

宏观点评报告

2019年6月28日

工业企业利润增速出现反转，趋势不可持续

5月工业企业利润点评

核心内容：

1、工业利润增速单月上行，下滑趋势不变

1~5月份工业企业实现利润总额23790.0亿元，同比增长-2.3%，比1~4月份上行0.9个百分点，5月份单月增长1.1%。5月份营业收入增速平稳，营业成本略有上行，但企业利润回升。5月份工业增加值下行，PPI同比小幅回落，工业企业量、价同时回落，但利润上行，减税效果显现可能是一个解释原因。5月份营收总额提高，单月的利润收入比达到6.45%，利润总额随之提高。另外，2018年5月份单月利润6070亿元，2019年单月利润5655亿元，比值仍然为正增长，可能是统计局剔除了今年不合规模的工业企业。

2、企业营收平稳，未来预期回落

1~5月份工业企业营业收入保持平稳，同比增长5.1%。5月份企业生产并未回升，反而有所减弱，但营业收入增速平稳，剔除掉不合格的工业企业，规模以上工业企业营收较为平稳。

下行的经济周期仍然没有结束。历史数据显示，6月份的营业会更加活跃，但考虑到制造业的弱势和贸易摩擦的影响，6月份营业收入可能小幅下滑。从产成品库存来看，5月份重新回落0.8个百分点至4.1%，库存周期可能仍然需要1个季度走完。制造业PMI新订单继续回落，6月份生产不乐观，同时产成品库存继续回落。

3、企业杠杆回落，利息支出下滑

1~5月份工业企业资产负债率保持平稳56.8%。资产增长速度6.3%，比上月回落0.1%，负债增长速度5.3%，比上月回落0.2%。负债回落速度更快是资产负债率下行的原因，但同时也说明企业对未来经营信心减弱。预计企业资产负债率下行空间并不大，可能维持震荡。工业企业财务费用和利息支出明显减弱，企业减负已经得到成效。今年在货币政策宽松，经济政策“稳增长”的预期下，企业利息支出可能维持低位。

4、利润向中上游行业移动

1~5月份上中游的利润增速回升，下游利润增速保持平稳。贡献较大的行业是煤炭和设备制造，煤炭价格的上行是随黑色行业景气度提高而来。设备制造业来自于制造业的设备更新，但由于制造业的弱势，预计这种趋势不能持续。今年以来，利润增速明显向上游和中游转移，下游行业利润受到压制，中游行业的利润占比增强，钢铁贡献较大。

5、利润增速下半年重新回落

1季度我国利润增速负增长，5月份利润增速回暖，下跌幅度减弱。企业生产在5月份回落，我们认为6月份企业生产可能不及预期，但有减税的影响，同时，小企业被剔除规模以上行业统计，使得统计数据回暖。

1~5月份国有企业利润大幅下滑，几乎腰斩，与本月工业企业利润数据相反。同时从量、价上考虑，利润增速都应下滑，可能原因（1）减税对企业利润做出正面贡献；（2）小企业经营更为困难，更多企业从统计中剔除，生产企业转型服务业等因素。利润持续好转可能很快结束，重新筑底。

下半年情况较为复杂，中美贸易摩擦升级，对制造业的影响会逐步展开，外需减弱带动出口制造业回落。加之中上游利润占比提升，挤压下游行业利润，会让下游行业经营更为困难，减少进一步的投入和生产，从而下游利润继续下滑。下半年PPI预计会回到负增长，出厂价格的减弱同样会影响营收，从而企业利润下滑。即使上半年企业利润有回正态势，但下半年仍然会有反复。

需要注意到，上中游利润和下游利润走势相反，上中游行业挤压了下游行业利润，同时终端需求较为疲弱，下游行业经营更为困难。中上游利润走高，也主要源于房地产的高开工和基建项目的投放，钢厂保持高利润，促使铁矿石价格创出5年新高，同时焦煤焦炭同样走高。政策的支持和行业产能的集中使得上游行业价格居高不下，对非地产的下游行业产生压制，这种情况需要政策的转变以及终端需求的挤压才可能改变。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

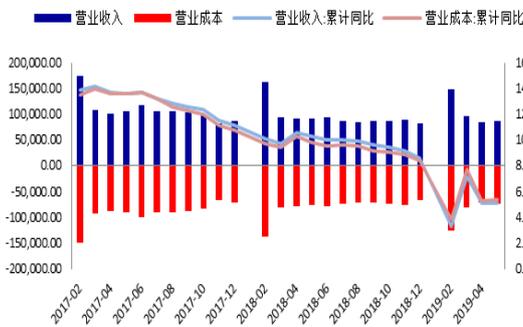
一、工业利润单月上行，下行趋势不变

1~5 月份工业企业实现利润总额 23790.0 亿元，同比增长-2.3%，比 1~4 月份上行 0.9 个百分点，5 月份单月增长 1.1%。

5 月份营业收入增速平稳，营业成本略有上行，但企业利润回升。5 月份工业增加值下行，PPI 同比小幅回落，工业企业量、价同时回落，但利润上行，减税效果显现可能是一个解释原因。

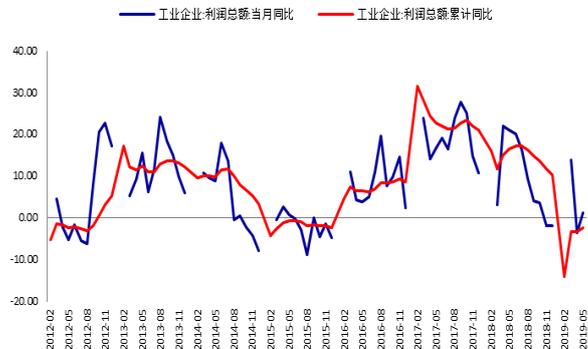
5 月份营收总额提高，单月的利润收入比达到 6.45%，利润总额随之提高。另外，2018 年 5 月份单月利润 6070 亿元，2019 年单月利润 5655 亿元，比值仍然为正增长，可能是统计局剔除了今年不合规模的工业企业。

图 1：营业收入和营业成本变化（%，亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：企业利润当月同比回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：单月利润收入比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、企业营收平稳，未来预期回落

1~5 月份工业企业营业收入保持平稳，同比增长 5.1%。5 月份企业生产并未回升，反而有所减弱，但营业收入增速平稳，剔除掉不合格的工业企业，规模以上工业企业营收较为平稳。

下行的经济周期仍然没有结束。历史数据显示，6 月份的营业会更加活跃，但考虑到制造业的弱势和贸易摩擦的影响，6 月份营业收入可能小幅下滑。从产成品库存来看，5 月份重新回落 0.8 个百分点至 4.1%，库存周期可能仍然需要 1 个季度走完。

制造业 PMI 新订单继续回落，6 月份生产不乐观，同时产成品库存继续回落。

图 4：产成品库存小幅回落（%）



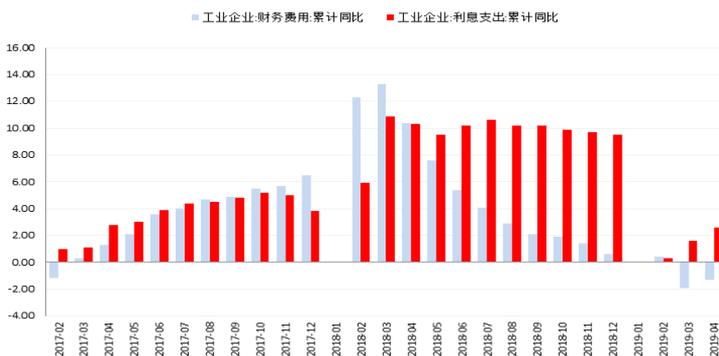
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、企业杠杆回落，利息支出下滑

1~5 月份工业企业资产负债率保持平稳 56.8%。资产增长速度 6.3%，比上月回落 0.1%，负债增长速度 5.3%，比上月回落 0.2%。负债回落速度更快是资产负债率下行的原因，但同时也说明企业对未来经营信心减弱。预计企业资产负债率下行空间并不大，可能维持震荡。

工业企业财务费用依然下行，企业财务费用减弱有可能是因为企业经营活动减弱。企业利息在 2018 年达到高点，2019 年 1~4 月份企业利息支出增速 2.6%，比 1~3 月份增加 1 个百分点，企业减负已经得到成效。今年在货币政策宽松，经济政策“稳增长”的预期下，企业利息支出可能维持低位。

图 4：工业企业财务费用和利息支出减弱（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、利润向中上游行业移动

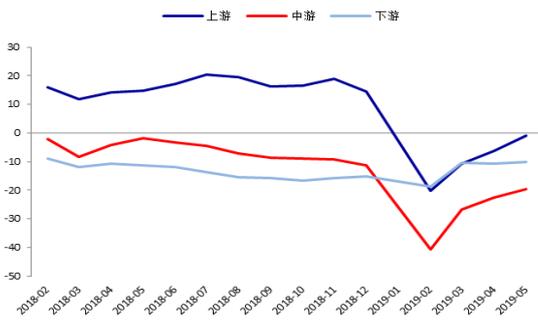
1~5 月份上中游的利润增速回升，下游利润增速保持平稳。上游行业利润增速下滑速度减弱，1~5 月份录得-0.95%，比上个月上行 5.30 个百分点，中游利润增速录得-19.59%，比上个月上行 3.08%。但是下游利润增速增长 0.70 至-9.97%。

1~5 月份，上游和中游利润总额占比分别为 9.75% 和 35.88%，下游行业利润占比为 54.33%。

贡献较大的行业是煤炭和设备制造，煤炭价格的上行是随黑色行业景气度提高而来。设备制造业来自于制造业的设备更新，但由于制造业的弱势，预计这种趋势不能持续。

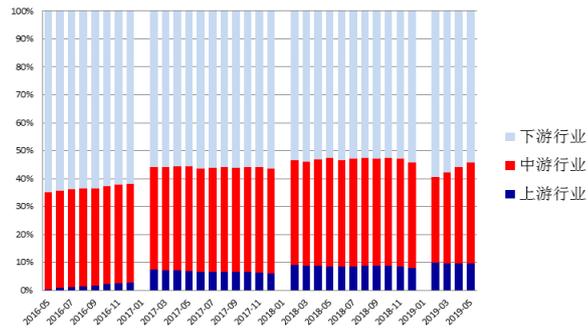
今年以来，利润增速明显向上游和中游转移，下游行业利润受到压制，中游行业的利润占比增强，钢铁贡献较大。

图 5：上中下游行业利润增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：下游行业利润占比继续下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

五、利润增速下半年重新回落

1 季度我国利润增速负增长，5 月份利润增速回暖，下跌幅度减弱。企业生产在 5 月份回落，我们认为 6 月份企业生产可能不及预期，但有减税的影响，同时，小企业被剔除规模以上行业统计，使得统计数据回暖。

但是下半年情况较为复杂，中美贸易摩擦升级，对制造业的影响会逐步展开，外需减弱带动出口制造业回落。加之上下游利润占比提升，挤压下游行业利润，会让下游行业经营更为困难，减少进一步的生产和生产，从而下游利润继续下滑。下半年 PPI 环比合同价格增长，出厂价格的减弱同样会影响营业

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_11764



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>