



Q2弱复苏延续，长债预计震荡

——2月工业企业利润数据点评

2020年4月27日

固定收益 点评报告

分析师	张怀志 电话: 010-66554090 邮箱 zhanghz@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519080004
研究助理	贾清琳 电话: 010-66554042 邮箱 jiaql@dxzq.net.cn	

事件：

2020年4月27日，国家统计局发布3月规模以上工业企业利润数据。

今年1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额7814.5亿元，同比下降36.7%（前值为-38.3%）；3月份，规模以上工业企业实现利润总额3706.6亿元，同比下降34.9%。

观点：

多重压力来袭，经济弱复苏态势延续，“V型”反弹证伪。3月随着复工复产加快规模以上工业企业利润降幅小幅缩窄，但预计经济延续弱复苏态势，第一，国内疫情施行常态化防控等影响，经济活动仍低速运行，从产成品存货周转天数看，3月较2月改善（26.1缩短为23.1），但与19年16.9天比差距仍大；第二，海外疫情的冲击即将到来，企业缺少订单，开工率低；第三，内需不振，生产大于需求，产成品存货增长扩大，8.7%至14.9%；第四受国际原油价格影响，PPI通缩加剧，短期内难有改善，工业企业利润承压。

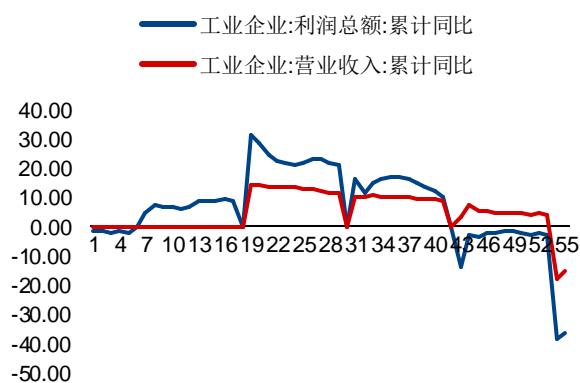
工业各行业间有分化，整体有所好转，但降幅仍大。1-3月，41个工业大类行业中，仅烟草制品和农副产品加工2个行业的利润总额同比增加，其余39个行业均减少。制造业分类下的28个行业中，在1-2月份是有14个行业利润同比降幅超过50%，而在1-3月份有5个行业利润同比降幅超过50%，有明显好转，但石油、煤炭及其他燃料加工业和汽车制造业降幅扩大明显。

防疫以及物流成本上升可能拉高营业成本，企业成本上升。1-3月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为84.76元，环比增加了0.69元。随着3月大面积复工复产的启动，企业需要指出规范化防疫的成本，进而推升了企业成本，因为企业在防疫物资投入、员工隔离与防范等方面持续投入，这将成为工业企业长期的成本与费用；此外，国内外物流等成本也持续高企，这也将进一步挤压企业利润。

从企业的所有制来看，国有控股企业利润降幅扩大，可能与石油、煤炭及其他燃料加工业降幅扩大有关（-187.9），上游行业多数以国资为主。私营企业和小型企业盈利改善最为明显，说明3月复工复产情况良好。3月份，私营企业利润同比下降20.1%，降幅比1—2月份收窄16.5%；小型企业利润下降17.0%，降幅收窄23.7%；外商及港澳台商投资企业利润下降38.9%，降幅收窄14.7%。后续积极政策支持下私营和中小微企业的生产活动预计会继续修复。而国有控股企业利润总额同比增速降幅为45.5%，较前月扩大12.6%，可能与石油、煤炭及其他燃料加工业3月降幅巨大有关，因为这些行业多数以国有控股为主。

结论：

债市策略：弱复苏+货币宽松+财政发力=长端震荡态势，短端确定性相对高。从数据看，一季度企业经营虽有好转，但仍乐观，疫情管制对经济活动制约长期存在，营业成本上升，经济数据反弹难掩衰退特征，人均营业收入、利润率离正常经营活动水平相差甚远，二季度面临外需冲击和原油通缩，相关行业环比三月可能变差，拖累整体数据，整体看二季度经济复苏仍慢，“弱复苏+货币宽松+宽财政”局面延续，期限利差高位和资产荒大背景下，机构不得不加杠杆和拉长期，长端可能维持震荡态势，但仍有可能创新低。

图 1：1-3 月规模以上工业企业利润总额小幅缩窄


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 2：PPI 处在通缩区间一定程度上制约利润修复


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 1：企业常态化防疫成本推动营业收入成本上升


数据来源：东兴证券研究所, Wind 资讯

风险提示：政策不及预期，经济超预期修复

分析师简介

分析师：张怀志

固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参与专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究，多篇研究成果被改革内参、凤凰财经、华尔街见闻转载。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_5564

