华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/动态点评

2020 年 05 月 27 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：欧美平稳恢复，南美成新“震中”》2020.05
2《宏观：疫情在好转，疫苗遇挫折》2020.05
3《宏观：完善自我是最好的应对》2020.05

盈利修复主线在于生产和内需复苏

4 月工业企业利润点评

企业盈利快速修复，主要不确定性在需求侧

1-4 月工业企业利润累计同比-27.4%，跌幅较前值收窄 9.3 个百分点；当月同比-4.3%，跌幅较前值大幅收窄 30.6 个百分点。1-4 月工业企业营业收入累计同比-9.9%，跌幅较前值收窄 5.2 个百分点。4 月份，需求和生产同步回暖，工业企业盈利边际上出现较大改善。5 月份，生产端继续加速恢复，部分工业品价格环比回升，预计将成为引导企业盈利能力继续修复的主逻辑。在生产端基本恢复到往年同期水平后，未来工业企业盈利的主要不确定变量在需求侧，尤其是外贸产业链的新签订单下滑。

盈利改善主要行业为科技/基建/可选消费，最大隐忧是出口企业订单下滑

统计局指出，4 月份盈利改善最明显的是汽车、专用设备、电气机械、电子等重点行业，其利润当月同比分别较前值上行 110、108、62.5、65.6 个百分点。改善主线一是科技附加值较高的行业，二是基建相关行业，三是可选消费行业（汽车），均可与此前公布的消费、投资数据相印证。目前盈利修复最大的不确定性来自于企业订单量的下滑、主要是外需。4 月末 PMI 结构数据显示，在手和新签订单项均低于 3 月份，未来需重点关注纺服、出口导向的原材料、电子加工贸易等行业数据动态。从累计同比角度看，由于年初“挖深坑”，年内工业企业利润累计同比维持负增长概率较大。

5 月工业增加值同比有望较 4 月进一步上行

高频数据显示，5 月份前三周，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。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”，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；5 月份工业增加值有望较 4 月进一步上行。

5 月初以来工业品价格环比回升，营业利润率预计将继续环比改善

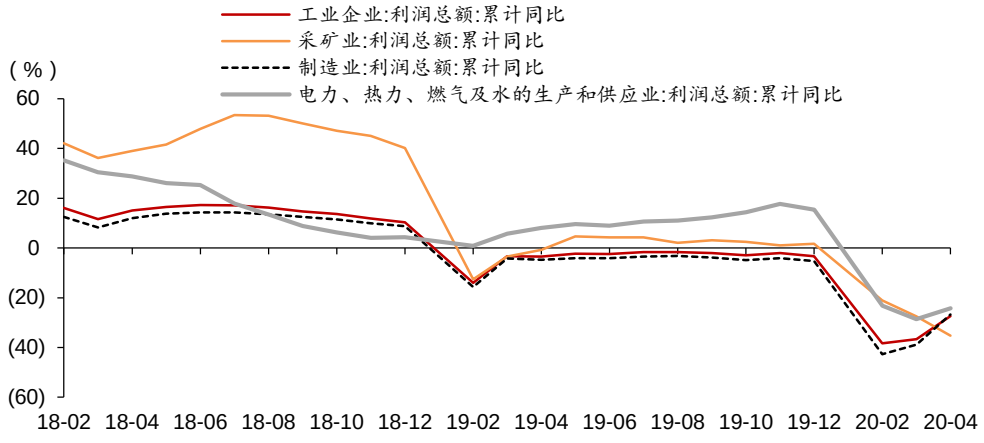
1-4 月工业企业营业收入利润率为 4.45%，较前值改善 0.5 个百分点，但较去年同期降低 1.07 个百分点；制造业营收利润率较前值上行 0.61 个百分点，设备制造、汽车、计算机电子类营业利润率环比改善幅度最大。今年工业企业营业利润率明显低于去年同期，主要是可变收入受 PPI 下行、工业生产前期下滑幅度大等综合影响，下滑幅度大于营业成本。4-5 月份，生产和价格端的积极因素开始体现，截至 5 月 27 日，5 月份铁矿石/钢材、有色金属均价较上月环比上涨，我们预计 5 月 PPI 环比强于 4 月，PPI 同比增速可能在未来 1-2 个月内触底，预计工业企业利润率将延续环比修复。

库存同比增速回落，内需恢复速度显露出超过生产的积极迹象

4 月末，工业企业产成品周转天数为 21.7 天，较前值下行 1.8 天。产成品周转天数环比回落，说明企业整体经营活动正在加快恢复。今年 2-3 月，工业品产成品库存同比持续走高，我们认为反映了产品被动积压（生产>需求）；4 月末，产成品库存同比+10.6%，较上月值（+14.9%）回落。4 月份，产成品库存同比开始回落，反映社零消费、基建等方面的需求开始恢复。疫情扰动了本轮库存周期节奏，我们判断未来需求复苏速度可能逐渐超过生产，库存周期担忧将有所下降。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。

风险提示：需求复苏不及预期，库存积压时间长于预期，企业盈利改善幅度不及预期。

图表1： 4 月份工业企业利润同比增速较前值改善，符合预期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 部分上中游行业，利润累计同比表现热力图

变动（pct）	2.9	(36.3)	88.1	2.1	(25.4)	8.5	19.0	14.3	(4.7)	(10.1)
利润总额累计同比（%）	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	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-213.3	-48.0	-11.9	-19.7	-60.4	-40.3
2020-03	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-187.9	-56.5	-30.9	-34.0	-55.7	-30.2
2020-02	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-116.7	-66.4	-52.9	-37.0	-34.4	28.3
2019-12	-2.4	1.8	396.5	-28.8	-42.5	-25.6	12.0	7.5	-37.6	1.2
2019-11	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	-47.2	-23.3	13.7	10.7	-42.3	8.7
2019-10	-2.1	3.4	189.5	-23.0	-51.2	-25.3	13.9	10.9	-44.2	5.4
2019-09	-3.2	7.9	178.0	-23.6	-53.5	-13.0	12.9	11.8	-41.8	8.1
2019-08	-4.3	7.3	180.8	-23.7	-53.1	-13.1	11.7	11.1	-31.3	9.7
2019-07	-3.8	12.9	232.1	-25.3	-50.6	-11.6	10.4	10.8	-25.1	6.0
2019-06	-7.1	17.8	327.3	-24.5	-53.6	-13.8	9.8	11.9	-21.8	3.1
2019-05	-9.4	24.0	229.0	-26.3	-51.3	-13.6	11.5	12.9	-22.4	2.6
2019-04	-16.5	19.7	185.2	-19.5	-50.2	-16.0	8.0	12.6	-28.1	-6.6
2019-03	-18.0	10.3	164.6	-14.9	-54.5	-17.8	11.1	13.6	-44.5	-12.6
2019-02	-23.2	-5.7	130.4	-26.0	-70.4	-27.2	-6.7	3.1	-59.0	-34.5

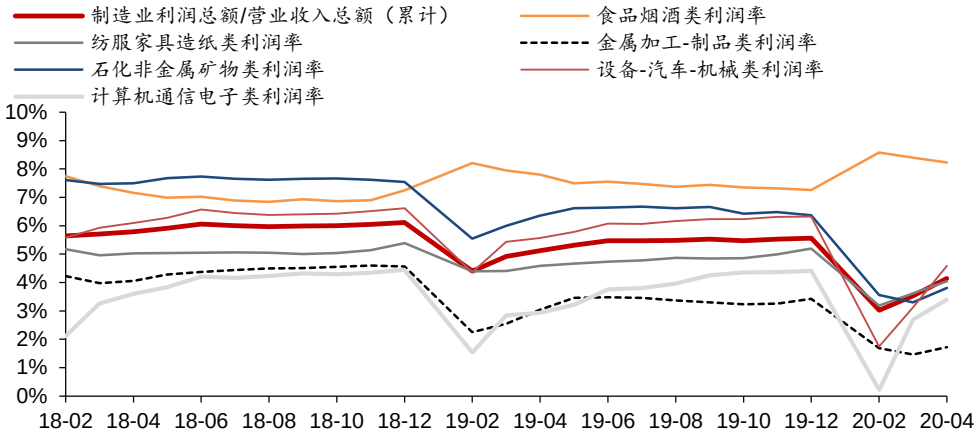
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 部分中下游行业，利润累计同比表现热力图

变动（pct）	8.8	14.4	19.0	10.6	11.0	8.3	22.3	31.6	28.1	21.5	24.1	27.0
利润总额累计同比（%）	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	20.0	-13.0	-19.8	-37.2	5.5	-7.4	-17.6	-3.1	-52.1	-11.7	-22.9	15.0
2020-03	11.2	-27.4	-38.8	-47.8	-5.5	-15.7	-39.9	-34.7	-80.2	-33.2	-47.0	-12.0
2020-02	2.2	-33.5	-59.3	-67.5	-22.5	-10.9	-62.3	-55.1	-79.6	-75.3	-68.2	-87.0
2019-12	3.9	9.1	-10.9	10.8	-9.1	5.9	3.7	12.9	-15.9	11.9	10.8	3.1
2019-11	8.3	11.1	-7.0	18.2	-10.7	10.0	4.4	13.6	-13.9	8.7	13.3	4.1
2019-10	5.1	8.7	-6.4	17.8	-17.0	10.6	2.8	12.0	-14.7	13.1	15.0	6.0
2019-09	3.5	11.5	-4.3	18.9	-20.2	10.0	3.0	12.9	-16.6	22.7	13.5	3.6
2019-08	2.5	12.5	-3.4	14.7	-21.9	9.5	4.3	13.3	-19.0	27.6	15.8	-2.7
2019-07	0.9	14.6	0.1	13.4	-23.7	9.3	5.1	14.3	-23.2	26.5	15.6	-6.3
2019-06	-2.0	13.5	-0.1	13.4	-25.4	9.4	5.5	16.6	-24.9	33.2	13.0	-7.9
2019-05	-3.7	17.3	3.2	13.5	-30.3	10.9	7.4	17.7	-27.2	42.9	15.9	-13.0
2019-04	-4.9	17.7	3.7	15.8	-31.0	9.7	7.3	17.9	-25.9	67.6	14.5	-15.3
2019-03	-4.7	18.9	3.6	17.1	-24.7	7.6	18.4	32.8	-25.0	63.6	21.2	-7.0
2019-02	-5.5	11.2	-11.3	-1.3	-27.7	4.2	0.8	14.0	-42.0	83.7	10.9	-21.6

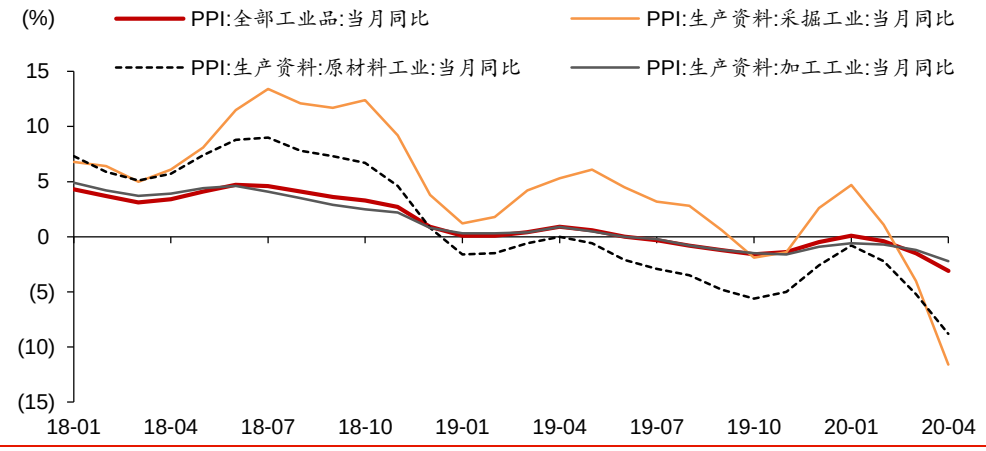
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 制造业各子行业营业收入利润率大都呈现修复



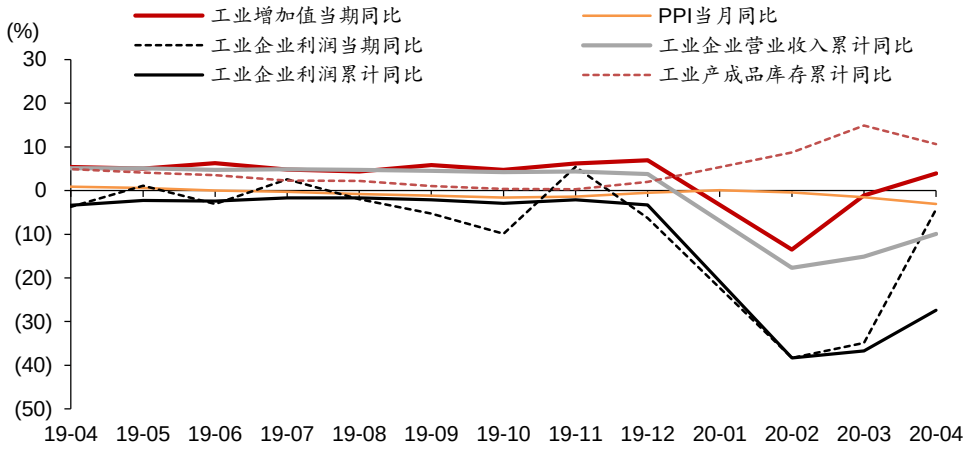
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： PPI 同比短期可能继续下行，但接近触底



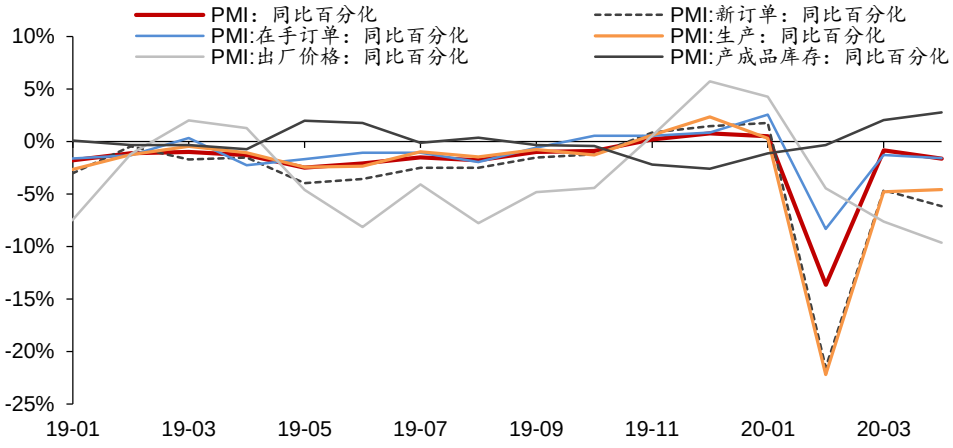
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 4 月工业企业盈利数据的积极信号：营收和利润改善，库存去化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 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

风险提示

需求复苏不及预期，库存积压时间长于预期，企业盈利改善幅度不及预期。

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迟延。

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

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_4912