

5月企业利润增速可能继续回落

—— 2019年4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

● 量价齐跌,5月企业利润增速可能继续回落

2019年4月工业企业利润同比下降3.7%,增速较3月明显回落,主要受量和利润率增速的拖累。5月企业利润增速可能继续回落。从量上来看,5月(截至5月24日)发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.62%,高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.53%,同时,欧美日制造业PMI处于仍下行趋势,关税清单上的商品出口增速持续下行,叠加5月基数仍高,出口预计仍然负增长,拖累制造业生产,因此,5月工业增加值增速可能继续回落。从价上来看,4月大宗商品价格指数(BPI)环比降幅从0.07扩大至0.67%,5月(截至5月27日)BPI环比降幅扩大至2.2%;4月流通领域重要生产资料价格环比增速从0.82%下降至0.43%,5月中上旬环比降幅扩大至1.38%,因此5月PPI环比增速很可能出现下滑,同时,2-4月PPI低基数时期已过,随着基数再度抬升,预计5月PPI同比增速出现回落。

● 主动去库存应还在延续

4月末工业企业产成品存货同比增长4.9%,增速较3月末(0.3%)显著提高,这和春节错位、增值税减税影响3-4月工业产品需求释放节奏有关,如果将3-4月库存增速合并来看,则当前应该还是主动去库存阶段。

库存可能将处于筑底阶段。PPI增速领先产成品存货增速,PPI增速在2-3月企稳,从CRB走势来看,二季度PPI增速或继续在底部震荡,由此推断,库存可能将处于筑底阶段。央行在一季度货币政策执行报告中提到“产出缺口接近为零”,实体经济的供需关系可能大致均衡,同时,当前库存水平处于低位,库存周期特征可能不明显。

● 国企与民营企业利润增速分化

1-4月国有及国有控股企业利润同比降幅从-13.4%收窄至-9.7%,民营企业利润增速从7%下降至4.1%。国企利润增速仍低于民营企业,但改善幅度好于民营,这可能受到了增值税减税的干扰,中下游企业可能提前采购上游原材料以便在减税落地后能够得到更大的抵扣,4月该因素消退,中下游行业生产增速下降快于上游行业,而国企主要集中在上游行业,民营企业集中在中下游行业。

货币政策微调,企业部门杠杆率下降。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月货币政策微调,经济与金融数据回归常态,4月末工业企业资产负债率从57%降至56.8%,其中,民营企业资产负债率从58.5%降至58.2%,国企资产负债率从58.7%降至58.4%。

● 风险提示:贸易摩擦继续升级

目 录

1、 量价齐跌，5月企业利润增速可能继续回落.....	3
2、 主动去库存应还在延续.....	5
3、 国企与民营企业利润增速分化.....	6

图表目录

图 1: 4月企业利润增速显著回落 (%)	3
图 2: 4月量缩价升.....	4
图 3: 5月 PPI 翘尾因素明显回落 (%)	4
图 4: 5月 PPI 环比可能回落 (%)	4
图 5: 高频数据显示5月工业生产减速 (%)	5
图 6: 库存可能处于筑底阶段.....	5
图 7: 国企利润增速改善幅度好于民营企业 (%)	6
图 8: 国企与民营企业资产负债率下降 (%)	6

1、量价齐跌，5月企业利润增速可能继续回落

2019年4月工业企业利润同比下降3.7%，增速较3月明显回落，工业企业利润可以大致从量、价和主营业务利润率增速三方面解释，4月企业利润增速回落主要受量和利润率增速的拖累。

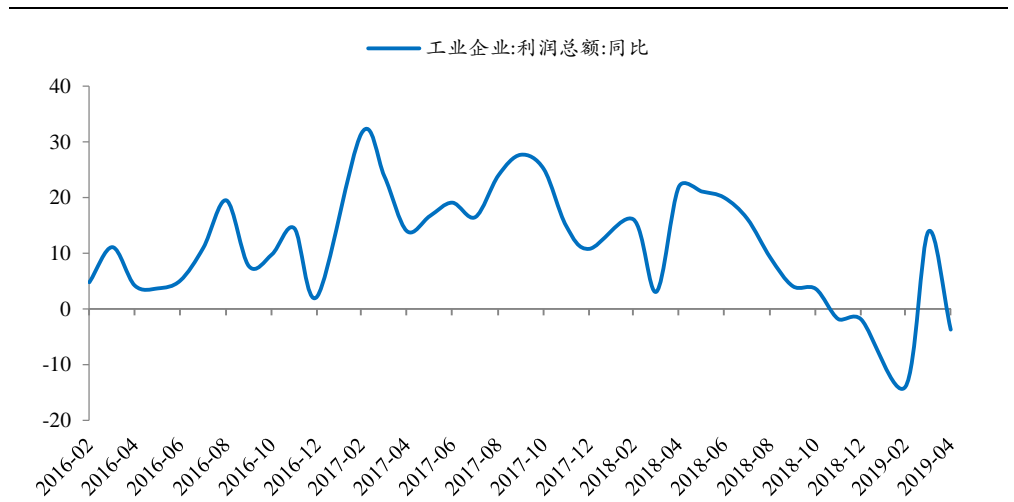
从量上来看。4月工业增加值同比增速较3月大幅下降3.1个百分点，原因在于：其一，增值税减税影响。3月领导人就表示4月1日要下调增值税率，企业很可能提前采购上游原材料以便在减税落地后能够得到更大的抵扣，4月该因素影响消退，统计局新闻稿提到“由于4月1日起实施增值税税率下调，导致4月份部分工业产品需求在3月份提前释放”。其二，高基数。2018年4月工业增加值季调环比增速从0.37%上升至0.65%。

从价上来看。3月流通领域重要生产资料价格环比上升至0.82%，前期大宗商品价格上涨带动4月PPI环比增速进一步上升至0.3%，叠加低基数，PPI同比增速从0.4%上升至0.9%。

从利润率增速来看。3月主营业务利润率同比减少2.9%，增速较3月(0.48%)回落，主要原因是供需收缩，中下游行业利润率增速下降。

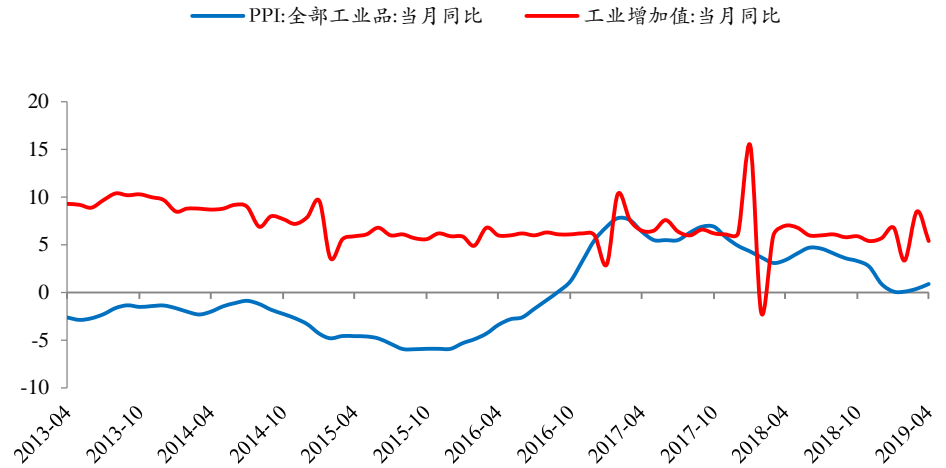
量价齐跌，5月企业利润增速可能继续回落。从量上来看，5月(截至5月24日)发电耗煤量同比降幅从5.32%扩大至18.62%，高炉开工率同比增速从4.03%降至-0.53%，同时，欧美日制造业PMI处于仍下行趋势，关税清单上的商品出口增速持续下行，叠加5月基数仍高，出口预计仍然负增长，拖累制造业生产，因此，5月工业增加值增速可能继续回落。从价上来看，4月大宗商品价格指数(BPI)环比降幅从0.07扩大至0.67%，5月(截至5月27日)BPI环比降幅扩大至2.2%；4月流通领域重要生产资料价格环比增速从0.82%下降至0.43%，5月中上旬环比降幅扩大至1.38%，因此5月PPI环比增速很可能出现下滑，同时，2-4月PPI低基数时期已过，随着基数再度抬升，预计5月PPI同比增速出现回落。

图1：4月企业利润增速显著回落(%)



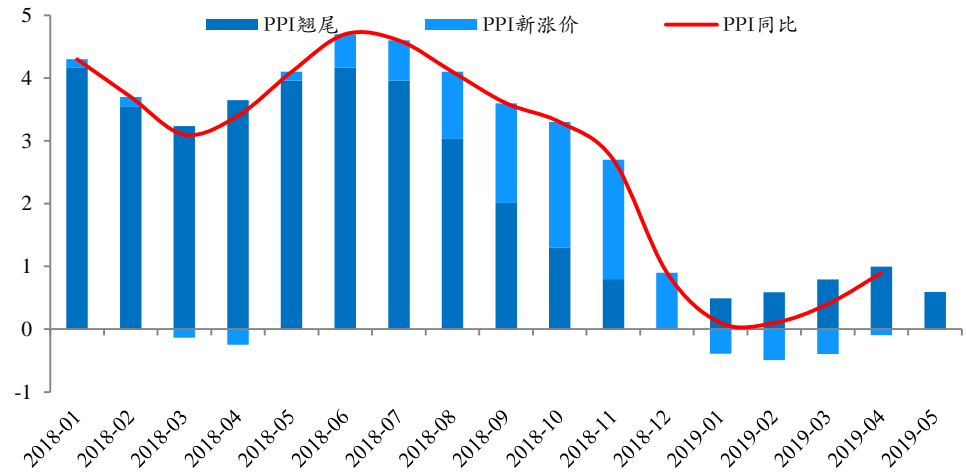
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 4月量缩价升



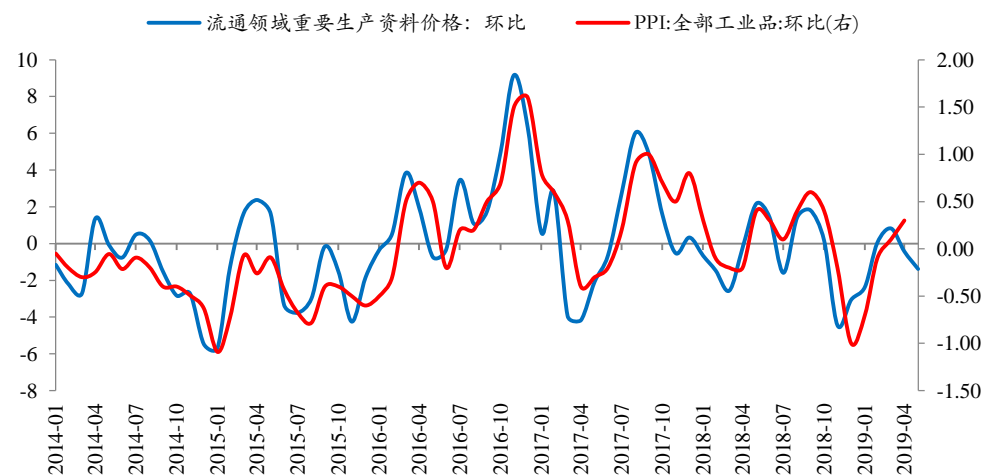
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 5月PPI翘尾因素明显回落 (%)

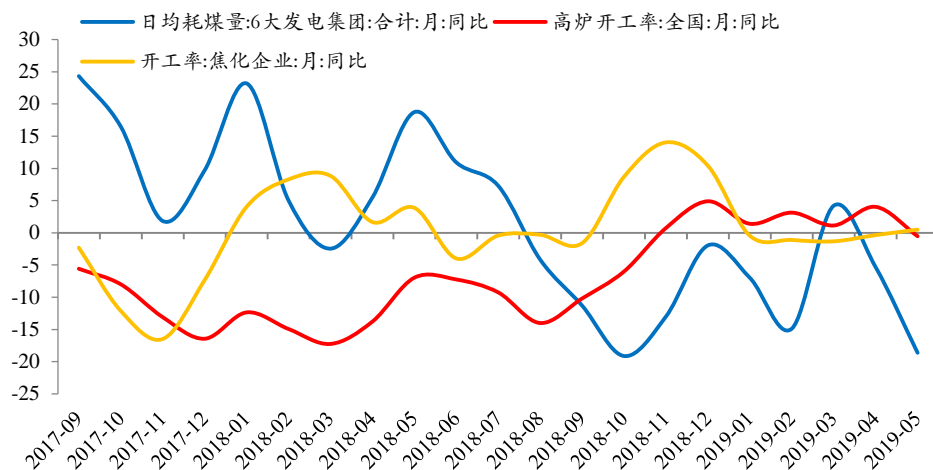


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 5月PPI环比可能回落 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 高频数据显示5月工业生产减速（%）

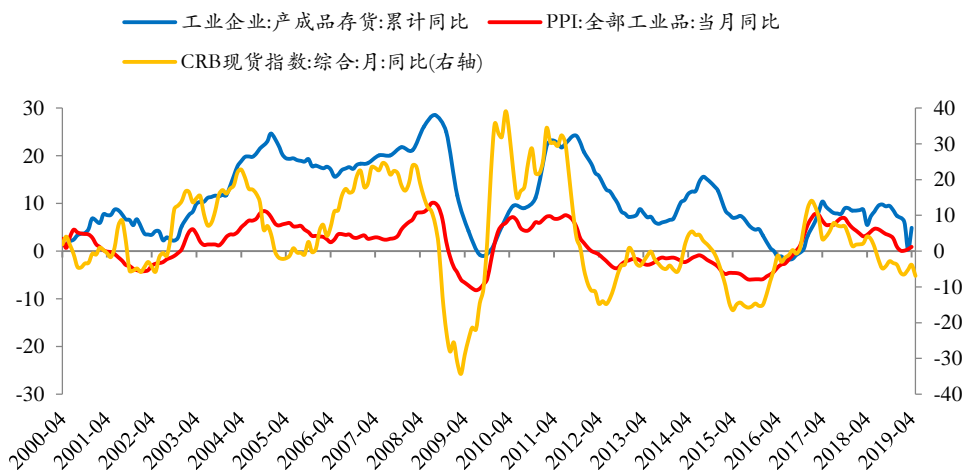
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、主动去库存应还在延续

春节错位与增值税减税影响3-4月库存，主动去库存应还在延续。4月末工业企业产成品存货同比增长4.9%，增速较3月末（0.3%）显著提高，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，从产销率来看，3月产销率显著高于过去4年同期水平，4月产销率则低于过去4年同期水平，这与库存走势相对应，和春节错位、增值税减税影响3-4月工业产品需求释放节奏有关，如果将3-4月库存增速合并来看，则当前应该还是主动去库存阶段。

库存可能将处于筑底阶段。PPI增速领先产成品存货增速，PPI增速在2-3月企稳，从CRB走势来看，二季度PPI增速或继续在底部震荡，由此推断，库存可能将处于筑底阶段。

筑底阶段库存周期特征可能不明显。受供给侧改革、环保限产以及低库存影响，2017-2018年库存周期钝化，虽然2019年初以来PPI增速不断修复，但也在零轴附近，结合央行在一季度货币政策执行报告中提到“产出缺口接近为零”，实体经济的供需关系可能大致均衡，同时，当前库存水平处于低位，库存周期特征可能不明显。

图6： 库存可能处于筑底阶段

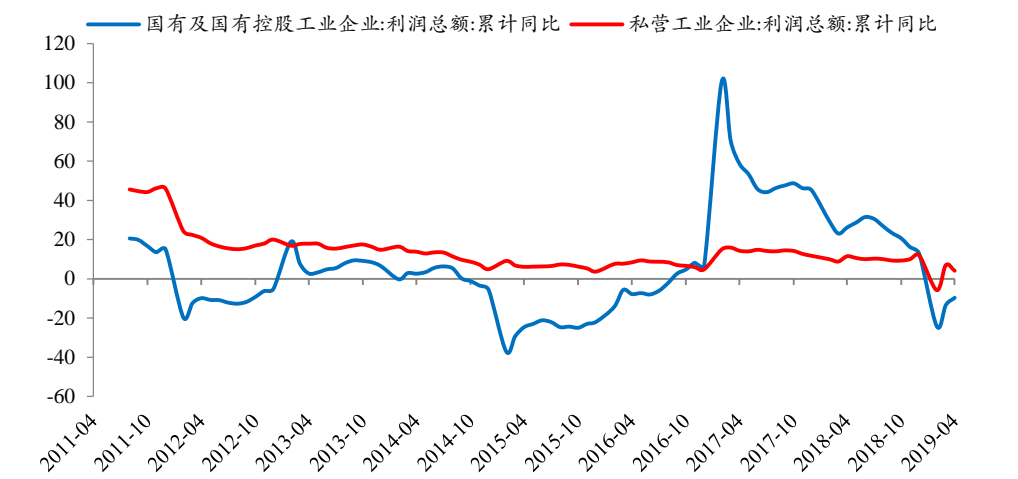
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国企与民营企业利润增速分化

国企与民营企业利润增速分化。从结构上看，2019年1-4月国有及国有控股工业企业利润同比降幅从-13.4%收窄至-9.7%，民营企业利润增速从7%下降至4.1%。国企利润增速得到改善，主要得益于钢铁、石油加工、石油开采、化工等主要行业利润好转，1-4月石油开采行业利润同比增长19.7%，增速比1-3月份加快9.4个百分点，钢铁、石油加工、化工行业利润同比分别下降28.1%、50.2%和16.0%，降幅比1-3月份分别收窄16.4、4.3和1.8个百分点。国企利润增速仍低于民营企业，但改善幅度好于民营，这可能受到了增值税减税的干扰，中下游企业可能提前采购上游原材料以便在减税落地后能够得到更大的抵扣，4月该因素消退，中下游行业生产增速下降快于上游行业，而国企主要集中在上游行业，民营企业集中在中下游行业。

货币政策微调，企业部门杠杆率下降。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月货币政策微调，经济与金融数据回归常态，4月末工业企业资产负债率从57%降至56.8%，其中，民营企业资产负债率从58.5%降至58.2%，国企资产负债率从58.7%降至58.4%。

图7： 国企利润增速改善幅度好于民营企业（%）



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（%）

— 资产负债率:国有控股企业 — 资产负债率:民营企业

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_12336

