

## 宏观研究/即时点评

2019年03月27日

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

**孙欧**  
联系人 sunou@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观: 美联储下调加息预期一步到位》  
2019.03
- 2 《宏观: 通胀表现温和, 消费行业持续受益》  
2019.03
- 3 《宏观: 春节复工节奏扰动外贸数据》  
2019.03

# 利润超预期下行, 二季度央行或有降息操作

## 2019年1-2月工业企业利润数据点评

### 2019年1-2月工业企业利润增速超预期下行

1-2月工业企业利润同比增速-14%, 相比2018年全年的10.3%大幅下行, 超预期市场预期, 上一次出现此低位还是2009年。数据下行部分源自工业增加值超预期回落和PPI同比较低, 同时也受到统计局口径调整、统计执法增强、剔除重复数据、企业改革剥离、四经普单位清查等的影响。企业利润增速一般可以用工业增加值及PPI解释, 但其数据波动性往往更高, 经常在年初月份出现跳点, 无法用量价因素完全解释。我们认为主要原因在于, 作为名义值, 调查样本调整及统计规范化对此数据的基数扰动较大, 使得同比增速波动较大, 即因为历年年初调查样本与上年年底样本并不相同, 导致数据更易出现跳点。

### 前三季度工业企业利润增速可能继续筑底

利润走势对未来的企业生产和固定资产投资都会构成制约, 同时, 如果利润下行压力加大, 居民就业、收入也将承受更大压力, 拖累消费。我们此前一直提示年初利润增速大幅回落风险, 盈利端今年对股市的支撑将明显减弱。展望后市, 今年需求侧并无大幅复苏动力, 基建反弹幅度有限, 地产销售和到位资金不乐观意味着高投资增速难以持续, 预计前三个季度企业利润增速将持续筑底, 虽然单月可能转正, 如3月当月可能有所回暖, 但累计同比增速转正难度较大。如果三季度放松地产政策, 可能带来需求侧增量, 四季度企业利润才可能迎来反弹。目前最大的预期差在于PPI是否因环保趋严出现超预期上行。

### 汽车、石油加工、钢铁、化工利润下降明显, 是利润下行的主要拖累

1-2月份, 汽车行业工业品出厂价格同比下降0.4%, 石油加工行业下降1.3%, 钢铁行业下降2.5%, 化工行业下降2.3%。上述4个行业价格回落、利润大幅下行, 合计下拉利润增速14.2个百分点。经统计局测算, 扣除上述4个行业, 规模以上工业利润同比增长0.2%。

### 利润率大幅下降部分受春节因素影响, 同时体现企业运营成本增加

1-2月, 规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为84.21元, 较去年同期提高0.23元; 利润率大幅下降至4.79%, 比上年同期下降1.31个百分点。每年年初, 企业成本费用会因春节因素有所提高, 使得利润率出现季节性下行, 但今年数据同比大幅走低, 体现出近期企业经营状况有所恶化。1-2月企业应收账款净额增速12.2%, 达到历史高位, 也体现企业现金流状况普遍转差。目前积极财政政策强调“质”, 今年减税降费力度将强于2018年, 预计将对企业经营绩效构成部分支撑。

### 企业主动去库存继续验证

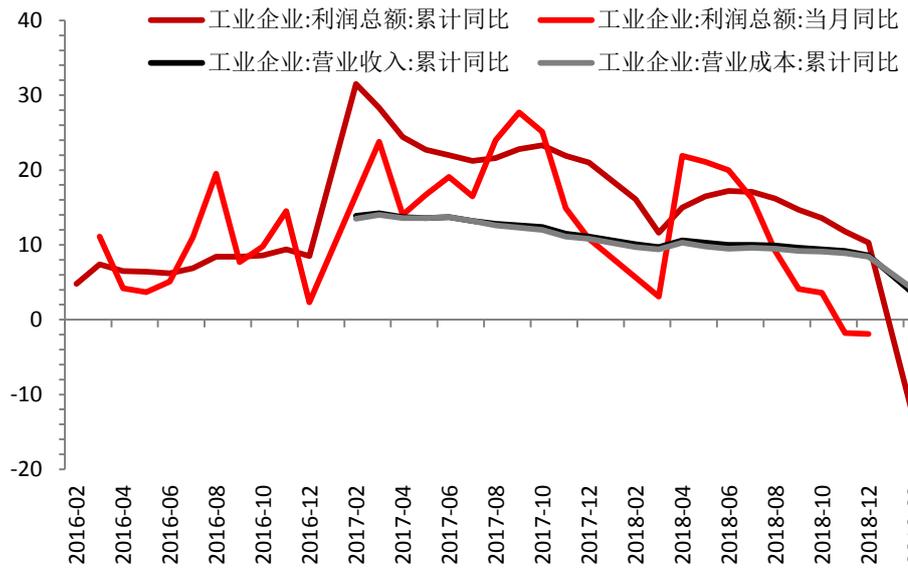
2019年2月末, 规模以上工业企业产成品存货增速6.2%, 前值7.4%, 企业主动去库存继续验证。随着需求走弱, 预计2019年大概率持续处于去库存状态, 去库阶段一般长于补库, 预计随着需求有边际改善, 企业将在2019年底进入被动去库存, 全年库存回落意味着对GDP的支撑减弱。

### 预计二季度央行降息, 利好利率债

货币政策转为稳健略宽松, 叠加利率市场化进程可能加速以及政策为企业降成本的考量, 我们坚持认为二季度央行可能有降息操作, 因此看好利率债表现。股市方面, 进攻逻辑看好利率下行期的成长龙头, 主要看好5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新性基建领域。防守逻辑看好CPI-PPI剪刀差扩大利好食品饮料、商贸零售及农业等消费板块。

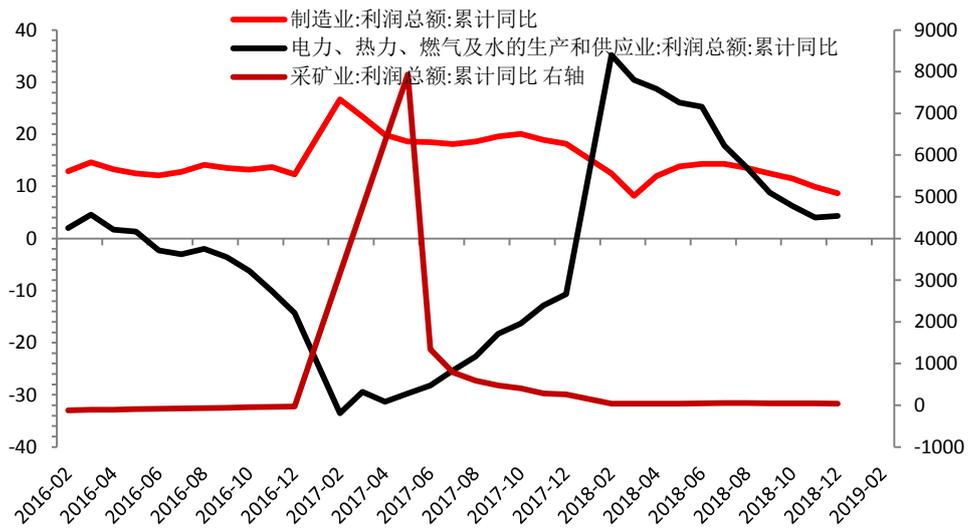
风险提示: 经济下行超预期拖累企业盈利, 政策效果不及预期, PPI超预期下行。

**图表1：工业企业利润和主营业务收入累计同比增速**



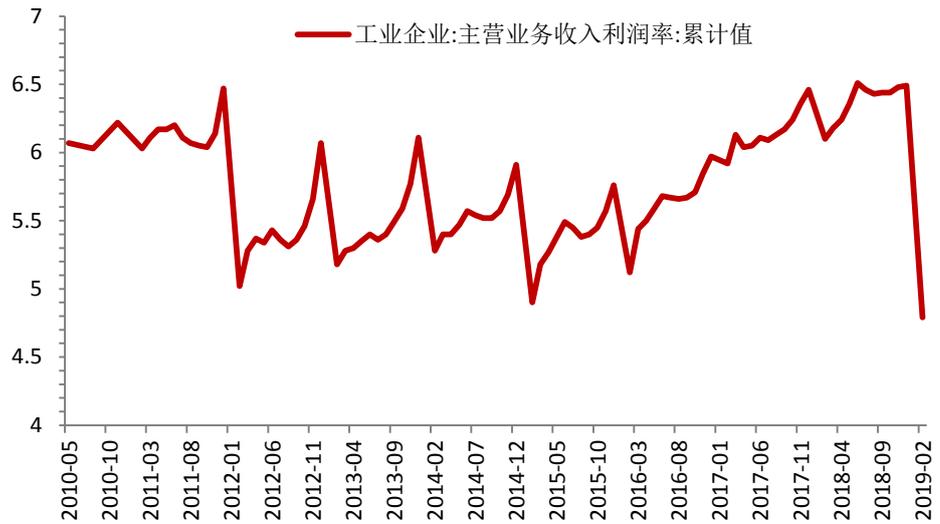
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：三大行业工业企业利润累计同比增速**



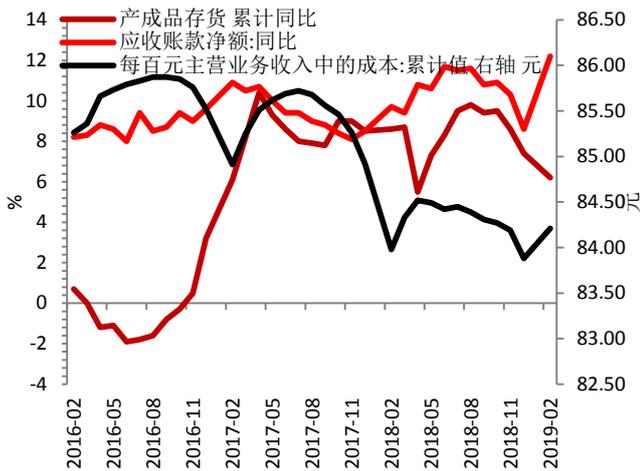
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3： 企业利润率大幅走低**



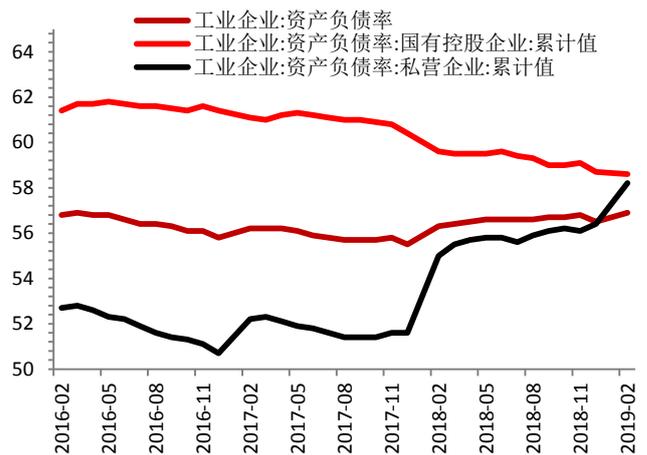
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4： 工业企业主要财务指标同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5： 工业企业资产负债率**



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，PPI超预期下行。

## 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\\_13482](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13482)

