

证券研究报告 / 宏观专题报告

库存周期探底，民企杠杆率提高

——2019Q1 工业部门发展全景扫描

报告摘要：

本篇报告全景展现 2019Q1 工业部门各项经济指标情况，选取 25 个主要行业作为考察对象。2019Q1 工业利润增速转负，下行压力较大。结构上则为下游>上游>中游，与过去两年上、中、下游逐级下降的特点完全不同。我们认为一季度利润表现上下游相对更好主要原因是成本端原因。一季度上中下游行业 PPI 增长中枢均下降，但中游行业下行最多，并且中枢录得负增长，大大减轻了下游行业成本端的压力。

工业增加值增速的结构是上游<下游<中游，但 PPI 增速结构与此完全相反，主因是供给侧改革，去产能行业增加值增速放缓、价格上涨。但去产能政策的效果正在减弱，工业产值与价格的相关性正在弱化，产能去化对利润增速已基本不再有带动作用。

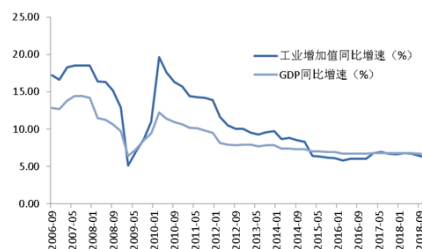
存货周期看，工业整体仍处于萧条阶段，但处于繁荣及衰退阶段的行业数量减少，进入萧条及复苏阶段的行业数量增加，工业较 2018 年末更接近底部，重点关注营收增速何时转正。

过去两年去杠杆政策持续推进，但工业企业整体杠杆率未降反升。尽管近期政策风向明显转变，但私营及股份制企业资产负债率仍在惯性上升，需等待减税降费、结构性货币政策等逐渐起效。多数行业资产负债率反弹超过前期均值，以上游行业居多。在未能明显提高生产效率的情况下去杠杆，持续性可能并不乐观。

固定资产投资增速滞后于利润增速，预计 2019 年工业企业固定资产投资增速大概率难以迅速企稳，维持低位。上游固定资产投资增速在当前经济景气下逆势抬升，存在一定过热风险。

我们将各个指标体系打分排序并加总，排名靠前的行业中既有代表转型升级力量甚至先进制造的行业，也有与基建和地产关系密切的行业。与 2018 年末相比，传统制造业相对较弱，中坚力量表现更佳。

决策层对“打硬仗”有清醒深刻的认识，减税降费等一系列政策不仅可以缓解今年经济、市场的外部压力，更有助于切实打造制造强国。长远地看工业部门的支柱力量并不在传统行业。供给侧改革带来的边际改善故事总有结局，通过强化高质量发展、培育壮大新动能来实现制造强国，才是永葆常青、国运昌盛之本。



相关报告

《经济企稳仍将至年中，消费回稳将成最大亮点——3月经济数据点评 20190418》

《4月政治局会议点评：破除旧刺激幻想，供给革命稳增长 20190420》

《讲完边际的故事，中坚力量在哪里？——2017年工业部门发展全景图 20180213》

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nescn

目 录

1、前言及数据说明	3
1. 利润增速转负，下行压力较大	3
1.1. 下游增速降幅最小，国企/中上游成为拖累	3
1.2. 中上游对负增长的“贡献”更大	4
1.3. 中坚力量表现整体向下，外需可能是主要扰动因素	5
1.4. 成本端压力下降是下游利润相对较好的主要原因	7
2. 工业增加值与价格相关性降低，去产能带动涨价及利润增长效果渐弱	7
3. 营收与库存增速放缓，库存周期继续探底	9
4. 杠杆率仍在上升，政策见效仍需时间	11
5. 固定资产投资增速回落，难以迅速企稳	14
6. 行业综合打分：经济的支柱力量	15
7. 打造制造强国是国运昌盛之本	17
图 1：工业利润增速结构（按产业链关系分）	4
图 2：利润同比减少的代表性行业：2019Q1 与 2018 全年贡献率比较	4
图 3：利润同比增加的代表性行业：2019Q1 与 2018 全年贡献率比较	5
图 4：25 个行业利润占比：2019Q1 与 2018Q1 比较	6
图 5：7 个行业出口交货值同比增速与利润占比同步下降	6
图 6：社会消费品零售总额同比增速	7
图 7：限额以上单位商品汽车类零售当月同比	7
图 8：GDP 增长与工业增加值趋势相同	7
图 9：工业增加值增速与 PPI 增速弱负相关（相关系数为 -0.21）	8
图 10：工业增加值增速与利润增速不再显著关联（相关系数为 0.08）	9
图 11：各行业主营业务收入排名	10
图 12：25 个行业所处库存周期阶段	11
图 13：2016 年至 2019Q1 不同所有制工业企业杠杆率	12
图 14：2019Q1 上中下游工业企业杠杆率环比变化	12
图 15：各行业 2019Q1 资产负债率环比变动	13
图 16：各行业资产负债率的历史比较	14
图 17：综合打分排序	16
表 1：行业选择及分类	3
表 2：固定资产投资占比前 10 大行业增速环比变动	15
表 3：固定资产投资增速下降最快的 10 个行业及其占比	15

1、前言及数据说明

4月末公布的2019 Q1工业企业利润同比-3.3%，增速大幅降低、延续此前的下行态势，结构上也发生了许多微妙的变化，至此一季度经济数据全面发布。

我们选取25个代表性的主要行业作为工业部门经济现状的考察对象，分为上、中、下游是为了更好展现企业之间的结构性特征，如下表所示；指标体系包括了价格、生产、收入、利润、投资、库存以及企业杠杆等。

表 1: 行业选择及分类

	行业名称
上游	煤炭开采和洗选业，石油和天然气开采业，黑色金属矿采选业，有色金属矿采选业，非金属矿采选业
中游	石油、煤炭及其他燃料加工业，化学原料及化学制品制造业，化学纤维制造业，橡胶和塑料制品业，非金属矿物制品业，黑色金属冶炼及压延加工业，有色金属冶炼及压延加工业，通用设备制造业，专用设备制造业
下游	农副食品加工业，食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业，烟草制品业，纺织服装、服饰业，家具制造业，造纸及纸制品业，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，医药制造业
公用事业	电力、热力的生产和供应业

注：由于公用事业的民生属性，此处单独列出考察。另外国家统计局2018年发文将“石油加工、炼焦和核燃料加工业”更名为“石油、煤炭及其他燃料加工业”。

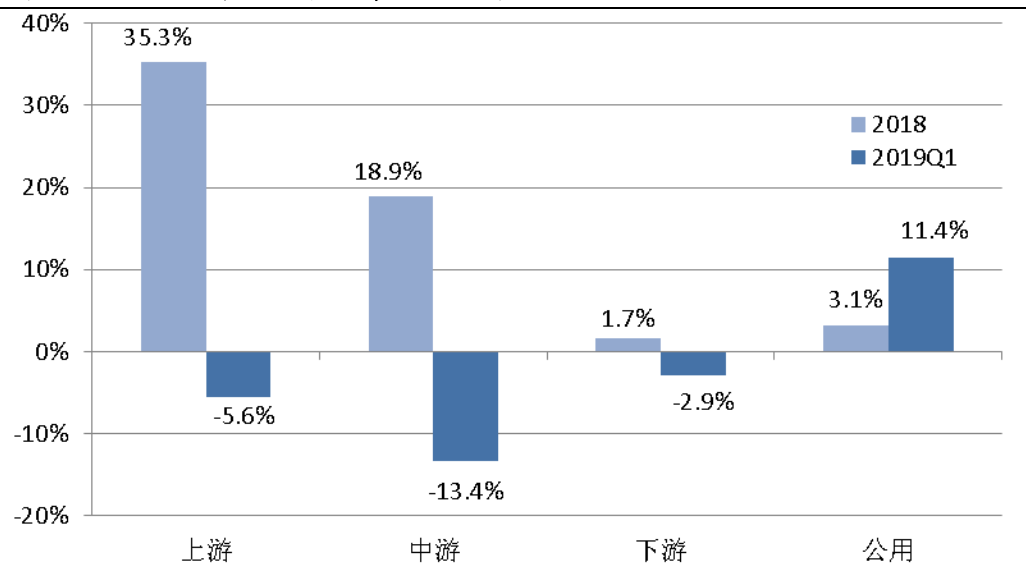
1. 利润增速转负，下行压力较大

1.1. 下游增速降幅最小，国企/中上游成为拖累

2019Q1工业生产企稳回升，工业增加值累计同比增速回升至6.5%（2018年末为6.2%、2019年1-2月为5.3%），但一季度全国工业企业利润同比增长却仅录得-3.3%，系2010年以来的最低值（剔除含春节效应的1-2月），延续了此前的增速下行趋势（2018年同比增速10.3%已较2017年的21%腰斩）。其中**私营工业企业利润同比增速7.0%、超出整体**，较18年下降4.9个百分点，小于股份制和国有企业，政策对民企的扶持作用加快显现，但考虑到民企的杠杆率的提升，我们认为民企的效率更高也是原因之一；**国企增速仅为-13.3%，较2018年大幅下降26个百分点**，成为拖累因素。

按产业链关系分，利润增速结构为：**下游>上游>中游**，这一结构与过去两年上、中、下游逐级下降的特点完全不同。2019Q1上游工业企业加权利润增速（按可比口径）-5.6%，显著低于2018年全年的35.3%；中游行业加权利润增速-13.4%，显著低于2018年全年的18.9%；下游行业加权利润增速-2.92%，低于2018年全年的1.68%。公用事业方面电力、热力的生产供应业利润增速11.4%，显著高于2018年全年的3.1%，延续此前的向好趋势（2017年为-15.4%）。**整体看，利润结构逆转，下游增速降幅最小，中上游成为拖累。**

图 1：工业利润增速结构（按产业链关系分）



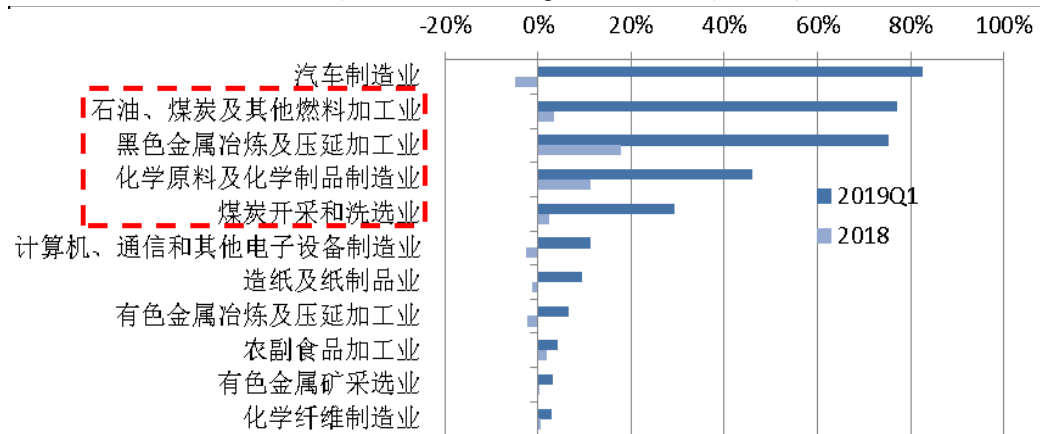
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 中上游对负增长的“贡献”更大

为了进一步观察利润边际变化的行业结构特征，我们测算了前述代表性行业对2019Q1 利润同比贡献率，发现 25 个代表性行业中有 11 个行业为正贡献（注意由于总利润负增长，贡献率为正的行业利润绝对量同比减少，而利润同比增加的行业贡献率为负）。

这 11 个对整体利润缩减有“贡献”的行业，按贡献率高低排序分别是：汽车制造业，石油、煤炭及其他燃料加工业，黑色金属冶炼及压延加工业，化学原料及化学制品制造业，煤炭开采和洗选业，计算机、通信和其他电子设备制造业，造纸及纸制品业，有色金属冶炼及压延加工业，农副食品加工业，有色金属矿采选业，化学纤维制造业（如下图所示）。

图 2：利润同比减少的代表性行业：2019Q1 与 2018 全年贡献率比较



数据来源：东北证券测算，Wind

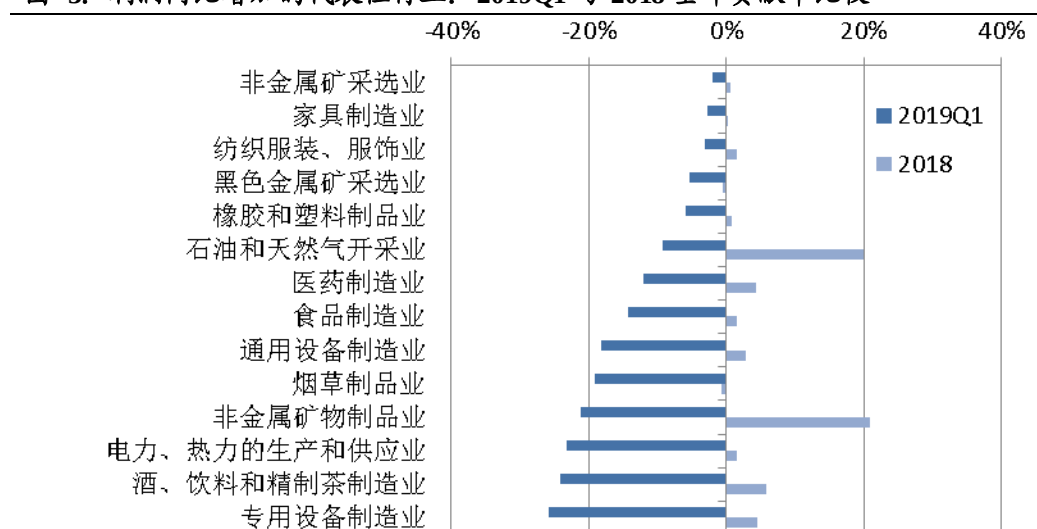
注：由于工业总利润负增长，贡献率为正意味着行业利润绝对量同比减少。

这 11 个行业中有 4 个行业在 2018 年全年与工业整体同步盈利、且利润同比贡献率居于前 10: 其中 1 个为上游行业, 即煤炭开采和洗选业; 3 个为中游行业, 分别是石油煤炭及其他燃料加工业, 黑色金属冶炼及压延加工业, 化学原料及化学制品制造业。

利润正增、“贡献”率为负数的 14 个行业分别为: 专用设备制造业, 酒、饮料和精制茶制造业, 电力、热力的生产和供应业, 非金属矿物制品业, 烟草制品业, 通用设备制造业, 食品制造业, 医药制造业, 石油和天然气开采业, 橡胶和塑料制品业, 黑色金属矿采选业, 纺织服装、服饰业, 家具制造业, 非金属矿采选业。其中 6 个为下游行业, 4 个为中游行业, 3 个为上游行业, 剩下的 1 个为公用事业。

整体看, 中上游对利润同比负增长的“贡献”大于下游; 下游行业中, 汽车制造业对利润整体缩减的“贡献”也颇为可观。

图 3: 利润同比增加的典型行业: 2019Q1 与 2018 全年贡献率比较



数据来源: 东北证券测算, Wind

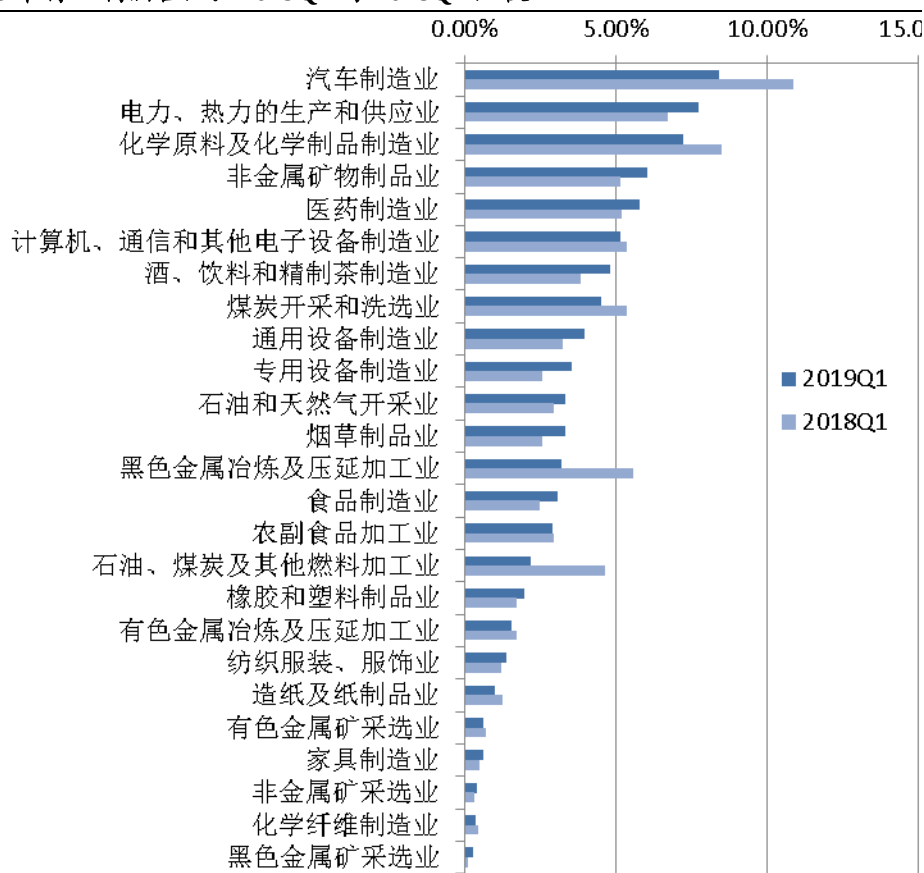
注: 由于工业总利润负增长, 贡献率为负意味着行业利润同比增加。

1.3. 中坚力量表现整体向下, 外需可能是主要扰动因素

前述利润正增长较为显著的行业, 一季度利润占比都较去年同期有明显提升。2019 Q1 利润占比前 10 的行业中有 6 个行业名次提升, 分别是电力、热力的生产和供应业, 非金属矿物制品业, 医药制造业, 酒、饮料和精制茶制造业, 通用设备制造业, 专用设备制造业, 利润在 2019 Q1 都是同比增加的。

但这些利润反弹最明显的行业, 并非是工业利润的主要贡献行业, 而“中坚力量”(利润占比最高的行业)则表现整体向下。在 2017、2018 两年全年利润占比最高的三大行业是汽车制造业, 化学原料及制品制造业, 以及计算机、通信及其他电子设备制造业, 这三大行业在 2019Q1 表现不佳, 利润占比同比下降: 汽车制造业的利润占比从 2018Q1 的 10.9%下降至 2019Q1 的 8.5%, 计算机、通信及其他电子设备制造业的利润占比从 2018Q1 的 5.4%下降到 2019Q1 的 5.2%, 化学原料及制品制造业的利润占比从 2018Q1 的 8.5%下降到 2019Q1 的 7.2%。

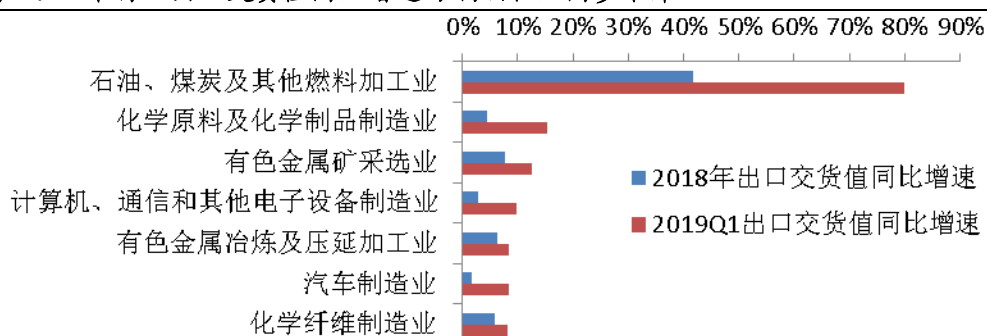
图 4: 25 个行业利润占比: 2019Q1 与 2018Q1 比较



数据来源: 东北证券测算, Wind

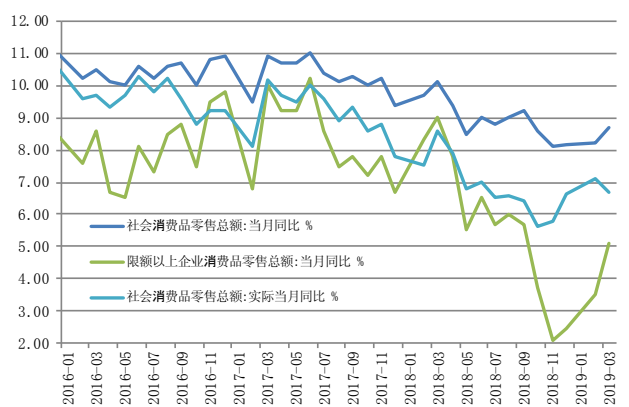
三大“中坚力量”的行业利润占比变化与外需增速同步, 2019Q1 出口交货值同比增速下降。如下图所示, 汽车制造业出口交货值累计同比增速从 2018 年全年的 8.5% 下降至 2019Q1 的 1.8%, 计算机、通信及其他电子设备制造业出口交货值累计同比增速从 2018 年的 9.8% 下降到 2019Q1 的 2.9%, 化学原料及制品制造业出口交货值累计同比增速从 2018 年的 15.4% 下降到 2019Q1 的 4.6%。有类似情况的行业还包括石油、煤炭及其他燃料加工也, 有色金属矿采选业, 有色金属冶炼及压延加工业, 化学纤维制造业。除外需外, 内需疲弱也有影响, 尤其在汽车, 2018 年汽车零售增速持续下降, 一直延续到 2019 年一季度, 3 月汽车类限额以上批发和零售零售额累计下降 3.4%。

图 5: 7 个行业出口交货值同比增速与利润占比同步下降



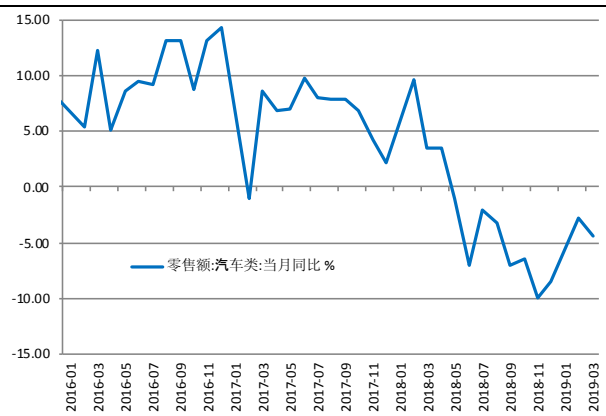
数据来源: 东北证券测算, Wind

图 6: 社会消费品零售总额同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 限额以上单位商品汽车类零售当月同比



数据来源: 东北证券, Wind

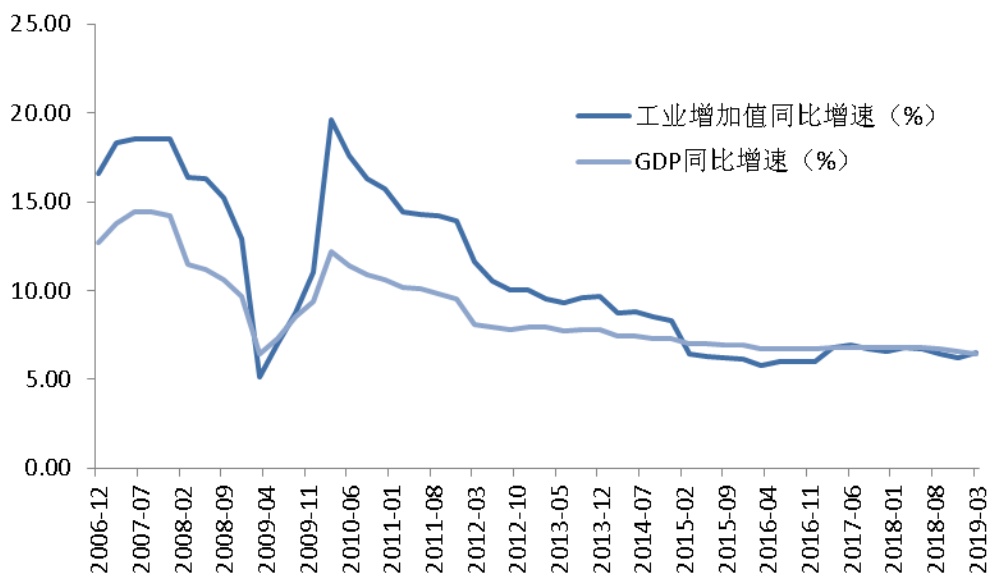
1.4. 成本端压力下降是下游利润相对较好的主要原因

我们认为一季度利润表现上下游相对更好, 主要原因是成本端原因。如下文所示, 下游工业增加值增长中枢略低于 2018 年, 且从需求看, 一季度消费、出口等主要拉动下游产业的指标增速均略低于去年全年。但是, 工业价格走向却大为不同, 如下文所述, 上中下游行业 PPI 增长中枢均下降, 但中游行业下行最多, 并且中枢录得负增长, 大大减轻了下行业成本端的压力。

2. 工业增加值与价格相关性降低, 去产能带动涨价及利润增长效果渐弱

利润是价格、产量、成本、效率等各类因素作用的最终结果, 也是微观企业个体的核心关注与存活延续的根本。而产出(增加值)则是核心经济贡献力量, 也是宏观增长的主要关注点, 其内涵及趋势与 GDP 相同, 反映实际的商品和劳务生产总量。

图 8: GDP 增长与工业增加值趋势相同



数据来源: 东北证券, Wind

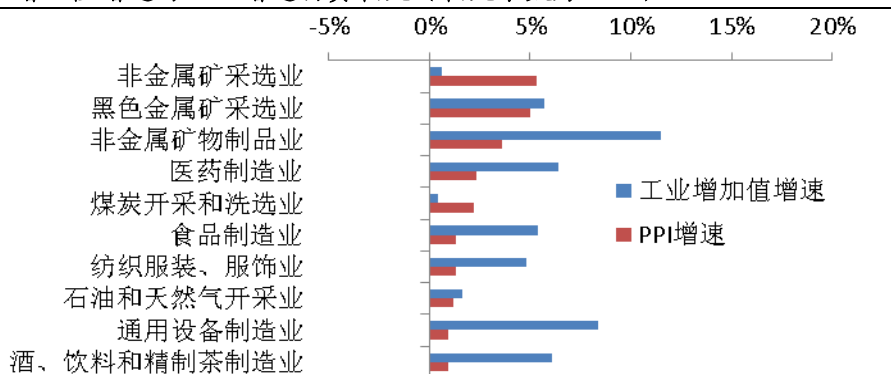
2019Q1 工业增加值同比增长 6.5%，增速较 2018 年全年抬升了 0.3 个百分点。其中，上游工业增加值增长中枢 2.8%，高于 2018 年全年（0.5%）；中游行业增长中枢 9.1%，高于 2018 年全年（6.5%）；下游行业增长中枢 5.8%，明显弱于上中游，且弱于 2018 年全年（6.5%）。按产业链关系看，产出增速是上游<下游<中游。

从价格角度观察，PPI 增速结构与工业增加值完全相反，上中下游 PPI 增速中枢全面下降，中游降幅最大，下游降幅最小。2019Q1 上游行业 PPI 增长中枢 2.2%，低于 2018 年全年（8.7%）；中游行业的增速中枢为-0.3%，低于 2018 年全年（6.6%）；下游行业获得 0.6%的 PPI 增长中枢，低于 2018 年全年（1.5%）。按产业链关系看，PPI 增速是上游>下游>中游，与产出增速的结构完全相反，也就是产出增速最快的行业产品价格增速最慢。

2017-2018 年也曾出现产值增速结构与价格增速结构完全背离的现象，核心原因是供给侧改革。这是因为受到去产能政策影响的行业增加值低速增长或负增长、同时产品价格上涨，因此 2017 至今各行业增加值增速与 PPI 增速整体为负相关关系。

不过，去产能政策的效果正在减弱。第一，工业产值与价格的相关性正在弱化，各行业增加值增速与 PPI 增速相关系数在 2017 年为-0.71，2018 年为-0.46，2019Q1 为-0.21，负相关关系强度逐渐减弱，表明产能去化对价格上涨的带动作用已经明显减弱；第二，去产能对利润的贡献正在下降，各行业增加值增速与利润同比增速相关系数在 2017 年为-0.39，2018 年为-0.13，2019Q1 则为 0.08，负相关关系消失，这表明产能去化对利润增速已经基本不再有带动作用。

图 9：工业增加值增速与 PPI 增速弱负相关（相关系数为-0.21）



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_12656

