

宏观点评报告

2020年5月27日

工业企业盈利压力并未减缓，需要强力的政策支持

4月工业企业利润点评

核心内容：

分析师

1、利润逐步回升，但压力并未减弱

4月份工业企业利润增速下行幅度减弱，工业生产和经济生活有所恢复，但工业品出厂价格大幅走低，企业利润增速虽然逐步好转，但是仍然处于弱势，未来压力并未减弱。5月份我国生产受到订单考验，生产增速有限，同时产成品库存继续上行，压制未来的生产。出厂价格处于低位，虽然原油回升可能带来5月份PPI降幅减弱，但原油仍然受到需求考验，价格仍然处于低位。5月份预计工业企业利润有小幅恢复，但2、3季度单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。

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、中下游行业利润继续恢复

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，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。

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。4月份产成品库存上行10.6%，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

我国经济衰退已经成为定局，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。

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。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

一、利润逐步回升，但压力并未减弱

4月份工业企业利润增速下行幅度减弱，工业生产和经济生活有所恢复，但工业品出厂价格大幅走低，企业利润增速虽然逐步好转，但是仍然处于弱势，未来压力并未减弱。5月份我国生产受到订单考验，生产增速有限，同时产成品库存继续上行，压制未来的生产。出厂价格处于低位，虽然原油回升可能带来5月份PPI降幅减弱，但原油仍然受到需求考验，价格仍然处于低位。5月份预计工业企业利润有小幅恢复，但2、3季度单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月份工业企业实现利润总额4781.4亿元，同比增长-4.3%，单月增速回升；1-4月份工业企业累计实现利润12,597.9亿元，累计增速-27.4%。

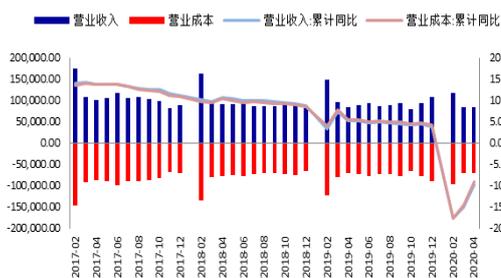
我国工业利润仍然下滑，4月单月下月幅度减弱，主要是由于生产和销售缓慢恢复。4月份工业生产增速3.9%，工业生产在2月份几乎停滞，3、4月份缓慢恢复，经济逐步重启，企业利润的单月回升是经济恢复带来的。

工业利润仍然承压，生产未来桎梏较多，而产品价格仍然回落，量价两方面并不支持工业利润持续回升，预计本年度工业利润仍然负增长。4月份工业生产虽然回升，但是产成品库存也随之上行，表明销售回升并不顺利，库存的上行压制未来的生产。同时海外订单的减弱也压制生产，我国出口并不理想，需要等待全球经济逐步恢复，出口缓慢上行生产才能稳定。价格也是利润承压的因素，PPI持续下滑，4月份跌至-3.1%。铁矿石价格上行，但煤炭、原油价格仍然下降，带动能化产品出厂价格持续走低。

5月份的工业利润单月增速可能继续回升：(1) 4月工业生产回升，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下行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，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。

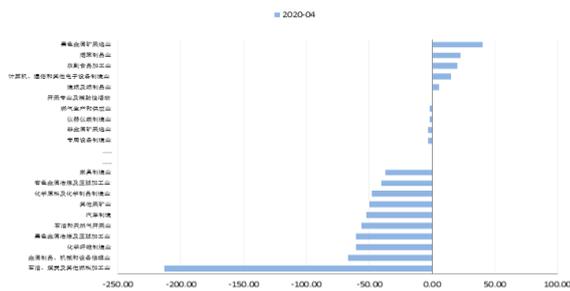
上中下游行业中，中游和下游行业的利润有所恢复，上游利润继续下降。4月份，经济生活逐步恢复，拥有订单的企业生产加快，下游行业利润比1-3月份增加12.59个百分点，中游行业增加9.8个百

分点。计算机、通信和其他电子设备制造业利润回升了 27 个百分点至 15%，船舶、仪器仪表、通用设备、专用设备等行业利润均有上行。原油价格大跌 36 个百分点至 -56.4%，原油加工产业利润增速 -213%，原油价格下跌带动采掘行业利润走缓。

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。5 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，利润可能有小幅的恢复。

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。4 月份产成品库存上行 10.6%，产成品库存快速累积，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、政策支持需加强以阻止衰退

我国经济衰退已经成为定局，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。

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

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接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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_4855

