

宏观点评报告

2020年6月28日

成本平稳带来利润上行，未来仍需政策支持

5月工业企业利润点评

核心内容：

1、利润逐步回升，但压力仍存

我国工业利润增速仍然下滑，但5月单月利润增速回正，生产仍然在恢复过程中，出厂价格并未有所好转，但成本下降较快，这表明：(1)上游原材料价格下行增加了中下游的利润；(2)疫情期间的各种税费减免降低了企业的负担，利率下行降低了企业的财务成本。

工业利润未来缓慢好转，生产未来桎梏仍然较多，但产品出厂价格可能缓慢回落，量价两方面支持工业利润持续回升，但回升速度是缓慢的，预计本年度工业利润仍然负增长。5月份工业生产虽然回升，但是产成品库存增速下行速度有限，表明销售回升并不顺利，库存压制未来的生产。同时海外订单的减弱也压制生产，需要等待全球经济逐步恢复，出口缓慢上行生产才能稳定。价格方面稍有好转，PPI可能是5月的最低点，原油价格回升带来PPI走高，带动能化产品出厂价格上行。但原材料价格上行会带来中下游成本的上升，在需求不振的情况下，可能对利润反而是压制。

6月份的工业利润单月增速可能继续回升：(1)5月工业生产继续上行，经济继续恢复，带动利润走高；(2)原油价格回暖，带动PPI跌幅减弱。

但是仍要看到，单月利润回升并不改变工业利润今年承压的格局。预计2季度单季度利润可能回正，2020年规模以上利润增速可能在-10%左右。

2、中下游行业利润继续恢复

生产恢复和原油价格低迷使得中下游利润走高，上游利润下滑。未来中下游行业仍然面临订单萎缩的影响，而上游行业受原油影响有小幅恢复，3季度整体利润可能反复。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。

产成品库存继续上行，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。5月份产成品库存上行9.0%，产成品库存仍然在累积，未来需要时间消化库存。

3、仍需政策支持企业渡过难关

我国经济在缓慢恢复过程中，1季度经济暂停，2季度经济仍然未能恢复正常运行，加之全球经济停滞，给我国带来压力。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3季度利润可能有所反复，4季度再次好转。

利润长时间负增长预示人员工资、社会消费和投资等经济指标均会受到影响。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。

两会报告把2020年CPI目标定于3.5%，意味着货币仍然有足够的空间，而CPI很可能在4季度快速下滑，对货币的压制降至最低。

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。我国经济V型反转的可能性已经消失，经济可能处于缓慢的U型反转，而在缓慢复苏的过程中需要货币政策给予支持，而不用过

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

多担忧货币带来的经济过热。

一、利润逐步回升，但压力仍存

5 月份工业企业利润增速回正，工业生产和经济生活有所恢复，带动销售额上行。5 月份企业成本增加较少，带来了利润的上行。成本增加有限是因为：（1）购进价格下降幅度较快；（2）对企业的减税降费降低了企业成本。未来工业生产仍然会继续回升，但受到高库存和海外弱订单的影响会有所反复。PPI 会随原油价格上行，但原材料价格走高也会增加中下游成本。我们预计 2 季度企业利润正增长，但年内企业利润仍然负增长，预计在-10%左右。

5 月份工业企业实现利润总额 5823.4 亿元，同比增长 6.0%，单月工业利润增速回正；1-5 月份工业企业累计实现利润 18,434.9 亿元，累计增速-19.3%。

我国工业利润增速仍然下滑，但 5 月单月利润增速回正，生产仍然在恢复过程中，出厂价格并未有所好转，但成本下降较快，这表明：（1）上游原材料价格下行增加了中下游的利润；（2）疫情期间的各种税费减免降低了企业的负担，利率下行降低了企业的财务成本。5 月份工业生产增速 4.4%，比 4 月份上行了 0.5 个百分点，但仍然处于生产恢复过程中，并未进入加快生产阶段。5 月份工业品出厂价格也继续下行，但预计 5 月份是工业品价格的最低点。

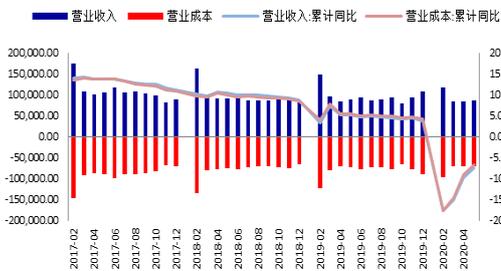
从量价两方面来看，工业企业利润恢复速度有限，但是 5 月份工业企业购进价格也同时大幅回落，下降幅度超过出厂价格的回落，有利于增加企业盈利。可以看到 5 月份工业企业收入 85,687 亿元，比上月增加了 1000 亿元，但成本只比上月增加 168 亿元。企业的成本在 5 月份下降较为明显，我们认为上游购进价格疲软是一方面原因，另一方面疫情期间我国持续的减税降费降低了企业成本，利率的下行降低了财务成本，这是 5 月份企业利润上行的主要原因。

工业利润未来缓慢好转，生产未来桎梏仍然较多，但产品出厂价格可能缓慢回落，量价两方面支持工业利润持续回升，但回升速度是缓慢的，预计本年度工业利润仍然负增长。5 月份工业生产虽然回升，但是产成品库存增速下行速度有限，表明销售回升并不顺利，库存压制未来的生产。同时海外订单的减弱也压制生产，需要等待全球经济逐步恢复，出口缓慢上行生产才能稳定。价格方面稍有好转，PPI 可能是 5 月的最低点，原油价格回升带来 PPI 走高，带动能化产品出厂价格上行。但原材料价格上行会带来中下游成本的上升，在需求不振的情况下，可能对利润反而是压制。

6 月份的工业利润单月增速可能继续回升：(1) 5 月工业生产继续上行，经济继续恢复，带动利润走高；(2) 原油价格回暖，带动 PPI 跌幅减弱。

但是仍要看到，单月利润回升并不改变工业利润今年承压的格局。预计 2 季度单季度利润可能回正，2020 年规模以上利润增速可能在-10%左右。

图 1：营业收入和成本单月变化（%，亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：企业利润好转（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、中下游行业利润继续恢复

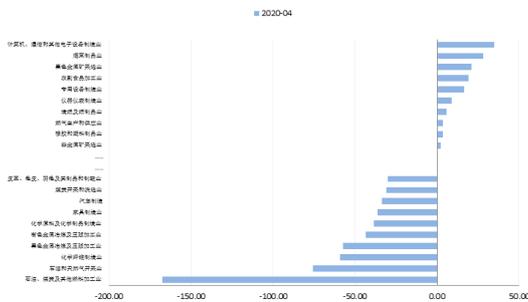
生产恢复和原油价格低迷使得中下游利润走高，上游利润下滑。未来中下游行业仍然面临订单萎缩的影响，而上游行业受原油影响有小幅恢复，3 季度整体利润可能反复。同时产成品库存快速上行，未来生产可能仍然低迷，企业消化产成品也需要一定时间。

上中下游行业中，中游和下游行业的利润继续恢复，上游利润继续下降。5月份，经济生活逐步恢复，拥有订单的企业生产加快，下游行业利润比1-4月份增加9.2个百分点，中游行业增加11.5个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业利润回升了19.7个百分点至34.7%，船舶、仪器仪表、通用设备、专用设备利润均继续上行。原油价格5月份大幅回升，原油加工业利润增速上行45.9个百分点至-167%，上游行业利润下滑8.2个百分点至-44.1%。

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。6、7月份中下游面临订单萎缩的影响，但上游方面原油价格有所回升，利润有小幅的恢复。

产成品库存继续上行，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。5月份产成品库存上行9.0%，产成品库存仍然在累积，未来需要时间消化库存。

图3：各行业累计利润增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图4：产成品库存上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、仍需政策支持企业渡过难关

我国经济在缓慢恢复过程中，1季度经济暂停，2季度经济仍然未能恢复正常运行，加之全球经济停滞，给我国带来压力。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3季度利润可能有所反复，4季度再次好转。

利润长时间负增长预示人员工资、社会消费和投资等经济指标均会受到影响。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。

两会报告把 2020 年 CPI 目标定于 3.5%，意味着货币仍然有足够的空间，而 CPI 很可能在 4 季度快速下滑，对货币的压制降至最低。

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。我国经济 V 型反转的可能性已经消失，经济可能处于缓慢的 U 型反转，而在缓慢复苏的过程中需要货币政策给予支持，而不用过多担忧货币带来的经济过热。

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

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_4282

