

宏观点评报告

2020 年 4 月 27 日

利润下半年仍难转正，需要更强力的政策支持**3 月工业企业利润点评****核心内容：****1、工业利润大幅坍塌**

3 月份工业企业利润增速仍然大幅下行，工业生产恢复速度较慢，工业品出厂价格大幅走低，企业利润下降没有结束。4 月份我国生产受到订单考验，生产增速有限，但出厂价格继续下滑，工业企业上游和下游利润下滑最快。4 月份工业企业利润恢复有限，2、3 季度企业利润仍然负增长，预计到 4 季度我国企业利润增速才会有所好转。

4 月份的工业利润仍然处于下滑，下滑程度减弱，是因为量价两方面仍然不支持利润恢复：(1) 工业生产虽然有所恢复，但订单方面要面临考验，工业生产可能会恢复至正值，但增速有限；(2) 原油价格继续下探，铁矿石价格虽然较为平稳，但综合来看也有所下行，价格方面仍然下行没有起色。

4 月份规模以上工业企业利润恢复仍然有限，2 季度海外经济不景气影响了下游产业的利润，原油价格持续低位影响了我国上游产品的利润。

预计 2 季度利润仍然负增长，但可能恢复至-10%以内。我国利润增速可能在 4 季度才会有所恢复，2020 年规模以上利润增速可能在-15%左右。

2、上游行业对利润的侵蚀达到顶点

上中下游行业中，中游和下游行业的利润有所恢复，上游利润继续下降。3 月份，生产稍有恢复，拥有订单的企业生产有所恢复。计算机、通信和其他电子设备制造业、船舶、仪器仪表、通用设备、专用设备利润均有上行。由于原油价格大跌，带动石化产品价格大幅回落，石油、煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采快速下行。

这种中下游利润走高上游利润走低的情况可能不能延续，未来利润仍然低迷。4 月份中下游面临订单萎缩的影响，利润同样要下行，上游受到原油价格仍然低迷的影响继续走弱。

产成品库存大幅上行，企业消化库存需要时间，未来生产不会很快回升，利润回升仍然有限。3 月份产成品库存上行 6.2 个百分点至 14.9%，产成品库存快速累积，未来需要时间消化库存。

3、政策支持需加强以阻止衰退

我国各行业衰退已经成为定局，1 季度经济暂停，2 季度衰退压力加大。3、4 季度可能随着全球经济好转而有所好转，但生产企业仍然较为困难。2020 年下半年利润可能有所好转，但单季度利润同比可能仍然为负。

利润长时间负增长预示着我国进入衰退，人员工资、社会消费和投资等经济指标会持续回落。我国需要更强有力的经济政策支持企业渡过难关，更多的财政

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

政策拉动经济，更宽松的货币政策减缓企业资产负债表的衰退。

我们仍然认为，短暂的 CPI 高企是产业政策的原因，与货币政策无关。而在经济衰退的过程中，金融或者经济去杠杆需要重新反思，而自 2015 年大规模开始的供给侧改革负面效果更加显现，需要政策有所调整。

一、3 月份利润仍然大幅下降，2 季度面临海外考验

3 月份工业企业利润增速仍然大幅下行，工业生产恢复速度较慢，工业品出厂价格大幅走低，企业利润下降没有结束。4 月份我国生产受到订单考验，生产增速有限，但出厂价格继续下滑，工业企业上游和下游利润下滑最快。4 月份工业企业利润恢复有限，2、3 季度企业利润仍然负增长，预计到 4 季度我国企业利润增速才会有所好转。

3 月份工业企业实现利润总额 3706.6 亿元，同比增长-34.9%，单月增速到达低点。1-3 月份工业生产增速只有-8.4%，工业生产在 2 月份几乎停滞，3 月份缓慢恢复，工业企业利润 3 月份恢复中，是生产逐步恢复的体现。但是 PPI 持续下滑，3 月份达到-1.5%，原油价格暴跌，带动能化产品出厂价格持续走低，3 月份上游产品价格大幅回落。利润指标是滞后数据，工业利润的下行可以预见。

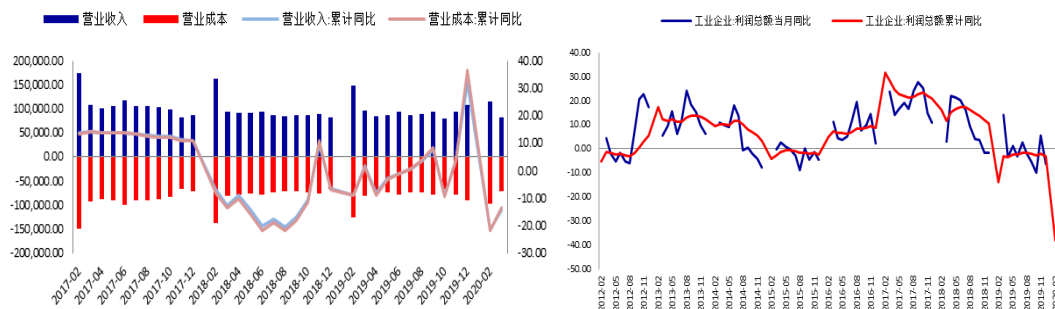
4 月份的工业利润仍然处于下滑，下滑程度减弱，是因为量价两方面仍然不支持利润恢复：(1) 工业生产虽然有所恢复，但订单方面要面临考验，工业生产可能会恢复至正值，但增速有限；(2) 原油价格继续下探，铁矿石价格虽然较为平稳，但综合来看也有所下行，价格方面仍然下行没有起色。

4 月份规模以上工业企业利润恢复仍然有限，2 季度海外经济不景气影响了下游产业的利润，原油价格持续低位影响了我国上游产品的利润。

预计 2 季度利润仍然负增长，但可能恢复至-10%以内。我国利润增速可能在 4 季度才会有所恢复，2020 年规模以上利润增速可能在-15%左右。

图 1：营业收入和利润单月变化（%，亿元）

图 2：企业利润回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、上游行业对利润的侵蚀达到顶点

生产恢复和原油价格下行使得中下游利润走高，上游利润下滑。未来仍然中下游行业仍然面临订单萎缩的影响，而上游行业受到原油低位运行影响，2 季度整体利润仍然较为疲软。同时产成品库存快速上行，未来生产可能仍然低迷，企业消化产成品也需要一定时间。

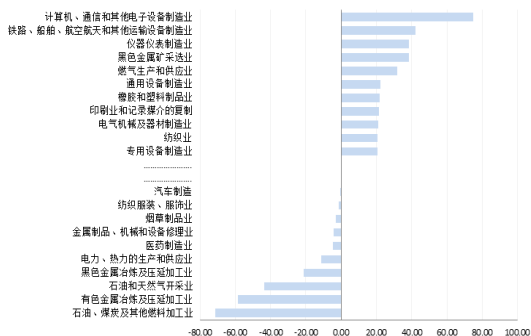
上中下游行业中，中游和下游行业的利润有所恢复，上游利润继续下降。3 月份，生产稍有恢复，拥有订单的企业生产有所恢复，下游行业利润比 1-2 月份增加 5.4 个百分点，中游行业增加 0.86 个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业利润回升了 75 个百分点至-12%，船舶、仪表仪器、通用设备、专用设备利润均有上行。由于原油价格大跌，带动能化产品价格大幅回落，上游行业利润 3 月份下跌 28.2%，比 1-2 月份回落了 7.1 个百分点。石油、煤炭及其他燃料加工业比上个月下行-71.2 个百分点，石油和天然气开采下行 43.8 个百分点。

这种中下游利润走高上游利润走低的情况可能不能延续，未来利润仍然低迷。4 月份中下游面临订单萎缩的影响，利润同样要下行，上游受到原油价格仍然低迷的影响继续走弱。

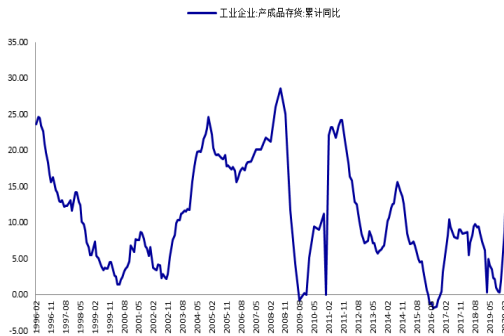
产成品库存大幅上行，企业消化库存需要时间，未来生产不会很快回升，利润回升仍然有限。3 月份产成品库存上行 6.2 个百分点至 14.9%，产成品库存快速累积，未来需要时间消化库存。

图 3：生产带来利润回升（%）

图 4：产成品库存大幅回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、政策支持需加强以阻止衰退

我国各行业衰退已经成为定局，1 季度经济暂停，2 季度衰退压力加大。3、4 季度可能随着全球经济好转而有所好转，但生产企业仍然较为困难。2020 年下半年利润可能有所好转，但单季度利润同比可能仍然为负。

利润长时间负增长预示着我国进入衰退，人员工资、社会消费和投资等经济指标会持续回落。我国需要更强有力的经济政策支持企业渡过难关，更多的财政政策拉动经济，更宽松的货币政策减缓企业资产负债表的衰退。

我们仍然认为，短暂的 CPI 高企是产业政策的原因，与货币政策无关。而在经济衰退的过程中，金融或者经济去杠杆需要重新反思，而自 2015 年大规模开始的供给侧改革负面效果更加显现，需要政策有所调整。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许冬石，宏观行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直

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_5536

