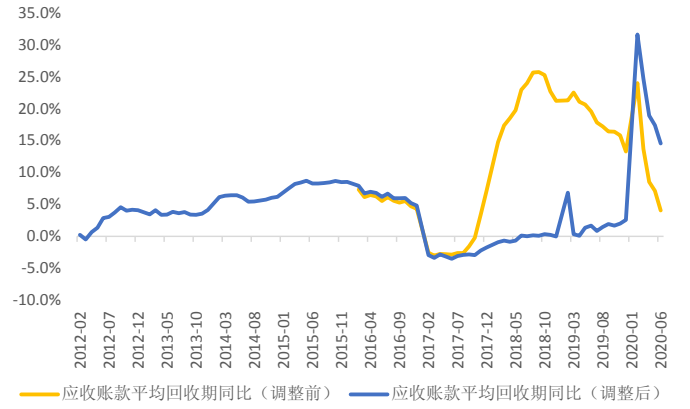
2020 年 1 季度，两个指标再次出现了跳升，无论是调整前还是调整后，都显示了这一现象。产成品周转天数的跳升主要受新冠疫情影响，企业库存被动积压，几乎无法周转。应收账款平均回收期的跳升，一方面是因为企业业务无法开展，营收快速下滑，另一方面是因为疫情冲击下，企业普遍收不上来款，所以应收账款处于高位。

**图表21：经数据调整前后的产成品周转天数对比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

**图表22：经数据调整前后的应收账款平均回收期对比**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

## （二）工业企业产成品存货数据分析

### 1、产成品存货与库存周期

产成品存货数据是工业企业资产负债表中，最受市场关注的数据。

工业企业的产成品存货，或者说库存状况，背后反映的是供需力量的对抗。如果需求弱于生产，产品卖不出去，那么库存就会不断积压，具体表现为产成品存货同比走高。相反地，如果需求强于生产，库存去化往往就会比较快。

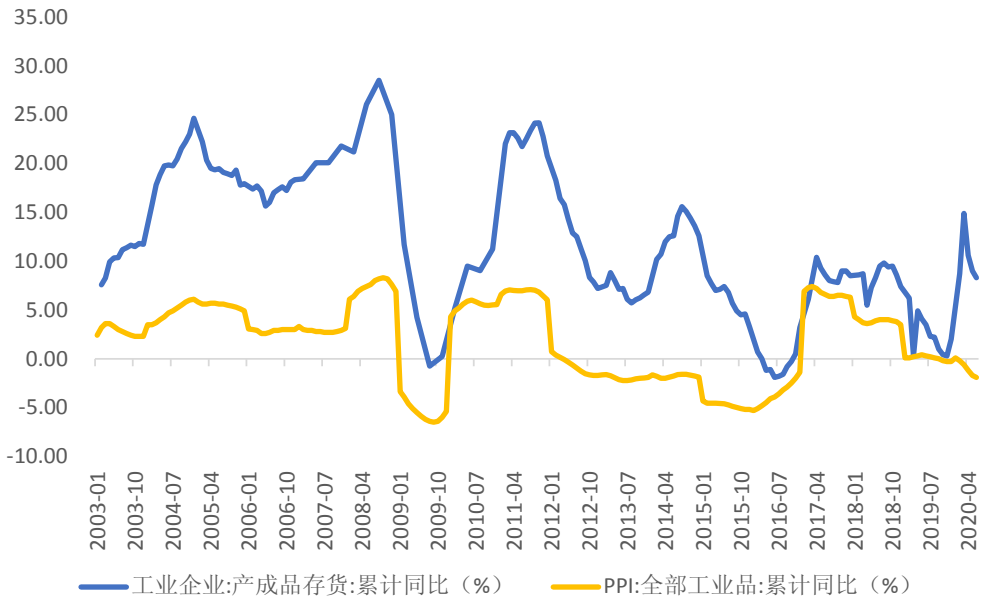
随着经济增长和企业规模扩张，产成品存的货绝对值本来就在不断增长，所以它没什么太大的分析价值。我们一般观察的是产成品存货的同比，而不是绝对值。

需要注意的是，产成品存货是用金额来度量的，所以它的同比也涵盖了价格因素，不能完全准确地反映出真实库存数量的变动。比如，当产品价格下行的时候，可能从价

格渠道带动产成品存货增速下行，这就使得真实库存的增速可能被低估。

历史走势显示，产成品存货同比和 PPI 同比有着比较强的正相关性，PPI 同比会稍微领先一些。计价因素部分地解释了库存与价格之间的同向变动关系。

**图表23：包含了价格因素的产成品存货同比变动**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

事实上，工业企业产成品存货数据是度量库存周期最核心的指标。库存周期是一个市场上颇为流行的讲法，我们向读者简单介绍这一概念。

从历史来看，经济总是在周期性地波动，尽管不是简单的重复，但仍然呈现出一些规律性。

根据不同的驱动因素，目前被总结出来的经济周期分好几种，有技术周期、产业周期、房地产周期、金融周期、资本开支周期等等，并分别被冠以不同的名称，比如康波周期、库兹涅茨周期、朱格拉周期等。

而库存周期，正如其字面意义所表示的那样，它是对企业库存周期性波动的一种描述。这种大约 40 个月左右的经济短周期波动，最早由经济学家约瑟夫·基钦在 1923 年提出，因此也被称作基钦周期。

上文曾说道，企业库存是供需力量对比的结果。相对于需求变化而言，供给的变化往往存在时滞，这就会导致库存水平出现周期性的波动。

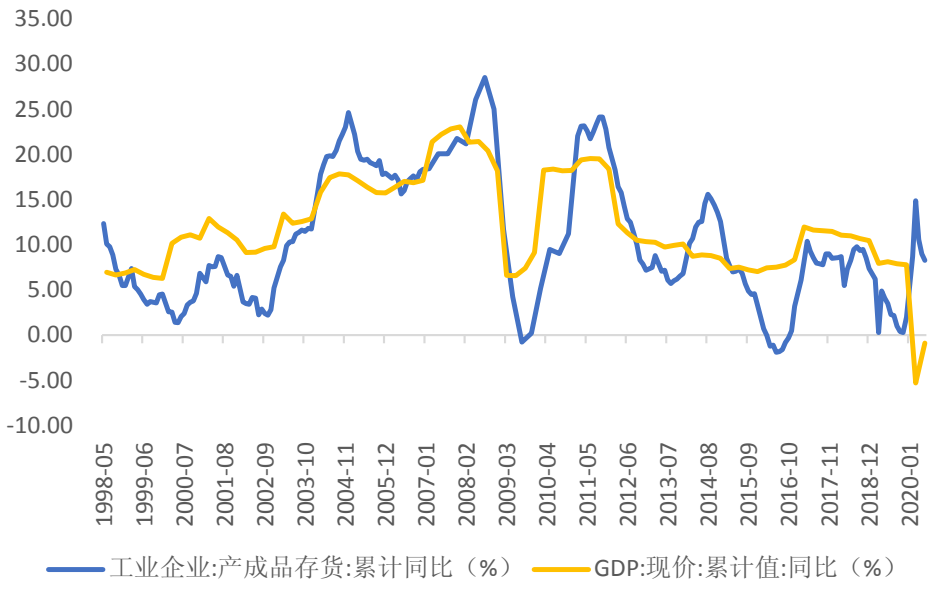
所以说，所谓的“库存周期”，本质上其实是提供了一种简洁的切入角度，来刻画供给与需求在短期内不断互动和调整的过程。

需要说明的是，存货变动对 GDP 变动的贡献其实很小，它和 GDP 同比走势的相关性，更多地说明了库存周期是经济周期的响应结果（或者说滞后表现），而不是成因。所以说有观点认为库存周期会对经济周期起支撑作用，从逻辑上来说其实是颠倒了因果关系。

针对库存周期，最好是抱以这样的态度：把它当作一种直观的、经验性的线索。比如，如果库存水平已经接近历史底部，我们可以基于这个信号，推测经济周期可能即将

见底反弹。但这是一种经验性的猜测，而不是逻辑性的判断。至于是否真的如此，显然还需要更多的经济指标进行交叉验证。

**图表24：库存周期变动略滞后于经济周期的变动**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

库存周期该怎么度量？一般来说，它需要由两个指标来界定：

一个是库存指标，市场上普遍采用的是工业企业产成品存货同比。

另一个是生产指标或者是需求指标。

目前缺乏一个比较合适的需求指标。部分研究会采用 PPI 同比、PMI 新订单等作为需求的替代指标，但它们都有着比较明显的缺陷，比如 PPI 同比不包含“量”的信息，且实际上受供需两端影响。PMI 新订单则在统计方式方面和产成品存货有较大差异。

生产指标方面，可以采用工业企业营业收入同比作为替代指标。上文也提到了，它基本上等于工业增加值同比+PPI 同比，同时包含了产量、价格信息，与同样是名义值的产成品存货可以保持一致。

工业企业产成品存货同比走势，决定了经济是处于补库存还是去库存阶段，而工业企业营业收入同比走势，则决定了库存行为是主动还是被动的。

两两组合下，一轮完整的库存周期一般包括四个阶段：

1）主动补库存：经济繁荣，需求进入旺盛期，产品销路较好，因此企业更大力度地加快生产，库存水平持续提升。具体表现为产成品存货同比上升+营收同比提升。

2）被动补库存：经济走过繁荣的顶点，迈向衰退，需求已经下滑，企业生产也随之放缓，但需求下滑的更快。产品更不好卖了，积压在仓库，导致库存水平继续提升。具体表现为产成品存货同比上升+营收同比下滑。

3）主动去库存：经济由衰退进入萧条期，需求低迷，企业的生产也开始大幅收缩，库存水平走低。具体表现为产成品存货同比下滑+营收同比下滑。

4）被动去库存：当经济再度由萧条迈向复苏，需求回温，这时企业的生产也随之重启，但还没有完全跟上需求，导致库存水平仍在被动下降。具体表现为产成品存货同比

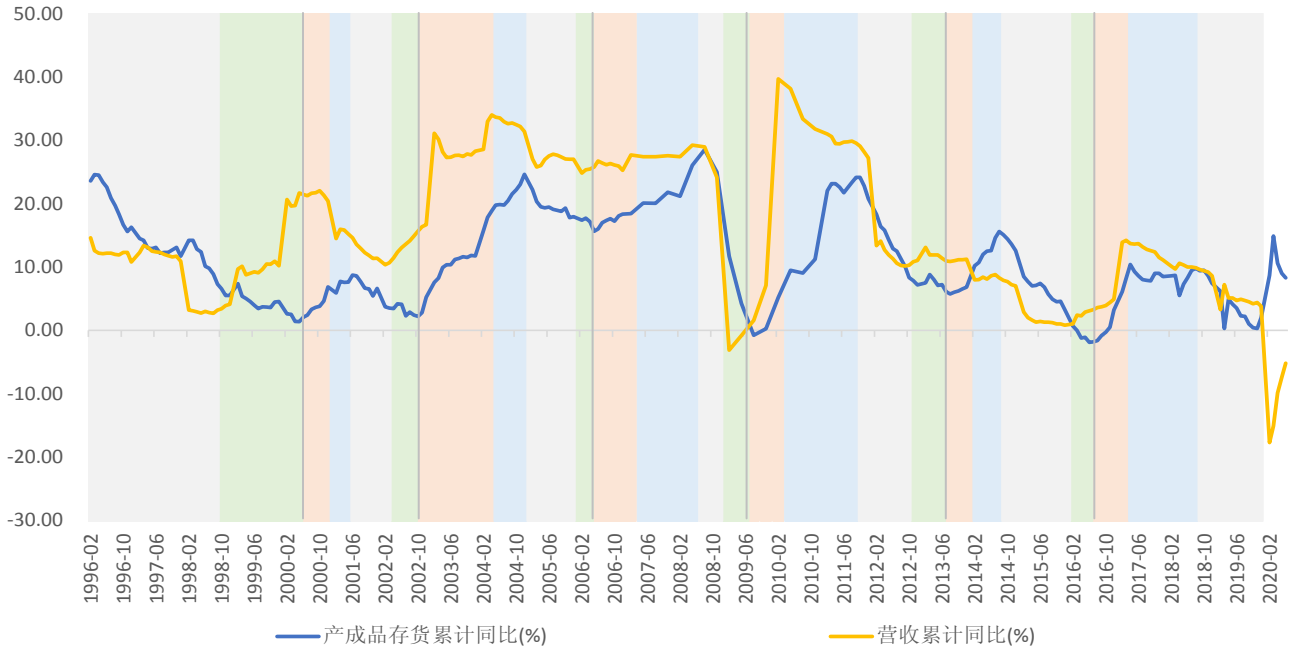
下滑+营收同比提升。

## 2、中国历史库存周期分析

自 2000 年 5 月以来，中国已经相对规律地经历了大约 6 轮库存周期，目前尚处于第 6 轮中。每一轮周期又包含了上文说的“主动补库存-被动补库存-主动去库存-被动去库存”4 个阶段。

我们将中国历史上的库存周期展示在下图中。

**图表25：营收同比+产成品存货同比刻画的中国库存周期**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：橙色区域为主动补库存，蓝色区域为被动补库存，灰色区域为主动去库存，绿色区域为被动去库存）*

从中国历史库存周期的轮动中，可以解读出这样一些信息：

1）库存周期（即产成品存货同比）的经验底部大概在 0%附近，历史最低点为-1.9%。

2）前 5 轮周期的持续时长有所不同。最短的是第 1 轮，共 27 个月，最长的是第 4 轮，共 45 个月。平均大概是 37.2 个月，和基钦研究发现的 40 个月比较接近。当下正在经历的第 6 轮周期，时间跨度则相对更长。

3）每轮周期的强度（曲线斜率）也不同。其中第一轮的反弹强度最小，第四轮的反弹强度最大。而后第 5 轮、第 6 轮的反弹强度都比较弱，并且第 6 轮还出现了周期顶部平坦化的特征。

4）每轮库存周期中，四阶段占比各有不同。综合来看，被动去库存时间最短，且变化不大。近年来主动补库存的时长正在逐渐变短，而被动补库存的时长在增长，同时在第 5 轮、第 6 轮周期中，主动去库存的时间跨度也开始明显拉长。

这说明，库存周期虽会重演，但不会简单重复。无论是持续时长、周期强度、四阶段各自占比，乃至曲线的形状，都会因为周期驱动因素的不同而存在差异。

总体而言，有强需求作为支撑的库存周期，表现会更好。比如 2002 年加入世贸组织后外需极为旺盛，再加上房地产高景气度，使得第 2 轮库存周期相当强劲，补库时间持久，特别是主动补库存阶段，长达 19 个月。甚至到了最后去库存阶段时，库存水平降的也不多，很快又进入了第 3 轮补库周期。

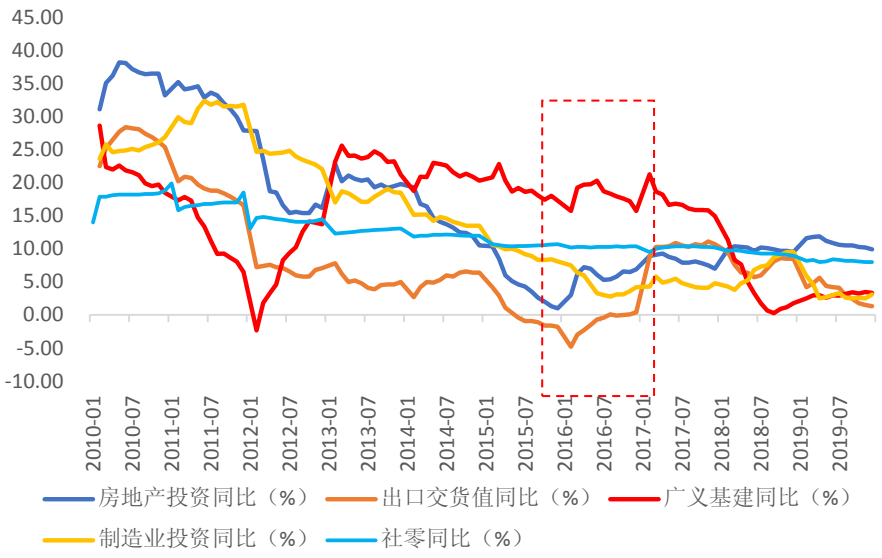
2008 年金融危机后，尽管货币大放水+四万亿刺激政策见效快，第 4 轮周期反弹力度大，但实际上这种需求难以持续，所以主动补库存持续期很短，随后经济进入了漫长的被动补库和主动去库阶段。

到了第 5 轮、第 6 轮，中国经济正处于一个更大的经济下行周期中，需求始终较为疲软，使得库存周期反弹强度不大，并且主动补库存持续期也已经大大缩窄，分别只有 8 个月和 10 个月。

对于当下的第 6 轮库存周期而言，初始的回升动力主要有两个：一是受益于房地产投资和出口的好转，二是受益于供给侧改革后 PPI 同比提升。这分别从量、价两个方面带动了企业补库。

但是房地产和出口的回升总体而言比较温和，来自需求的支撑力量还不是很充分，消费、制造业投资等都在走弱。而供给冲击下的价格上涨，也是偏短期且不可持续的。这都限制了第 6 轮的主动补库期持续时间和周期强度。

**图表26：五大主要需求中，2016 年以来主要是房地产和出口有所回升，其他需求相对低迷**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

另外，第 6 轮周期中还出现了特殊的“顶部平坦化”现象，即 2017-2018 年间产成品存货同比，长期维持在 7%-9%区间内小幅波动。

我们猜测这可能与供给侧改革有关。供给侧改革以前，企业补库会相对自由地上升到一个峰值，然后再滑落，然而 2016 年后生产受到供给侧改革的约束，企业补库也面临着天花板，库存水平只能徘徊在一个比较平坦的上限附近。

2019 年四季度，库存水平已经基本触及至 0%左右的经验底部，当时市场上也出现了新一轮库存周期即将开启的声音。

然而，尽管 2020 年库存水平的确向上反弹了，背后推手却并非是经济复苏，而是新冠疫情。新冠疫情让这轮本就不那么“常规”库存周期，再度发生了变形。

在 2020 年一季度的防疫措施下，企业停产停工，生产能力受限，但同时物理隔离下，总需求也在快速收缩，导致库存被动积压。经济从 2019 年底的主动去库存，直接切换到一个类似于被动补库存的状态。

不过随着中国疫情防控顺利，企业陆续复工，需求好转，库存又在逐渐去化，但目前仍然处于 8.3%的相对高位（截至 2020 年 6 月）。

## 3、行业库存周期的分化

接下来，我们观察各个行业的库存周期状况。

如果不考虑新冠疫情冲击，只看 2019 年底各行业所处的库存周期位置，那么当时绝大部分行业都处于被动补库存和主动去库存阶段中。

上游行业以被动补库存为主，中游行业以主动去库存为主，下游行业则被动补库存和主动去库存皆有。说明上中下游行业均处在一个需求较为疲软的阶段。

不过，也有很多行业库存去化比较彻底，2019 年正在接近或已经突破了历史经验底部，特别是中下游行业，比如电气机械、汽车、造纸、食品、家具等。这意味着一旦需求启动，可能这些行业的库存周期的反弹会比较明显。

**图表27：截至 2019 年底，各行业所处的库存周期位置**

| | 工业行业 | 库存变动方向 | 营收变动方向 | 库存周期位置 |
|---|---|---|---|---|
| 上游 | 煤炭开采和洗选业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 石油和天然气开采业 | 没有明确波动方向 | ↓ | 似有被动补库迹象 |
| | 黑色金属矿采选业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 有色金属矿采选业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 非金属矿采选业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| 中游原材料 | 非金属矿物制品业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 黑色金属冶炼及压延加工业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 有色金属冶炼及压延加工业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 金属制品业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 石油、煤炭及其他燃料加工业 | ↓ | 年末微弱反弹 | 似有被动去库迹象 |
| | 化学原料及化学制品制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 化学纤维制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 橡胶和塑料制品业 | 年末微弱反弹 | 没有明确波动方向 | 似有主动补库迹象 |
| 中游机械设备 | 通用设备制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 专用设备制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 电气机械及器材制造业 | ↑ | 微弱反弹 | 似有主动补库迹象 |
| | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 仪器仪表制造业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 造纸及纸制品业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| 下游 | 农副食品加工业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 食品制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 酒、饮料和精制茶制造业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 烟草制品业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 纺织业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 纺织服装、服饰业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 家具制造业 | ↑ | 微弱反弹后年末下滑 | 似有主动补库迹象 |
| | 印刷业和记录媒介的复制 | ↑ | ↓ | 被动补库存 |
| | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 没有明确波动方向 | ↓ | 似有主动去库迹象 |
| | 医药制造业 | ↓ | ↓ | 主动去库存 |
| | 汽车制造业 | 年末大幅反弹 | ↑ | 似有主动补库迹象 |

*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：因为一轮库存周期中，每个阶段的持续时间不是很长，所以在判断库存和营*

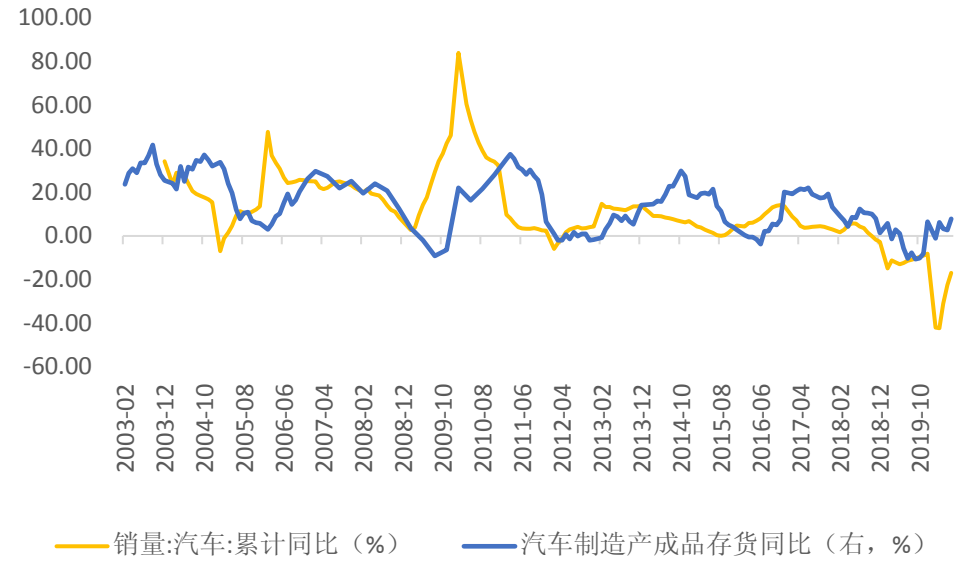
*收的变动方向时，我们主要基于 2019 年 6-12 月左右的数据走势做出判断）*

有个别行业在 2019 年四季度似乎出现了主动补库的迹象，比如汽车制造业以及与它相关的橡胶和塑料制品业。

历史上，汽车销量同比明显领先于汽车制造业库存同比，而 2019 年汽车销量开始见底回升，需求回暖大概率是这次汽车制造业的主动补库动力。正如上文所说，汽车库存已经到达历史最低位，所以这次的反弹力度也比较大。但是到了 2020 年，主动补库行情就被疫情给中断了。

部分行业如家具制造业、电气机械等也在 2019 年年末出现了主动补库存迹象，它们也是库存突破了历史底部的行业。

**图表28：汽车销量领先于汽车制造业产成品存货，并且在 2019 年出现缓慢回温**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

在 2020 年疫情发生之后，各行业目前又处于什么情况呢？

随着疫情防控到位，各行业的库存同比在走过了 2020 年的一季度高点后，基本都开始下行。但各行业库存去化速度有所不同。

其中中游原材料行业既是疫情期间库存积压最严重，但也是疫后去化速度最快的行业，比如化工、非金属矿、钢铁、金属制品等。

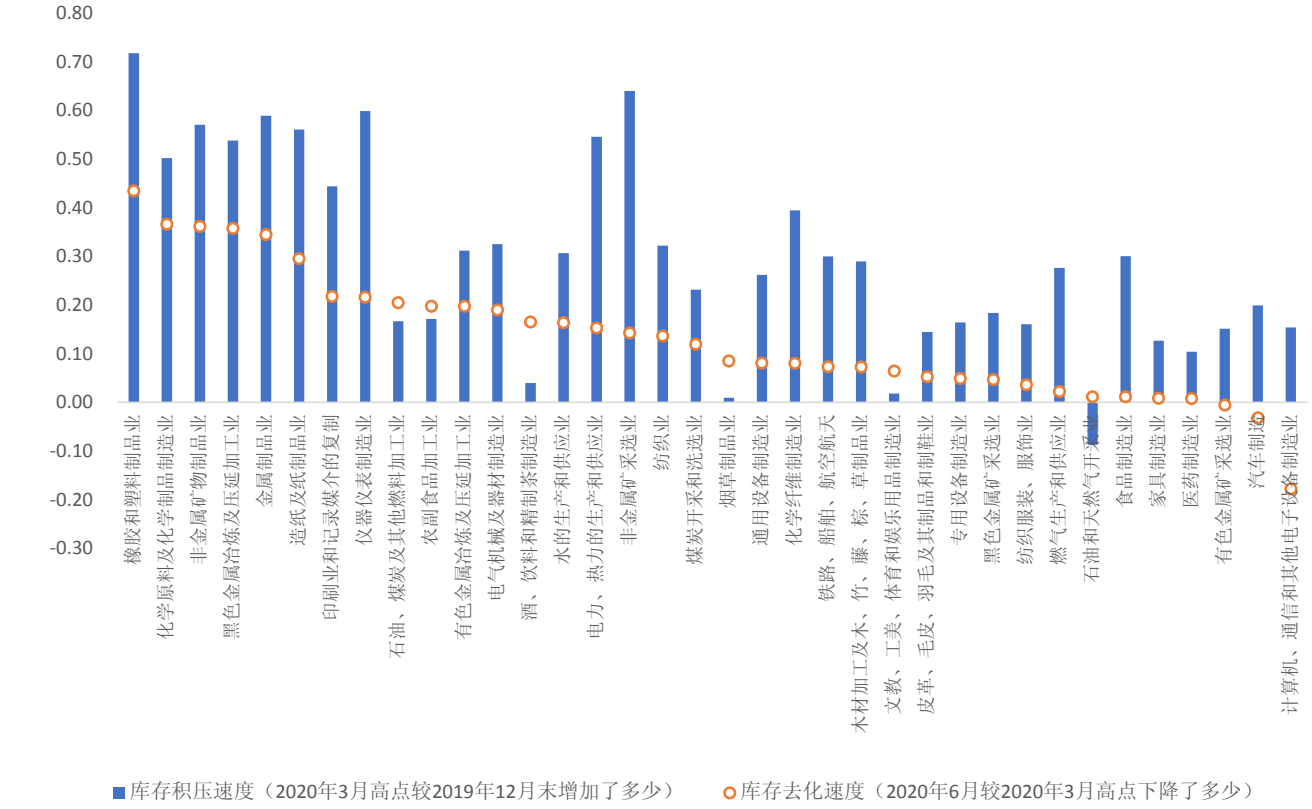
这主要是因为它们对应的下游需求更多地来自于工业需求，只要下游企业不复工，它们的库存就完全没办法消化。

而随着疫情冲击逐渐消解，企业复工后工业生产反弹，同时房地产为了弥补疫情造成的工期延误，加快了施工进度，再加上基建加速启动，短期内各行各业对原材料需求都比较大。因而带动了中游原材料行业库存的加速去化。

同理，中游机械设备也主要面向工业需求，库存也积压得比较严重。但它的去化速度也没有中游原材料这么快。毕竟企业刚刚遭受了一波疫情冲击，元气大伤，对经济的预期还比较差，购买机器设备、扩大产能的意愿不是很强烈，所以中游机械设备的需求端相对低迷。

对于下游行业来说，多少有一些刚性消费需求在支撑，所以它们的库存水平积压幅度相对较小。而疫情冲击了居民资产负债表，消费需求偏弱，因此下游行业后续的库存去化速度也比较慢。

**图表29：各行业在疫情期间的库存积压速度以及疫后的库存去化速度**



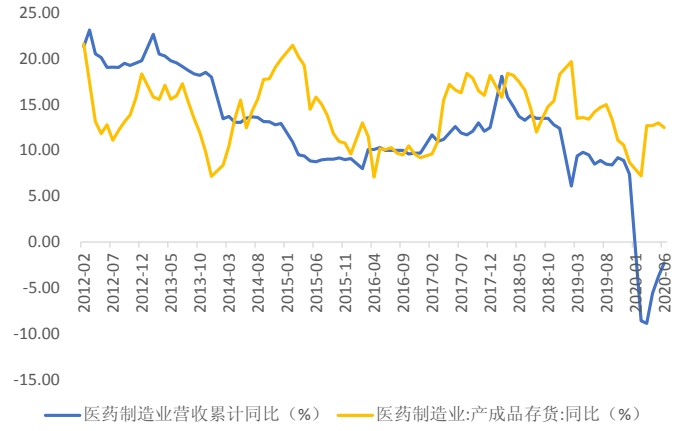

*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院（注：由于不同行业间的库存同比振幅差别比较大，不适合直接比较，所以我们先对它分别进行了标准化处理，然后再进行对比，该图中显示的即是标准化后的数值）*

在所有工业行业中，有两个行业比较特殊，一个是计算机通信，一个是医药。

这两个行业的产成品存货同比，并没有像其他行业一样，在 3 月到达峰值后就回落，而是在高位延续了一段时间，甚至继续向上。与此相对应的，是它们的营收同比也在反弹。

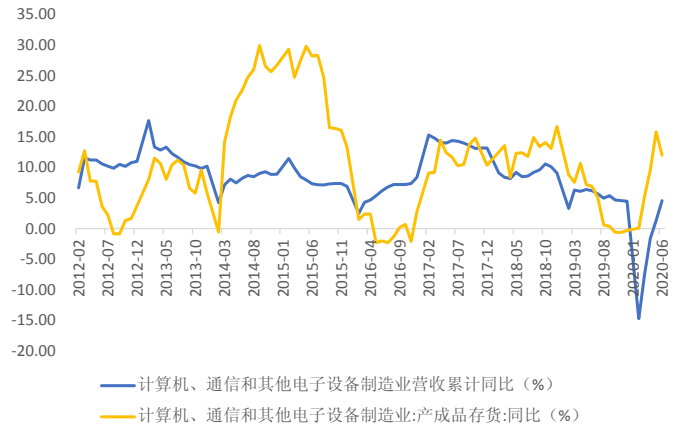
这意味着，它们反而进入了主动补库存的状态。而不是因为产品卖不出去导致库存积压。这也比较好理解，因为医药制造业、计算机通信业和海外防疫需求高度相关，前者受益于直接的医疗防护，后者则受益于线上办公需求的增加。

**图表30：医药制造业的库存周期**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

**图表31：计算机通信及电子设备制造业的库存周期**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

假如把疫情当作一场纯粹的外生冲击，也就是说只带来了短期的、一次性的影响，那么可以假定，疫情冲击结束后，生产和需求会反弹至疫前水平，原来被动积压的库存逐渐去化，库存水平也会先向疫前水平（也就是 2019 年末水平）收敛，然后再回归到原来的周期轨道中。

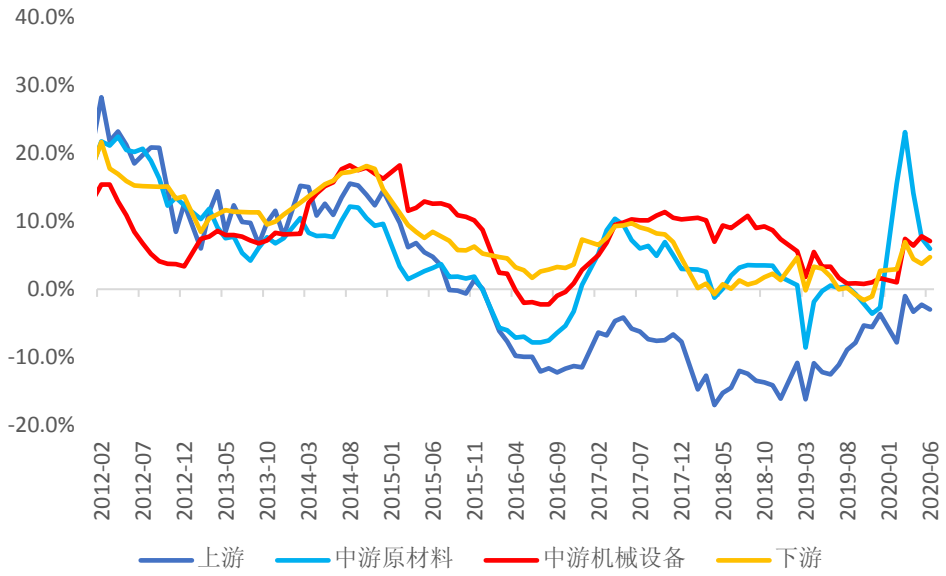
总的来说，目前各行业的的最新库存水平（2020 年 6 月），仍然普遍高于疫情前水平（2019 年四季度），这意味着各行业“复位”可能还需要一段时间。其中，中游原材料可能会率先回归疫情前水平，而其他行业大概率会更慢，尤其是下游行业。

但“疫情一次性冲击”其实是一个不够合理的假设。实际上，疫情会通过损坏资产负债表，给经济施加以长期的影响。具体可能体现在：1）库存周期在低位的时间可能会延长。2）下一轮新的库存周期的反弹力度可能更弱。3）主动补库存的持续期更短。

此外，不同行业对应的需求也不同，疫情冲击对终端需求的影响是有差别的，这使得行业间库存周期分化、错位的现象可能会更明显。与消费、出口和制造业投资相关的行业（主要是中游机械设备和下游），库存周期开启的难度加大，而与地产、基建相关的行业（主要是中游原材料），库存周期更有希望开启。

其实，不同行业间的分化早就已经出现了。下图中可以看到，自 2016 年以来，上中下游库存周期的同步性已经很差了。

**图表32：上中下游行业的库存周期在 2016 年后的同步性大大减弱**

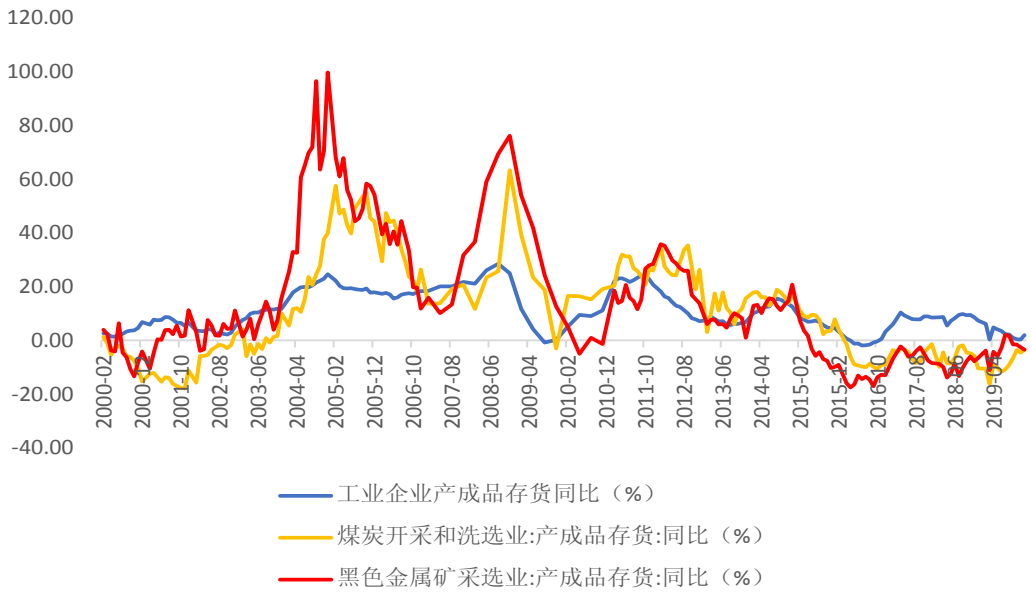



*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

并且，有一些行业的库存周期已经变得更加短期化、碎片化了。尽管这轮从 2016 年开始的库存周期，整体上看好像还没有走完，但很多行业其实早已走完了一轮完整周期，甚至还开启了新一轮周期。

这一点可能在上游行业体现的比较明显，比如黑色金属矿采选业的库存早在 2018 年 2 季度就已经触底回升了，而煤炭开采业和洗选业则是在 2019 年 2 季度。其他比如化工、化纤、能源业等也呈现出类似的特征。

**图表33：煤炭、钢铁等部分工业行业的库存周期已经变得更碎片化了**




*资料来源：国家统计局、粤开证券研究院*

行业间的周期分化加剧，可能会带来整体库存周期的变形和不确定性，这将导致整体的库存周期判断起来更有难度。所以对于库存周期的使用，需要更加谨慎。

## 分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300517030002。
张德礼，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

**股票投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

**行业投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com