

## 宏观研究/动态点评

2020年06月29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: 防疫物资拉动出口, 顺差格局延续》  
2020.06
- 2《宏观: 中美摩擦短期扰动人民币汇率》  
2020.05
- 3《宏观: 盈利修复主线在于生产和内需复苏》  
2020.05

# 盈利改善趋势确定, 力度有限

## 5月工业企业利润点评

### 盈利修复弹性或将取决于产成品价格和可选消费行业需求改善幅度

1-5月工业企业利润累计同比-19.3%, 跌幅较前值收窄 8.1 个百分点; 当月同比+6%, 由负转正。1-5月份, 工业企业营业收入累计同比-7.4%, 跌幅较前值收窄 2.5 个百分点。5月份, 生产端如期基本恢复到往年正常水平、可选消费等需求环比修复幅度大于生产, 疫情对企业经营的冲击进一步缓和, 工业企业利润当月同比转正。6月份, 预计 PPI 环比将明确转正、同比触底回升, 产成品价格上涨将成为带动企业盈利继续修复的主逻辑。但未来外需下行对企业盈利修复的干扰风险仍存, 本轮利润修复或将是一轮弱复苏, 且外需敏感型行业的营商环境不确定性可能加大。

### 盈利改善主线为科技/基建/防疫物资相关, 具有一定延续性

5月份, 多数上中游原材料行业盈利累计同比仍有较大跌幅, 与5月份 PPI 同比仍呈现下行相对应。相比原材料行业, 食品制造、纺织、医药、设备制造、机械、电子等下游加工制造业, 盈利增速较前值改善幅度普遍更大。这也与 4-5 月社会零售消费数据环比大幅改善的表现相对应。盈利改善主线具有一定延续性: 一是科技附加值较高的行业, 二是基建相关行业, 三是纺织-医药等防疫物资产业。我们认为, 从6月份到今年三季度, 盈利改善主线仍将维持以上基本思路。同时, 随着全球疫情有望逐渐受控, 其他可选消费行业盈利的环比改善幅度, 或将逐渐跑赢防疫物资。

### 6月工业增加值同比或基本持平前值, 盈利改善主逻辑或将来自价格端

高频数据显示, 同比角度, 6月份工业生产较5月份有改善、也有回落, 结构涨跌互现。北方重点港口煤炭调度量、重点钢厂螺纹钢产量较5月明显改善; 炼油厂开工率基本持平; 六大集团耗煤量、周度汽车销量数据有所回落。我们认为, 今年6月份到三季度, 工业增加值月度增速可能会维持在相对稳定的区间, 但一些因素仍可能成为数据的扰动项: 北京再度出现新增疫情、外需和出口订单面临下滑压力、南方地区洪涝灾害风险加大, 可能对生产施工造成一定干扰。预计6月工业增加值同比基本持平5月份, 未来盈利改善的主逻辑将主要来自产成品价格 (PPI) 的环比回升。

### 降成本政策效果初步体现, 产成品价格上涨将支持营业利润率继续改善

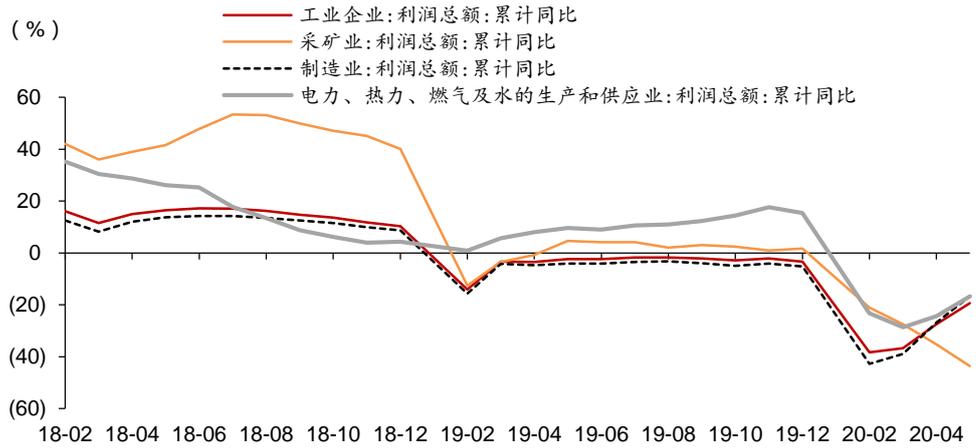
1-5月, 工业企业营业收入利润率为 5%, 较前值改善 0.5 个百分点; 制造业营业收入利润率为 4.8%, 较前值改善 0.7 个百分点。通用-专用设备、汽车、电气机械、计算机电子类营业利润率环比改善较大。为应对疫情对工业企业经营的冲击, 国家陆续实施定向支持扶助政策, 主要思路为降低企业各项经营成本; 5月份, 工业企业每百元营业收入中的成本环比上行幅度明显低于4月份。同时, 生产和价格端的积极因素开始体现, 工业企业可变收入逐渐修复。我们预计各行业营业利润率有望延续环比改善。

### 需求复苏逐渐超过生产, 工业企业库存同比整体延续回落

5月末, 工业企业产成品周转天数为 20.9 天, 较前值继续下行 0.8 天。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); 4-5 月, 产成品库存同比连续两月回落。5月末, 产成品库存同比为+9%, 较上月值回落 1.6 个百分点。产成品周转天数缩短、产成品库存同比延续回落, 说明社零消费、基建等方面需求复苏速度已逐渐超过生产。我们判断, 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: 5月份工业企业利润当月同比转正, 累计同比跌幅继续收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 部分上中游原材料行业, 利润累计同比表现热力图

变动 (pct)	(4.2)	(19.4)	(19.4)	16.5	45.9	9.4	15.5	7.7	3.2	(3.4)
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
2020-05	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	-167.4	-38.6	3.6	-12.0	-57.2	-43.7
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

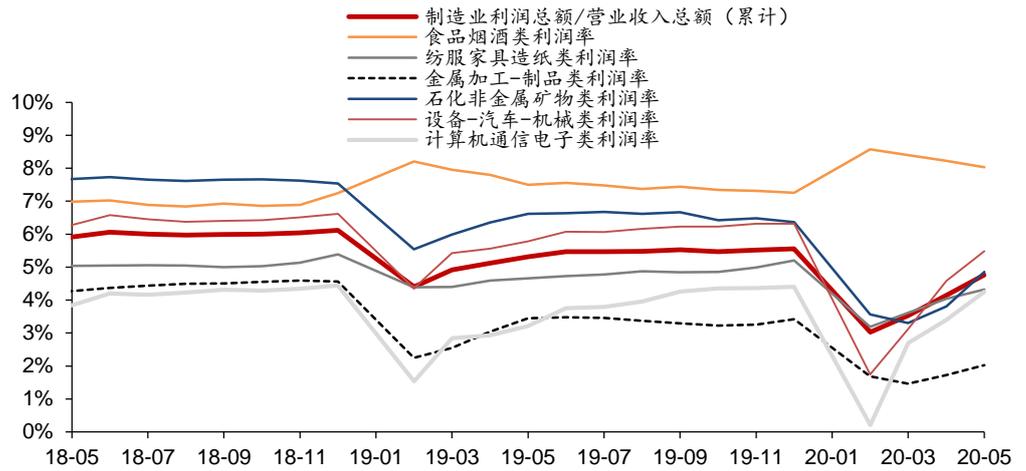
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 中下游行业利润累计同比, 较前值(1-4月)普遍改善较大

变动 (pct)	(1.0)	10.5	9.5	0.9	0.1	6.9	11.1	19.7	18.6	5.2	11.3	19.7
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
2020-05	19.0	-2.5	-10.3	-36.3	5.6	-0.5	-6.5	16.6	-33.5	-6.5	-11.6	34.7
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

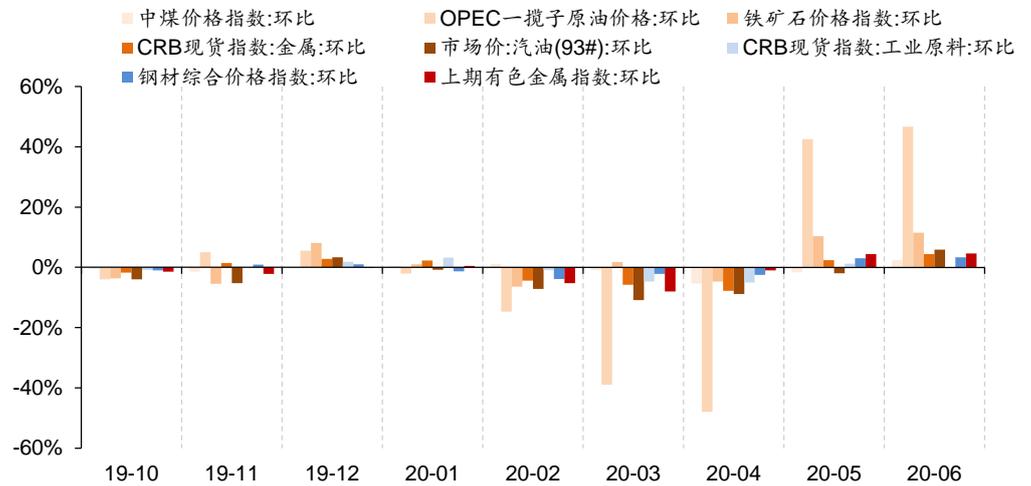
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表4：5月份，制造业各子行业营业收入利润率大都呈现环比修复**



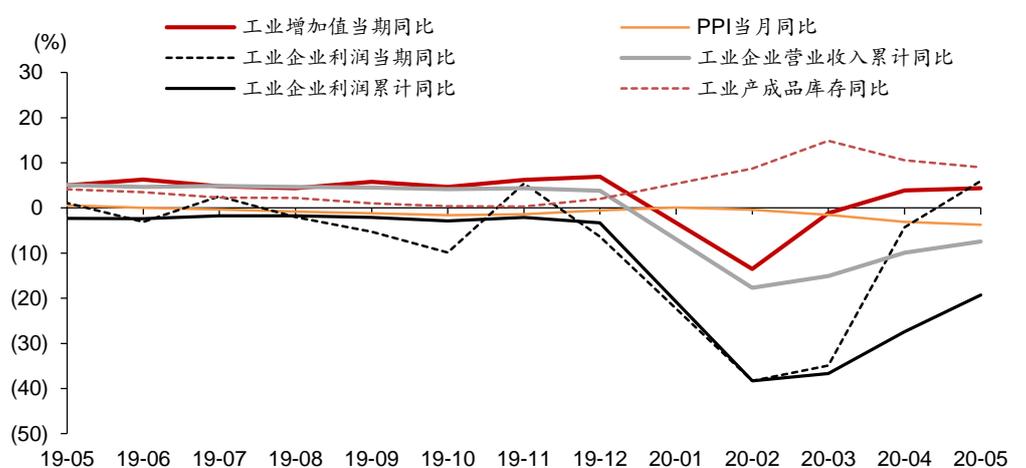
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5：6月份，多项工业品价格环比呈现上涨**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表6：盈利改善趋势确定，力度有限**



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延迟。

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\\_4264](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4264)

