

宏观研究/动态点评

2019年05月27日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：货币政策确认灵活适度》2019.05
- 2《宏观：中美再加关税对两国经济影响几何》2019.05
- 3《宏观：回落符合预期，央行降息概率提高》2019.05

利润修复仍需时间，聚焦新供给

2019年1-4月工业企业利润数据点评

核心观点

1-4月规模以上工业企业利润同比-3.4%微幅下降，前值-3.3%，4月工业增加值恶化是主因，预计未来利润增速将逐步修复至0%上方，但仍需时间。4月末工业企业产成品存货同比4.9%，前值0.3%，库存周期仍难确认全面回升，预计仍有反复。我们认为在当前国际经济环境中，我国经济政策将着重在“供给侧”而非“需求侧”，预计经济依旧承压，全球处于比差逻辑中我国经济韧性及逆周期调节政策占优，我国供给侧优势将成为长周期资产定价的重要宏观逻辑。我们认为，短期贸易摩擦对资产价格有干扰，新供给价值理论预示资产价格中长期走势，我们坚定看多人民币资产。

2019年1-4月工业企业利润同比增速-3.4%，较前月微幅下降

2019年1-4月工业企业利润同比-3.4%，较上月-3.3%微幅回落；4月当月利润同比增速为-3.7%，前值13.9%。2019年1-4月三大工业部门采矿业、制造业、电力热力水生产供应业利润总额同比增速为-0.7%、-4.7%和8.0%。价涨难敌量跌，需求端承压，4月工业增加值恶化是利润增速下跌的主导因素，4月1日起实施增值税税率下调使得3月生产提前也有影响。未来利润累计同比增速修复节奏主要看量价是否可持续以及减税降费政策效果。综合来看，我们认为，工业企业利润同比增速将逐步修复至0%上方，但仍需时间。

库存周期仍难确认全面回升，预计仍有反复，国企去杠杆成效明显

4月末工业企业产成品存货同比4.9%，前值0.3%，我们认为在需求较为稳健的情况下企业短期出现阶段性主动补库，但较难持续，后续基建地产等需求长期支撑或将减弱，外部环境不确定性加剧，库存周期仍难确认全面回升，预计仍有反复。2019年1-4月规模以上工业企业每百元主营业务收入中成本和费用合计为93.11元，同比增加0.46元；其中成本、费用分别为84.38元、8.73元，营业收入利润率5.52%，同比降低0.48个百分点。2019年1-4月规模以上工业企业资产负债率为56.8%，同比降低0.5个百分点。国企资产负债率为58.4%，同比降低1.1个百分点，成效明显。

利润结构：近七成行业利润增速回升，钢铁、石油、化工等利润修复

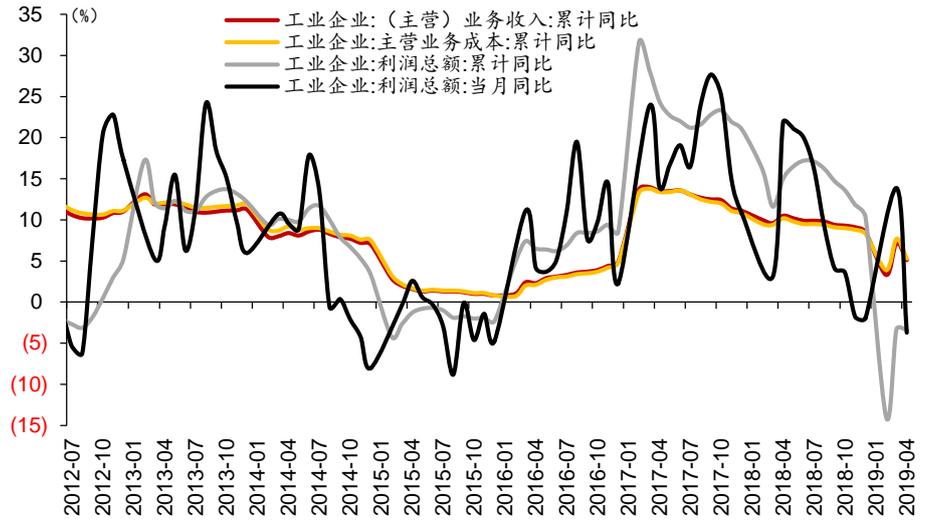
钢铁、石油加工、石油开采、化工等主要行业利润适当修复。1-4月石油开采行业利润同比增长19.7%，较前值增加9.4个百分点；钢铁、石油加工、化工行业利润同比分别为-28.1%、-50.2%和-16.0%，同比降幅较1-3月分别收窄16.4、4.3和1.8个百分点。2019年1-4月在41个工业大类中27个行业利润总额同比增加，石油和天然气开采业利润总额同比增长19.7%，专用设备制造业利润总额同比增长17.9%，电气机械和器材制造业增长14.5%。我们认为，下游需求相对稳定的行业利润表现相对较好。

贸易摩擦对资产价格短期影响较大，并未主导长期趋势

贸易摩擦是短期资产价格变动的重要影响因素。我们提示G20峰会仍是重要时间节点，中美两国元首可能在谈的过程中给贸易摩擦适当降温。考虑企业可能仍存在抢出口的行为，我们认为二季度经济数据不会迅速恶化，中国短期可能看不到逆周期政策变化，逆周期政策调整需要等待G20峰会，通过观测贸易争端和经济形势进一步判断。为应对外部不确定性，我们提示央行可能加速利率市场化的降息过程。根据美日、美欧经验，我们认为贸易争端会放大短期波动，但并未主导资产价格的长期趋势。我们提出新供给价值理论提示资产价格中长期走势，我们坚定看多人民币资产。

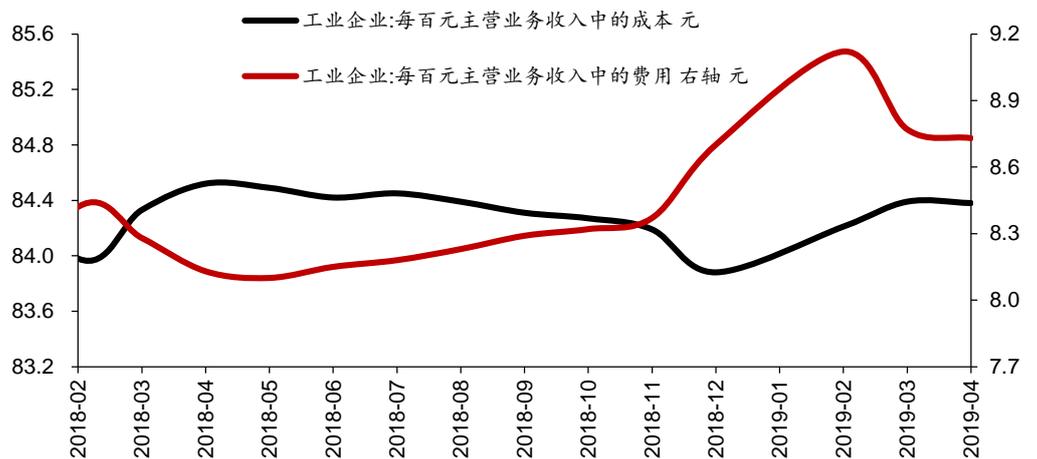
风险提示：经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期，贸易摩擦加剧恶化，全球经济增长超预期下行，地缘政治因素冲击油价导致输入性通胀。

图表1：1-4月工业企业利润增速-3.4%，较上月微幅下降



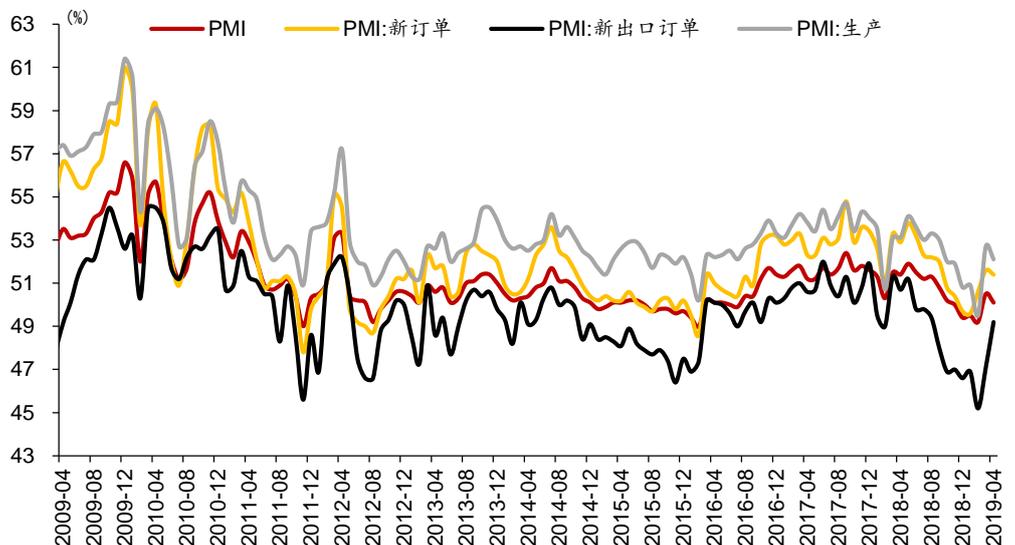
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：4月工业企业费用和成本的环比变动微幅下降



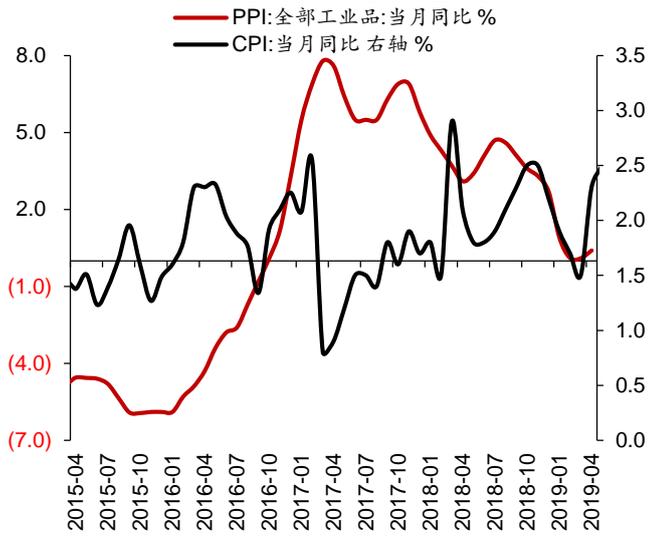
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：4月中采制造业PMI在重返扩张区间后略微下降，降至50.1%，环比下降0.4个百分点



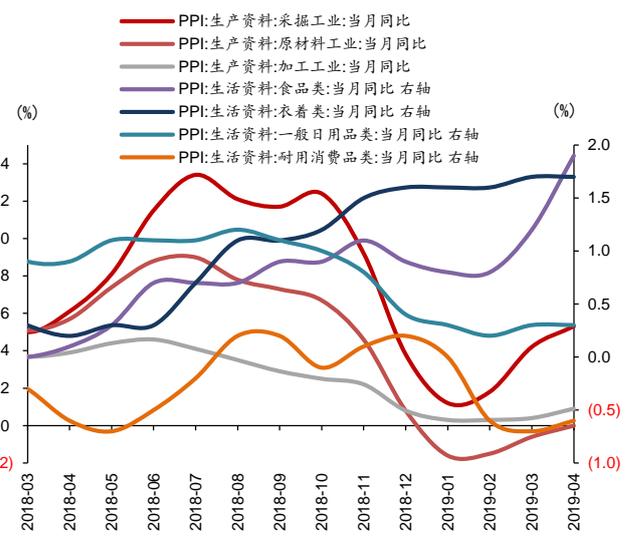
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：4月份CPI、PPI同比小幅回升



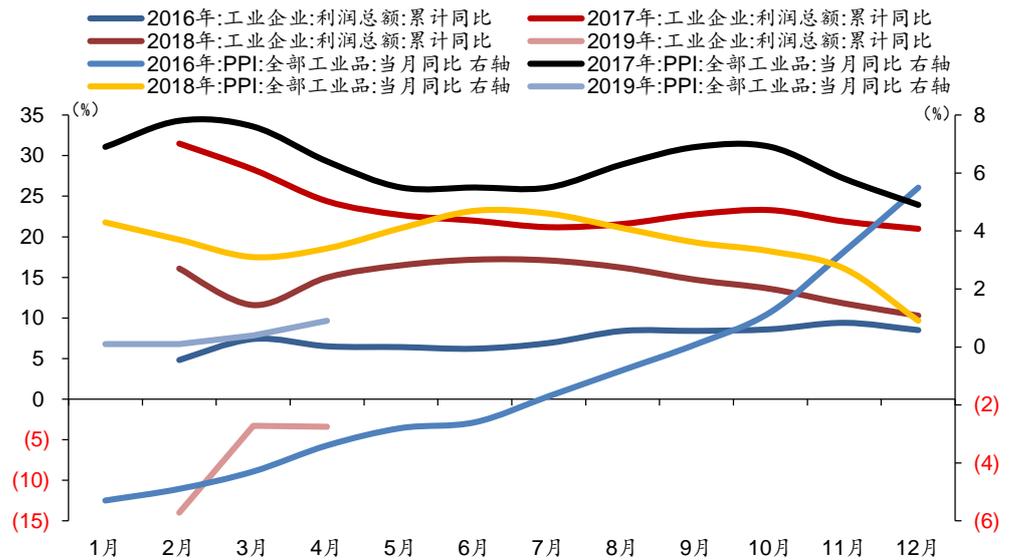
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：4月，PPI生活资料分项和生产资料分项均有所回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：截至2019年4月，PPI小幅回升显韧性，工业企业利润累计同比增速仍位于0%下方



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：经济下行超预期拖累企业盈利，政策效果不及预期，贸易摩擦加剧恶化，全球经济增长超预期下行，地缘政治因素冲击油价导致输入性通胀。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。本公司的资产管理部、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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 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；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 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；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

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_12330

