



修复动能进一步增强，利润累计增速首次转正

——2020 年 1-10 月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2020 年 1-10 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，较 1-9 月大幅提高 3.1 个百分点。10 月当月，规上工业企业利润增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点，连续五个月双位数增长。
- **低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升。**10 月工业利润超预期跳升，原因主要有三：一是去年同期基数较低，有利于今年同比增速的提高。二是工业企业投资收益增加较多对利润的拉动作用突出，预计本月投资收益增速仍在 20% 以上。三是从“量、价、成本”三因素框架看，受益国内经济继续复苏、供需互动性加强，工业产品量、价、成本均继续改善也对利润高增形成有力支撑。如 10 月份生产资料 PPI 降幅较上月继续收窄，工业增加值和营收增速也均维持高位，同时企业成本费用压力持续缓解，工业企业营收与营业成本增速差已连续六个月回升。值得注意的是，剔除基数和投资收益等短期非经营性影响因素后，10 月份利润增速与上月（10.1%）大体相当，表明企业利润修复仅为稳健，并未出现过热。
- **分行业看，下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快。**一是受益于国内外需求回暖和大宗商品价格回升，10 月上游采矿业利润降幅较上月大幅收窄 20 个百分点以上。二是下游需求改善对上游利润的带动作用继续增强，1-10 月份上游原材料制造业利润同比下降 6.0%，降幅比 1-9 月份大幅收窄 9.1 个百分点，边际改善力度最为明显，同期中游和下游利润也继续修复，中游装备制造业仍是全年工业利润增长最大贡献板块。三是疫后国内经济结构调整持续加快，1-10 月份高技术制造业累计利润增速为 10.7%，高于同期整体工业 10 个百分点。
- **宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落。**10 月末，工业企业资产负债率为 56.6%，较上月降低 0.1 个百分点，企业加杠杆步伐继续放缓。其中，受益企业生产经营改善，工业企业资产增速连续 7 个月回升，是杠杆率放缓的重要原因；同时国内宽货币放缓，企业负债提升速度减慢，工业负债增速连续 5 个月低于资产增速，也有利于杠杆率趋稳。分企业类型看，国企、私企、外企加杠杆步伐均有所放缓，其中，前两者资产与负债增速均双双回落，表明宽货币放缓是其减少资本开支的主因；外企受益人民币资产回升和扶持政策显效，资产和负债增速延续抬升趋势，本月杠杆率虽环比回落，但较去年同期仍提高 0.5 个百分点。
- **需求超预期改善是库存增速转降主因。**10 月工业企业产成品存货累计同比增长 6.9%，较 9 月回落 1.3 个百分点。工业库存增速由升转降，或主因需求回暖下产品加快消耗，企业补库速度偏慢，如 10 月份 PMI 产成品库存和原材料库存指数，分别较上月回落 3.5 和回落 0.5 个百分点，前者回落幅度明显更多，反映出产成品库存下降速度要快于上游补库速度；同时分上中下游看，下游消费制造业库存增速下降更多，也显示需求改善带动企业库存进一步去化。预计随着需求持续改善，未来企业库存增速有望重回升势。

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

电话：010-68086480

邮箱：huwenyan21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升	3
（一）受益国内外需求继续渐进修复，工业品价格降幅继续收窄	3
（二）国内三大需求指标均明显改善，带动工业产销维持高位	3
（三）受益惠企政策显效和产销加快，企业成本费用压力持续缓解	4
（四）企业投资收益持续高增对利润修复的助推作用明显	4
二、下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快	4
三、宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落	6
四、需求超预期改善是库存增速转降主因	7

正文:

一、低基数效应、投资收益高增和需求改善，共致利润增速大幅跳升

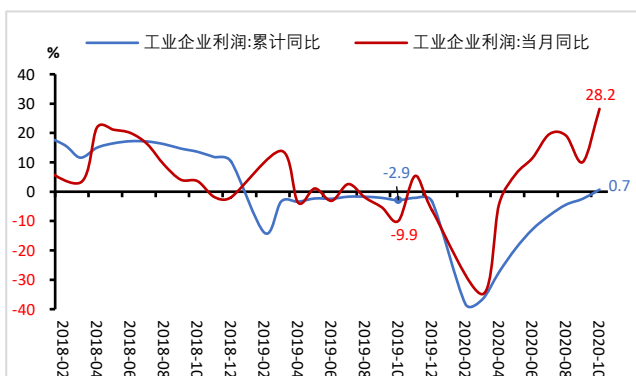
1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 50124.2 亿元，同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，较 1-9 月大幅提高 3.1 个百分点。其中，10 月当月规上工业企业利润增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点，连续五个月保持双位数增长（见图 1），恢复持续超出市场预期。

10 月工业利润超预期跳升，原因主要有三：一是去年同期基数较低，如去年 10 月规上企业利润增速为 -9.9%，为去年最低值，有利于今年同比增速的提高；二是工业企业投资收益增加较多对利润的拉动作用突出；三是从“量、价、成本”三因素框架看，受益国内经济继续复苏、供需互动性加强，工业产品价格稳中略升、产销维持高位、企业成本改善，均继续对工业利润高增形成支撑。值得注意的是，前两者均为短期非经营性影响因素，若剔除其影响后，10 月份利润增速与上月（10.1%）大体相当，表明企业利润修复仅为稳健，暂时无法判定经济已明显过热。具体来看：

（一）受益国内外需求继续渐进修复，工业品价格降幅继续收窄

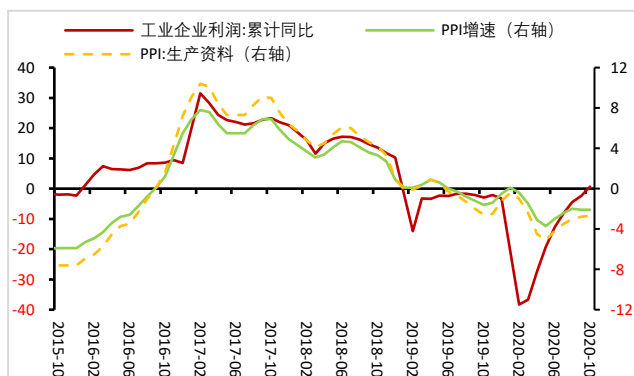
10 月份，国内工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别下降 2.1% 和 2.7%（见图 2），降幅较 9 月分别持平 and 收窄 0.1 个百分点。从历史经验看，PPI 尤其是生产资料 PPI 与工业企业利润增速具有很强的同步性，其降幅收窄，对利润改善形成一定支撑。近期美欧疫情虽再度加重，但得益于抗疫经验的积累，疫情封锁主要对各国服务业形成一定冲击，制造业受到的影响较小，仍在继续稳定修复，如 10 月份美、欧制造业 PMI 分别为 59.3 和 54.8，均处于荣枯线上方，较上月分别大幅提高 3.9 和 1.1 个百分点。因此，预计随着国内外投资、消费需求继续修复，全球定价的工业品价格有望持续回暖，对企业利润回升提供支撑。

图 1：10 月工业企业利润增速大幅跳升



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速与 PPI 增影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

（二）国内三大需求指标均明显改善，带动工业产销维持高位

10 月份，国内出口、消费、投资三大需求指标均明显改善，带动工业产销继续维持

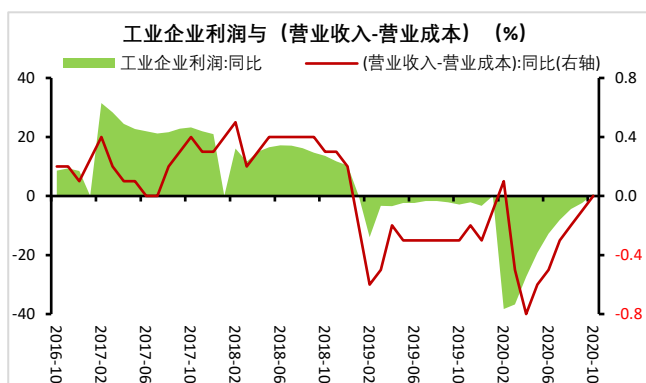
高位，扩大了企业盈利空间，对利润增长形成支撑。如生产端，10月份规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速与9月份持平，已连续三个月高于去年同期值；销售端，工业企业营业收入同比增长7%，增速较9月份继续加快0.5个百分点，刷新年内新高。

（三）受益惠企政策显效和产销加快，企业成本费用压力持续缓解

从百元营收成本看，减税降费、金融让利等惠企政策成效显现，叠加产品销售加快有利于摊薄单位产品成本，工业企业成本与费用均持续下降。如1-10月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为84.18元，已低于去年同期值0.1元，连续6个月环比下降；每百元营业收入中的费用为8.93元，较上月也降低0.01元。

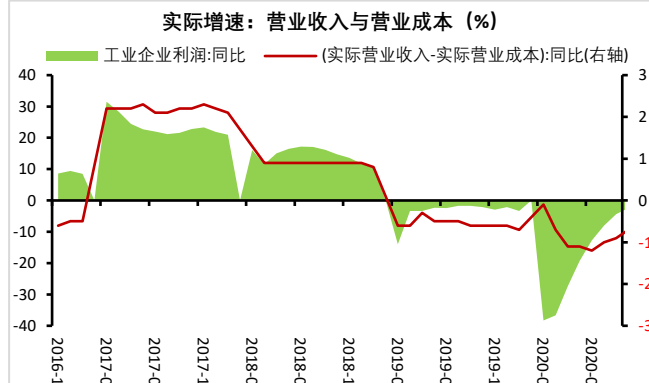
从营收与营业成本增速差看，1-10月份工业企业名义营收与营业成本增速差为0.0%，为年内首次转正，较1-9月提高0.1个百分点，连续6个月改善，表明企业成本端压力明显缓解（见图3），企业盈利状况持续好转。进一步剔除价格因素，观察工业企业实际营收与营业成本增速差，发现1-10月份该差额为-0.6%，较1-9月也提高了0.1个百分点，连续4个月回升（见图4）。

图3：企业利润增速与（营业收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信研究院

图4：企业利润增速与实际（营业收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信研究院

（四）企业投资收益持续高增对利润修复的助推作用明显

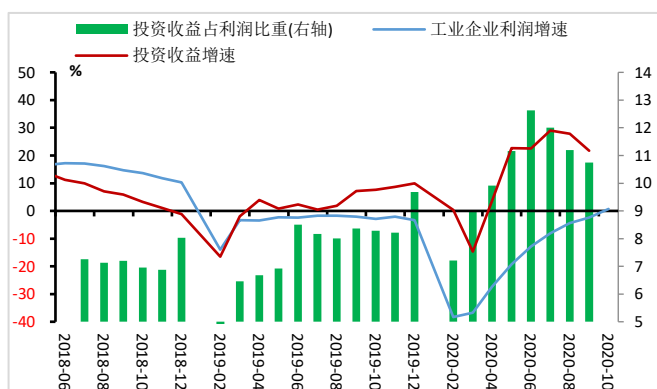
受益全球流动性宽松，企业融资便利性大幅提升，叠加年内资本市场行情向好，企业投资收益大幅增加，也对利润修复起到了较强的助推作用。如2020年1-9月份规模以上工业企业投资收益增速为21.7%，高出同期工业企业利润增速20个百分点以上，占工业利润的比重较去年同期提高约2.4个百分点（见图5）。10月份投资收益数据暂未公布，但根据统计局表态，预计对工业企业利润的支撑力度不减，增速大概率仍保持在20以上高位。

二、下游需求改善带动上游利润加速修复，新旧动能转换继续加快

分三大门类看，上游采矿业利润边际明显修复，制造业和电力热力燃气及水的生产供应业延续回升态势。如受益于国内外需求回暖和大宗商品价格回升，10月当月采矿业利润同比下降7.9%，降幅较9月份大幅收窄20个百分点以上；同时制造业和电力热

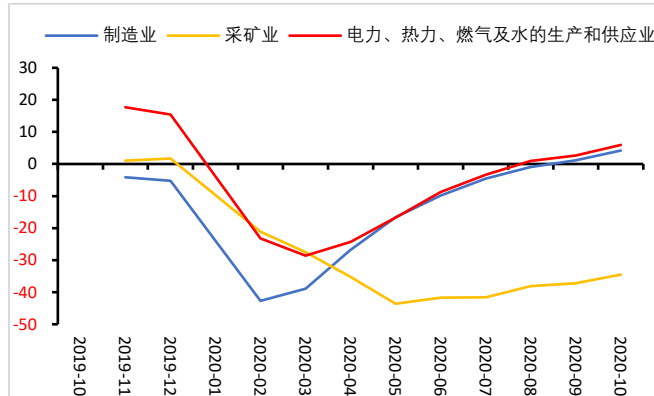
力燃气及水的生产供应业利润也继续回升,1-10月份两者利润增速分别为4.2%和5.9%,较1-9月份分别提高3.1和3.3个百分点(见图6)。

图5: 工业企业投资收益持续保持高增



资料来源: WIND, 财信研究院

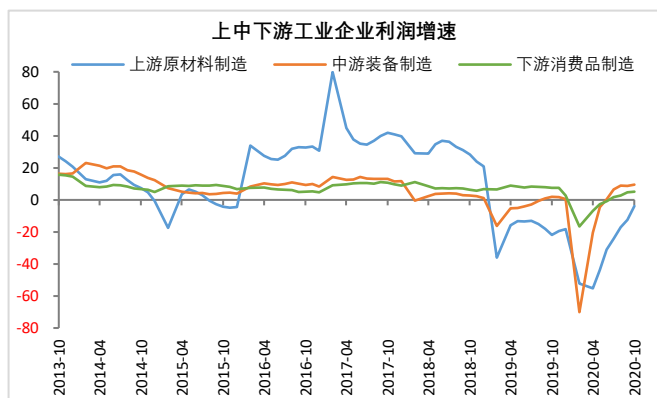
图6: 采矿业、制造业和电力行业利润均改善



资料来源: WIND, 财信研究院

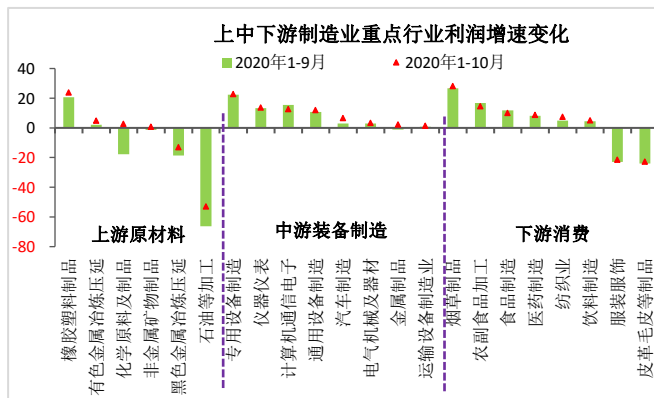
分制造业上中下游行业看,上游利润边际改善最为明显,中游利润贡献最大,下游利润持续修复。如受益于下游需求改善和大宗商品价格回升,1-10月份上游原材料制造业利润同比下降6.0%,降幅比1-9月份大幅收窄9.1个百分点;同期,在政策扶持显著、出口需求向好和国内消费升级需求改善支撑下,中游装备制造业同比增长9.6%,增速比1-9月份加快0.8个百分点,累计拉动规模以上工业利润同比增长3.2个百分点,是对工业利润增长贡献最大的板块;此外,受益需求改善,消费品制造业利润同比增长4.8%,增速比1-9月份也加快0.4个百分点(见图7)。具体分行业看,上游所有主要行业利润均明显改善,其中化工、石油行业改善幅度相对更大,累计增速较上月均提高10个百分点以上;中游通用、专用设备和计算机电子制造业延续双位数增长,汽车制造业利润也继续加快;下游饮料、纺织、医药等行业利润均较上月有所加快(见图8)。

图7: 制造业上中下游利润增速变化



资料来源: WIND, 财信研究院

图8: 制造业上中下游重点行业利润增速变化

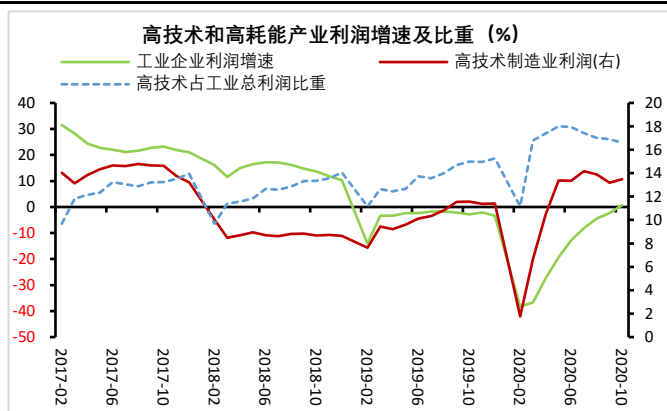


资料来源: WIND, 财信研究院

高技术制造业利润持续高增长,新旧动能转换加快。根据我们的统计数据,1-10月份高技术制造业累计利润增速为10.7%,较1-9月提高1.4个百分点,高于同期全部工业10个百分点,表明疫后我国经济结构调整明显加快(见图9)。此外,从利润占比看,1-10月份高技术制造业利润在工业利润的比重为16.6%,较去年同期提高1.6个百

分点，也反映出国内新动能的力量不断增强。预计在政策大力支持和国内供给侧改革、消费升级大趋势下，经济结构转型升级已步入加速期。

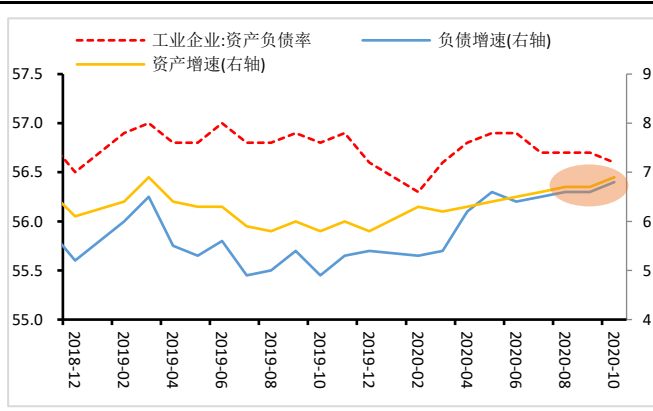
图 9：高技术制造业利润增速仍大幅高于工业



资料来源：WIND，财信研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

图 10：企业加杠杆步伐趋缓



资料来源：WIND，财信研究院

三、宽货币放缓叠加资产增速回升，共致企业杠杆率继续回落

10月末，工业企业资产负债率为56.6%，较上月降低0.1个百分点，企业加杠杆步伐继续放缓。一方面，经济持续向好，企业生产经营改善，带动资产增速回升，是杠杆率放缓的重要原因，如截止10月末，工业企业资产增速已连续7个月回升，且工业资产增速已连续5个月高于负债增速（见图10）。另一方面，受国内宽货币节奏放缓影响，企业负债增速提高速度减慢，整体也有利于杠杆率趋稳。

图 11：三部门杠杆率均缓慢回落

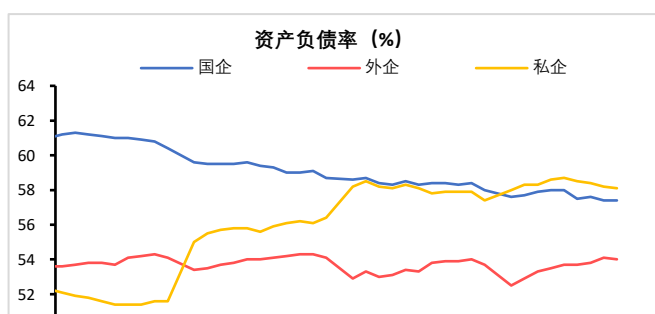
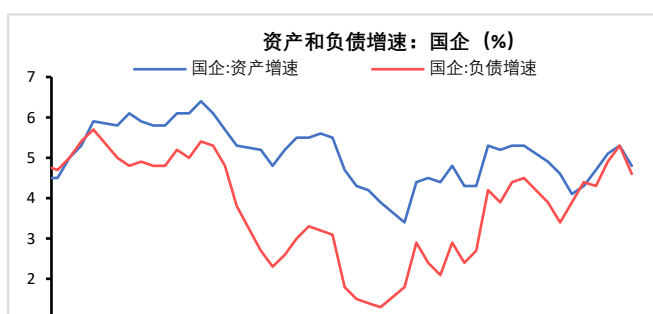


图 12：国企资产负债增速均回落



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_1210

