

## 销售增长加快与费用增速回落推动企业利润增速回升

—— 2019年5月工业企业利润点评

宏观点评

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

### 相关报告

宏观报告:量、价、利润率增速同步上行,企业利润增速显著回升——2019年1-3月工业企业利润点评

2019-4-27

### ● 销售增长加快与费用增速回落推动企业利润增速回升

2019年5月工业企业利润同比增长1.1%，前值为-3.7%。营业收入是企业利润增速回升的主要贡献，利润率是次要贡献。5月工业企业营业收入同比增长5.0%，4月份为-0.7%，一方面，2018年5月基数偏低；另一方面，五一假期与企业主动去库存导致销售增长加快，2019年5月营业收入环比增速为5%，是近几年同期高点。费用增速回落带动营业收入利润率回升，统计局解读稿里提到“四项费用增速回落影响全部规模以上工业企业利润增速比4月份回升2.6个百分点”。

对于三季度企业盈利，可能是减税对冲PPI增速下滑。不利的方面在于，2-4月工业品价格增速修复期已经结束，从CRB走势来看，PPI增速可能在三季度出现小幅负增长。有利的因素有两个，其一，当前产成品库存增速处于历史低位，若贸易条件不再明显变差，则工业增加值增速可能不再创新低；其二，增值税减税增厚企业利润，尤其是上游制造企业利润增厚幅度。

### ● 主动去库存还在延续

春节错位与增值税减税影响3-4月库存，4月库存短暂累积后，主动去库存延续。5月经济供需两弱，但在外需回落、高基数、工业品产销衔接能力下降等因素共同作用下，工业生产增速创下1991-2018年同期最低，5月产成品库存增速从4.9%降至4.1%。当前还处于主动去库存阶段，受春节错位、增值税减税等因素影响，3月供需旺盛，4月供需收缩，导致3月低库存、4月高库存，这些影响消退后，5月继续主动去库存。当前产成品库存增速距离2009年和2016年的底部已经不远，尽管各种领先指标均显示去库存可能还会继续，但处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键，若如此，建筑业（内需）能够对冲出口（外需）的下滑。

### ● 民营企业利润增速改善幅度好于国企

民营企业利润增速改善幅度好于国企。从结构上看，2019年1-5月国有及国有控股企业利润同比增速持平于-9.7%，民营企业利润增速从4.1%上升至6.6%。民营企业利润增速得到改善，主要得益于中游部分制造业利润好转，电子、电气机械、通用设备、专用设备等行业利润增速均有较大的提升。5月国企利润增速能够持平于前值，一定程度上是因为国际原油价格向国内成品油价格传导存在一个月左右的时滞，导致5月石油行业利润增速变化不大。但5月原油价格大跌，6月国内成品油价格两次下调，预计6月石油相关行业利润增速将明显回落，从而拖累国企利润增速。

### ● 风险提示：政策落实不及预期

## 目 录

1、 销售增长加快与费用增速回落推动企业利润增速回升.....	3
2、 主动去库存还在延续.....	5
3、 民营企业利润增速改善幅度好于国企.....	5

## 图表目录

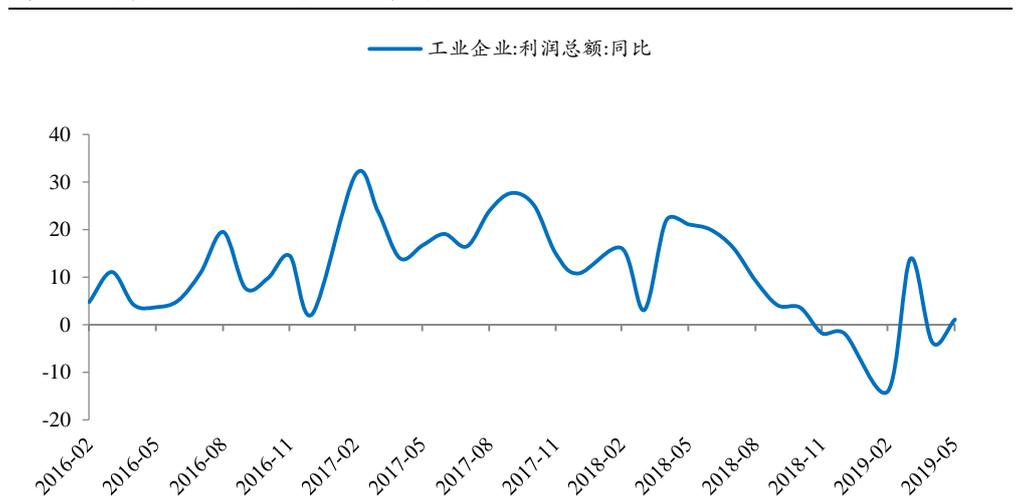
图 1: 5月企业利润增速回升 (%).....	3
图 2: 5月量价齐跌.....	3
图 3: 2018年5月营业收入环比增速偏低.....	4
图 4: 三季度PPI翘尾因素回落 (%).....	4
图 5: CRB走势预示三季度PPI增速趋于下行 (%).....	4
图 6: 库存增速与建安投资增速.....	5
图 7: 民营企业利润增速改善幅度好于国企 (%).....	6
图 8: 国企与民营企业资产负债率下降 (%).....	6

## 1、销售增长加快与费用增速回落推动企业利润增速回升

**销售增长加快与费用增速回落推动企业利润增速回升。**2019年5月工业企业利润同比增长1.1%，前值为-3.7%。根据公式“企业利润总额=营业收入\*利润率”，营业收入是企业利润增速回升的主要贡献，利润率是次要贡献。5月工业企业营业收入同比增长5.0%，4月份为-0.7%，一方面，2018年5月基数偏低；另一方面，五一假期与企业主动去库存导致销售增长加快，2019年5月营业收入环比增速为5%，是近几年同期高点。费用增速回落带动营业收入利润率回升，5月工业企业四项费用（管理、财务、销售、利息费用）合计同比增长6.2%，增速比4月份回落1.9个百分点，统计局解读稿里提到“四项费用增速回落影响全部规模以上工业企业利润增速比4月份回升2.6个百分点”。

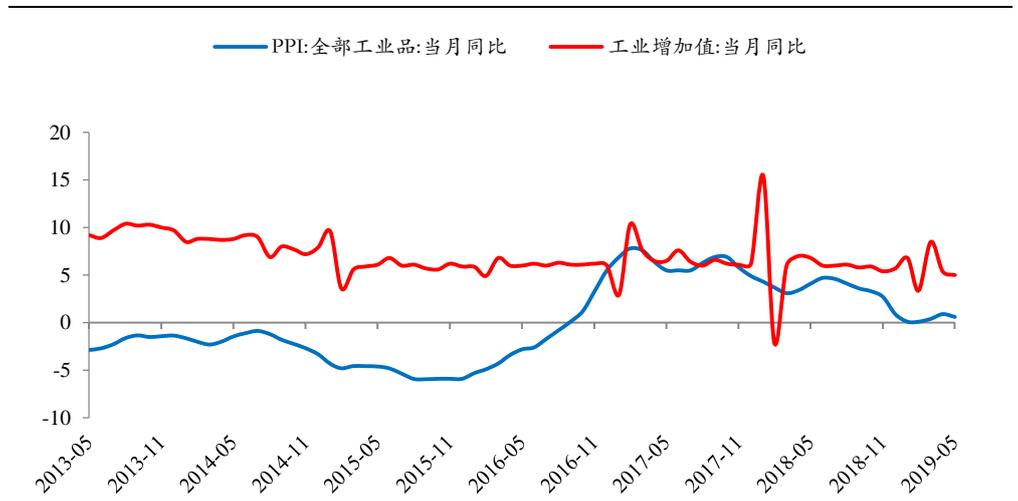
**对于三季度企业盈利，可能是减税对冲PPI增速下滑。**不利的方面在于，2-4月工业品价格增速修复期已经结束，从CRB走势来看，PPI增速可能在三季度出现小幅负增长。有利的因素有两个，其一，当前产成品库存增速处于历史低位，若贸易条件不再明显变差，则工业增加值增速可能不再创新低；其二，增值税减税增厚企业利润，尤其是上游制造企业利润增厚幅度。

**图1：5月企业利润增速回升（%）**



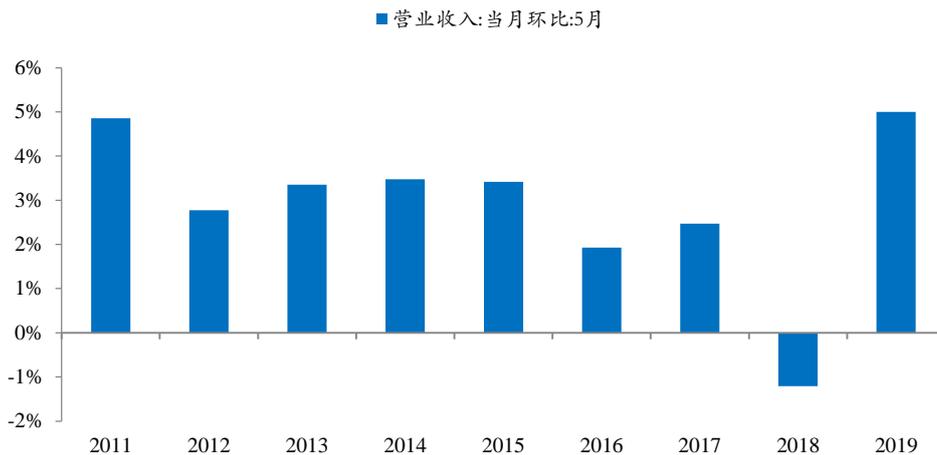
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2：5月量价齐跌**



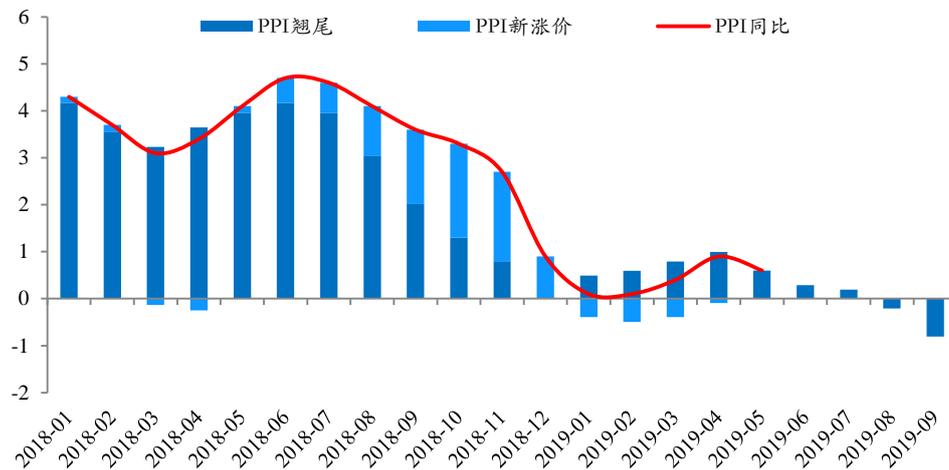
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2018年5月营业收入环比增速偏低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 三季度PPI翘尾因素回落 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： CRB 走势预示三季度PPI 增速趋于下行 (%)

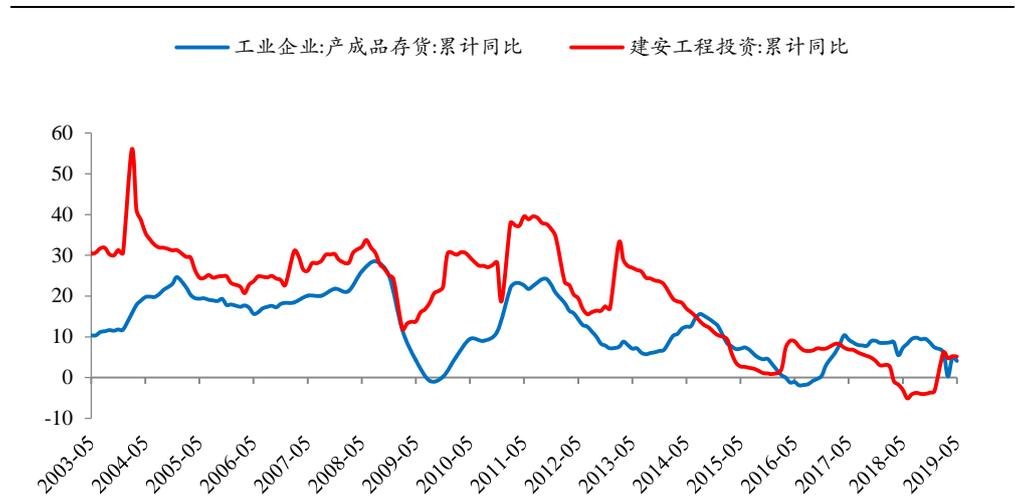


资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、主动去库存还在延续

**春节错位与增值税减税影响3-4月库存，4月库存短暂累积后，主动去库存延续。**5月经济供需两弱，但在外需回落、高基数、工业品产销衔接能力下降等因素共同作用下，工业生产增速创下1991-2018年同期最低，5月产成品库存增速从4.9%降至4.1%。当前还处于主动去库存阶段，受春节错位、增值税减税等因素影响，3月供需旺盛，4月供需收缩，导致3月低库存、4月高库存，这些影响消退后，5月继续主动去库存。当前产成品库存增速距离2009年和2016年的底部已经不远，尽管各种领先指标均显示去库存可能还会继续，但处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键，若如此，建筑业（内需）能够对冲出口（外需）的下滑。

**图6： 库存增速与建安投资增速**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

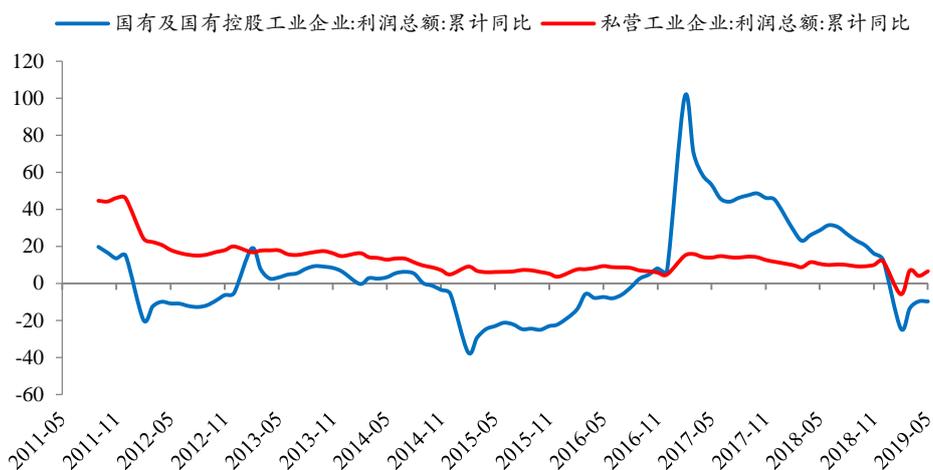
## 3、民营企业利润增速改善幅度好于国企

**民营企业利润增速改善幅度好于国企。**从结构上看，2019年1-5月国有及国有控股企业利润同比增速持平于-9.7%，民营企业利润增速从4.1%上升至6.6%。民营企业利润增速得到改善，主要得益于中游部分制造业利润好转，电子、电气机械、通用设备、专用设备等行业利润增速均有较大的提升。国企利润增速仍低于民营企业，5月国企利润增速能够持平于前值，一定程度上是因为国际原油价格向国内成品油价格传导存在一个月左右的时滞，导致5月石油行业价格环比涨幅还在扩大，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业利润增速变化不大。但5月原油价格大跌，布伦特原油现货价环比增速从7.6%降至-0.2%，6月12日起，国内成品油价格大幅下调，汽、柴油价格每吨分别降低465元和445元，6月25日起，汽油、柴油价格再度下调，预计6月石油相关行业利润增速将明显回落，从而拖累国企利润增速。

**货币政策微调，企业部门杠杆率平稳下降。**逆周期政策下，一季度经济开局良好，但同时杠杆率也在抬头，尤其是企业部门杠杆率快速上升。4月以来，货币政策微调，经济与金融数据回归常态，工业企业资产负债率平稳下降，5月末民营企业

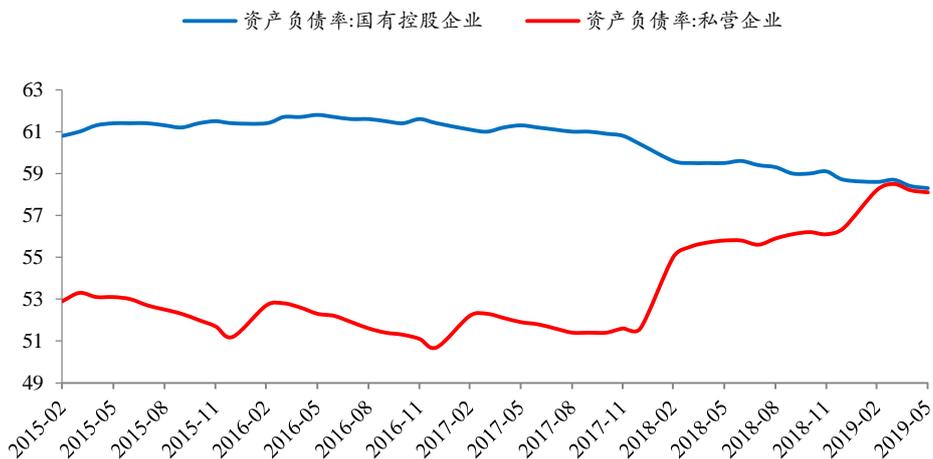
业资产负债率从 58.2% 降至 58.1%，国企资产负债率从 58.4% 降至 58.3%。

**图7： 民营企业利润增速改善幅度好于国企 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 国企与民营企业资产负债率下降 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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\\_11784](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11784)

