

# 企业利润显著回落，政策发力效果渐显

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年4月2日

## 证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

## 助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

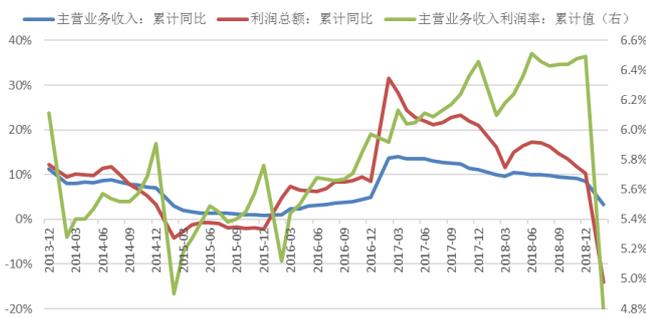
## 相关研究报告

- **企业利润超预期下行，制造业投资仍将承压。**2019年1-2月工业企业利润同比下降14%，较去年12月下降12.1个百分点，较2018年下降24.3个百分点，主营业务收入与利润率增速双双大幅回落，但价格拖累利润率增速边际降幅更大，是拖累利润大幅下挫的主要原因。从上中下游走势来看，受全球经济扩张动能收窄工业原材料价格回落影响，上游产品利润率增速大幅回落；中游制造业受PPIRM较PPI边际降幅更大影响，利润率增速有所改善；但下游制造业却因需求压制无论是利润率增速还是收入增速均有所下滑。此外，值得注意的是，黑色金属矿采选业受河谷矿难引致铁矿石价格回升影响，利润增速回升较快；铁路、船舶也受逆周期政策逐步落地影响，同比增速上扬明显。企业类型方面，各类型企业同比增速均由正转负，其中国企边际降幅更大。展望未来，考虑到3月工业生产小幅回升，价格指数略有上行，在稳增长政策逐步落地，3月工业企业利润增速或能小幅反弹，但长期来看，受需求不振压制，企业利润增速较2018年仍将大幅回落，故而制造业投资仍将承压，稳增长的重任或将更多的落在基建投资之上。
- **春节复工PMI回升，政策发力效果渐显。**3月PMI指数较上月大幅回升1.3个百分点至50.5%，时隔3月重回荣枯线以上，主要受企业节后复工及积极财政政策逐步落地影响。从各分项数据看，各指标纷纷回升，其中生产指标边际升幅最大，较上月大幅提高3.2个百分点，表明节后复工企业生产逐步回暖，前期新增的订单也逐步落地到生产环节。需求方面，新出口订单与进口指标环比虽均大幅回升，但仍位于荣枯线以下，表明内外需疲软的态势仅是稍有改善，难以得出内外需已重回强劲之态的结论，故而新订单指标的回升应仍与积极财政政策落地有关。库存方面，原材料库存与产成品库存降幅收窄，企业初显主动补库存迹象，或与节后复工生产回暖及预期改善有关。价格方面，主要原材料购进价格与出厂价格指数均有所抬升，其中出厂价格指数重回荣枯线以上，将有助于企业利润空间的修复。企业类型方面，大型企业略有回落，中小型企业回升幅度较大，应与货币传导机制逐步疏通及小微企业减税降费落地有关。总的来看，3月PMI指标受节后复工及积极财政政策落地影响回升至荣枯线以上，随着节后复工影响消退，4月PMI指标或将小幅回落。
- **高频数据跟踪表明：**
  - 下游方面，**地产销售略有改善，土地供应回暖，土地成交依旧低迷。汽车零售、批发销量依旧偏弱，终端需求依然弱势。
  - 中游方面，**价格涨跌互现，需求偏弱迹象略有改善。
  - 上游方面，**煤炭价格稳中略升。有色方面，LME铜铝价回落，锌价略有回升。原油价格震荡盘整。BDI环比回落、BCI创历史新低。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求有进一步转弱迹象。
- **风险提示：**全球贸易争端和国内经济下行超预期。

## 一、企业利润超预期下行 制造业投资仍将承压

2019年1-2月工业企业利润同比下降14%，较去年12月下降12.1个百分点，较2018年下降24.3个百分点，主营业务收入与利润率增速双双大幅回落，但利润率增速边际降幅更大，是拖累利润大幅下挫的主要原因。具体来说，其一，相较于去年同期，春节错位对本期生产经营影响更长，生产放缓拖累主营业务收入增速；其二，2019年1、2月PPI增速较去年大幅下滑，价格回落下企业利润率增速同比降幅明显，是拖累利润增速的主要原因；其三，从跟踪的高频数据来看，需求侧尚未出现明显好转迹象，故而需求疲弱下，企业盈利改善仍存难度。从上游中下游走势来看，受全球经济扩张动能收窄工业原材料价格回落影响，上游产品利润率增速大幅回落；中游制造业受PPIRM较PPI边际降幅更大影响，利润率增速有所改善；但下游制造业却因需求压制无论是利润率增速还是收入增速均有所下滑。此外，值得注意的是，黑色金属矿采选业受河谷矿难引致铁矿石价格回升影响，利润增速回升较快；铁路、船舶也受逆周期政策逐步落地影响，同比增速上扬明显。企业类型方面，各类型企业同比增速均由正转负，其中国企边际降幅更大。展望未来，考虑到3月工业生产小幅回升，价格指数略有上行，在稳增长政策逐步落地下，3月工业企业利润增速或能小幅反弹，但长期来看，受需求不振压制，企业利润增速较2018年仍将大幅回落，故而制造业投资仍将承压，稳增长的重任或将更多的落在基建投资之上。

图1：收入增速延续回落，利润率下行加快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图2：利润率增速下行较快是主要拖累因素



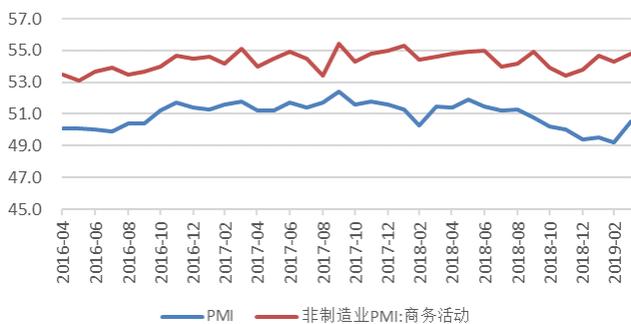
资料来源：Wind，渤海证券研究所

## 二、春节复工 PMI 回升 政策发力效果渐显

3月PMI指数较上月大幅回升1.3个百分点至50.5%，时隔3月重回荣枯线以上，主要受企业节后复工及积极财政政策逐步落地影响。从各分项数据看，各指标纷纷回升，其中生产指标边际升幅最大，较上月大幅提高3.2个百分点，表明节后

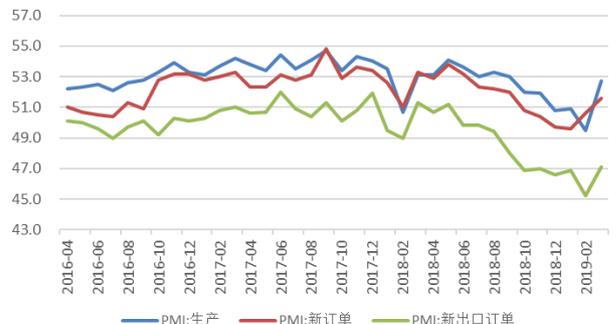
复工企业生产逐步回暖，前期新增的订单也逐步落地到生产环节。需求方面，新出口订单与进口指标环比虽均大幅回升，但仍位于荣枯线以下，表明内外需疲软的态势仅是稍有改善，难以得出内外需已重回强劲之态的结论，故而新订单指标的回升应仍与积极财政政策落地有关。库存方面，原材料库存与产成品库存降幅收窄，企业初显主动补库存迹象，或与节后复工生产回暖及预期改善有关。价格方面，主要原材料购进价格与出厂价格指数均有所抬升，其中出厂价格指数重回荣枯线以上，将有助于企业利润空间的修复。企业类型方面，大型企业略有回落，中小型企业回升幅度较大，应与货币传导机制逐步疏通及小微企业减税降费落地有关。总的来看，3月PMI指标受节后复工及积极财政政策落地影响回升至荣枯线以上，随着节后复工影响消退，4月PMI指标或将小幅回落。

图 3: PMI 重回荣枯线以上



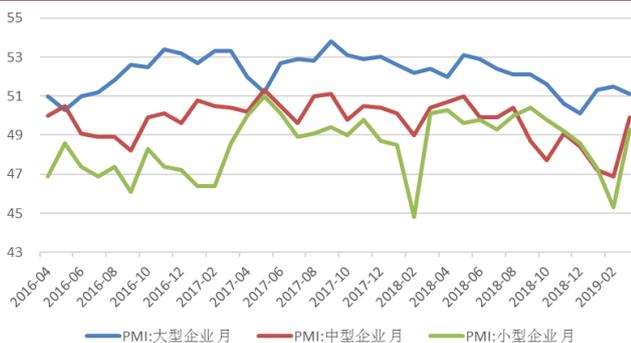
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 生产、新订单、新出口订单纷纷上扬



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 中小企业改善明显



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 价格指数抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

## 三、上中下游跟踪

### 3.1 地产销售稍有改善，汽车销量依然低迷

本周地产同比增速较上周稍有改善，三月前四周地产销量同比增速较2月亦有所回暖，其中一线城市增速提升较为明显，我们认为这应该与因城施策下，前期压

制需求集中释放有关，地产销售持续改善难度较大。此外，尽管从单周数据看，土地供应增速回落明显，但3月前四周数据显示，土地供应面积有所改善，土地成交面积依旧低迷，其中，一线城市土地供应回落明显，三线城市土地成交增速边际最大，或部分说明城市分化格局逐步形成。我们依旧认为，地产商加速周转的压力已逐步传导到土地供应方，使其也相对加快了土地的供应，但地产销量尚未趋势性上涨前，地产商拿地依旧谨慎，故而土地成交将依旧低迷。3月第三周乘用车零售同比增速为-17%，批发同比增速为-16%，延续两位数的同比下滑趋势，汽车销量依旧低迷，整体来看终端需求仍然偏弱，尚未显现趋势性好转迹象。

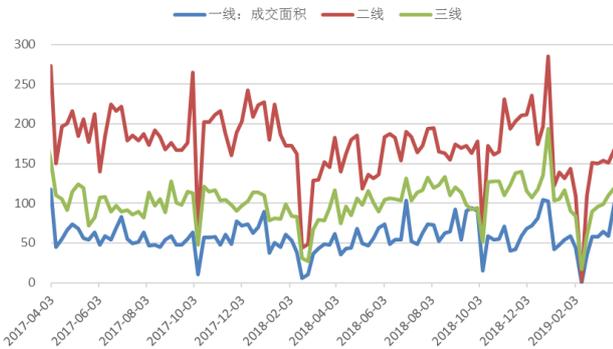
### 3.2 中游价格涨跌互现，需求偏弱迹象略有改善

钢铁方面，高炉开工率小幅回升，螺纹钢、热轧板卷价格稍有回落，其中螺纹钢跌幅居前。铁矿石指数小幅回落。水泥价格止跌反弹，西北、长江略强。化工方面，PTA价格指数小幅回升，PTA开工率回落偏快，涤纶POY小幅上行。总体而言，中游价格涨跌互现，需求偏弱迹象略有改善。

### 3.3 上游价格涨少跌多，全球需求有进一步转弱迹象

煤炭价格稳中略升，六大发电集团日均耗煤量延续回升，同比略显恶化，发电集团煤炭库存趋稳，秦皇岛港库存延续回升态势。有色方面，LME铜铝价回落，锌价略有回升。原油价格震荡盘整。BDI环比回落，BCI创历史新低。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求有进一步转弱迹象。

图 7: 地产销售同比增速较 2 月有所回暖



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 土地供应改善, 土地成交低迷



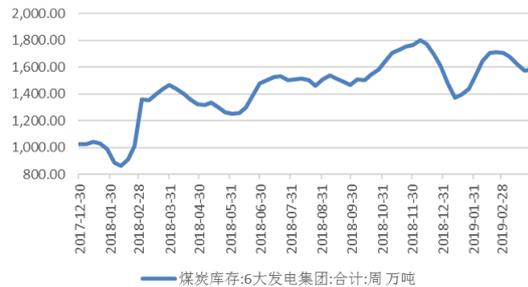
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 发电集团日均耗煤量延续回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 发电企业煤炭库存趋稳



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 秦皇岛港煤炭库存持续回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 煤炭价格稳中略升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 高炉开工率小幅回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 螺纹钢、热轧板卷价格稍有回落



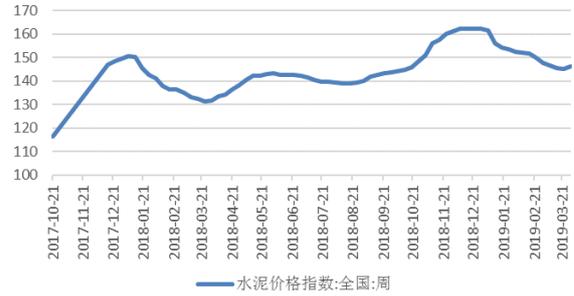
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 南华铁矿石指数小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 水泥价格止跌回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: PTA 指数延续小幅反弹



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: PTA 开工率回落偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 19: 原油价格震荡盘整



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: LME 铜铝价回落, 锌价略有回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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\\_13366](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13366)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn