

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

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：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

● 量、价、利润率增速同步上行，企业利润增速显著回升

2019年3月工业企业利润同比增速明显提升，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。从量上来看，3月工业增加值同比增速较1-2月大幅回升3.2个百分点。从价上来看，3月PPI同比增长0.4%，增速较1-2月提高0.3个百分点。统计局解读稿中提到“价格变动使工业利润同比增加约268亿元，对利润增长的拉动作用比1-2月份多4.5个百分点”。从利润率增速来看，3月主营业务利润率同比增长0.5%，增速较1-2月（-16.7%）显著扩大。

● 库存或将处于筑底阶段

1-3月工业企业产成品存货同比增长0.3%，增速较1-12月（6.2%）显著降低，企业继续主动去库存。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，上半年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。

● 民营企业利润增速改善幅度好于国企，但杠杆率快速上升

国企利润增速改善幅度仍不及民营企业。从结构上看，2019年1-3月国有及国有控股企业利润同比降幅从-24.2%收窄至-13.4%，民营企业利润增速从-5.8%上升至7%。国企利润增速得到改善，主要得益于石油、钢铁、化工等上游行业量价扩张，不过国企利润增速改善幅度仍不及民营企业，原因在于：一方面，3月PPI增速虽然回升，但继续低于CPI增速，上游行业对下游行业的利润挤压程度减弱，而国企以上游行业居多；另一方面，这一轮宽信用的主体是民营企业，民营企业信用环境得到一定程度改善，此前信用收缩与上游原材料涨价导致民营企业经营成本上升的情况有所缓解。随着供给侧改革做减法最剧烈的阶段过去以及高基数影响，2019年PPI增速可能长期在CPI增速下方运行，同时，民营企业受益于宽信用，其融资情况可能继续改善，因此，2019年国企利润增速大概率低于民营企业。

逆周期政策下，企业部门杠杆率回升。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。宏观杠杆率方面，一季度企业部门杠杆率从152.5%上升至155.6%，这与企业融资环境改善有关。微观杠杆率方面，3月末工业企业资产负债率从2018年末的56.5%上升至57%，其中，民营企业资产负债率从56.4%上升至58.5%，国企资产负债率持平于58.7%。

● 风险提示：货币政策转向

目 录

1、 量、价、利润率增速同步上行，企业利润增速显著回升	3
2、 库存或将处于筑底阶段.....	4
3、 民营企业利润增速改善幅度好于国企，但杠杆率快速上升.....	4

图表目录

图 1: 3 月企业利润增速显著回升 (%)	3
图 2: 量价齐升 (%)	4
图 3: 库存或将处于筑底阶段.....	4
图 4: 国企利润增速改善幅度不及于民营企业 (%)	5
图 5: PPI 增速在 CPI 增速下方运行.....	5
图 6: 一季度企业部门杠杆率快速上升.....	6
图 7: 民营企业资产负债率快速上升.....	6

事件：

2019年3月27日国家统计局发布数据，2019年3月全国规模以上工业企业利润总额同比增长13.9%，增速较1-2月(-14%)大幅回升。1-3月累计利润同比下降3.3%，降幅比1-2月份收窄10.7个百分点。

1、量、价、利润率增速同步上行，企业利润增速显著回升

2019年3月工业企业利润同比增速明显提升，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。

从量上来看。3月工业增加值同比增速较1-2月大幅回升3.2个百分点，原因在于：其一，低基数。低基数来源有三，一是春节错位，2019年春节在2月初，春节对3月工业生产影响不大，而2018年春节在2月中旬，拖累3月工业生产；二是环保限产力度减弱；三是元宵节错位，2018年元宵节在3月初，2019年元宵节在2月中旬。其二，出口带动工业生产扩张。3月出口交货值同比增长5.7%，增速较1-2月快1.5个百分点，出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，3月出口增速回升拉动制造业增加值同比增速从5.6%显著回升至9%。其三，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，例如汽车和橡胶行业，可类比2018年的增值税改革，同时，统计局在解读稿里也提到“增值税税率下调的拉动效应也一定程度拉高了利润增速”。

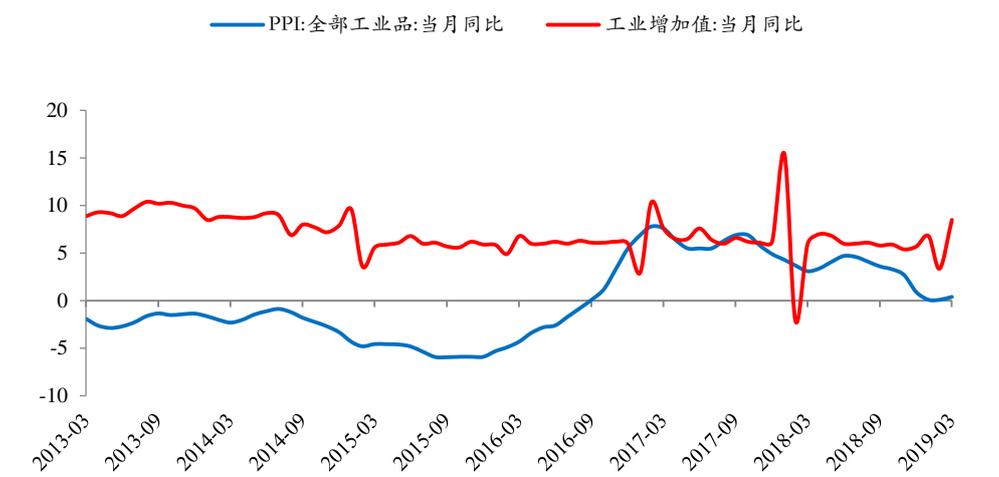
从价上来看。3月螺纹钢和布油现货价分别上涨0.9%、3.4%，受大宗商品涨价影响，2019年3月PPI环比增长0.1%，自2018年10月以来首次正增长，叠加低基数，PPI同比增速较1-2月提高0.3个百分点。统计局解读稿中提到“价格变动使工业利润同比增加约268亿元，对利润增长的拉动作用比1-2月份多4.5个百分点”。

从利润率增速来看。3月主营业务利润率同比增长0.5%，增速较1-2月(-16.7%)显著扩大，主要原因是供需扩张，上游行业利润率增速回升。

3月企业利润高增速不可持续，二季度企业利润增速或较一季度上升。3月企业盈利高增速受到低基数等因素影响，大概率难以持续。随着通胀上行，二季度名义GDP增速有望回升，叠加减税降费的提振，我们预计二季度企业利润增速高于一季度。

图1：3月企业利润增速显著回升（%）

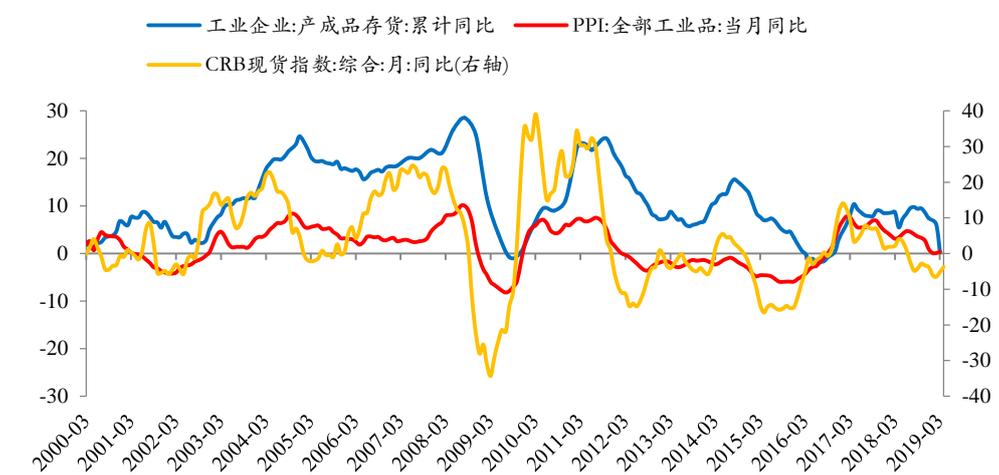
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 量价齐升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 库存或将处于筑底阶段

1-3月工业企业产成品存货同比增长0.3%，增速较1-12月（6.2%）显著降低，企业继续主动去库存。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，上半年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。

图3： 库存或将处于筑底阶段

资料来源：Wind，新时代证券研究所

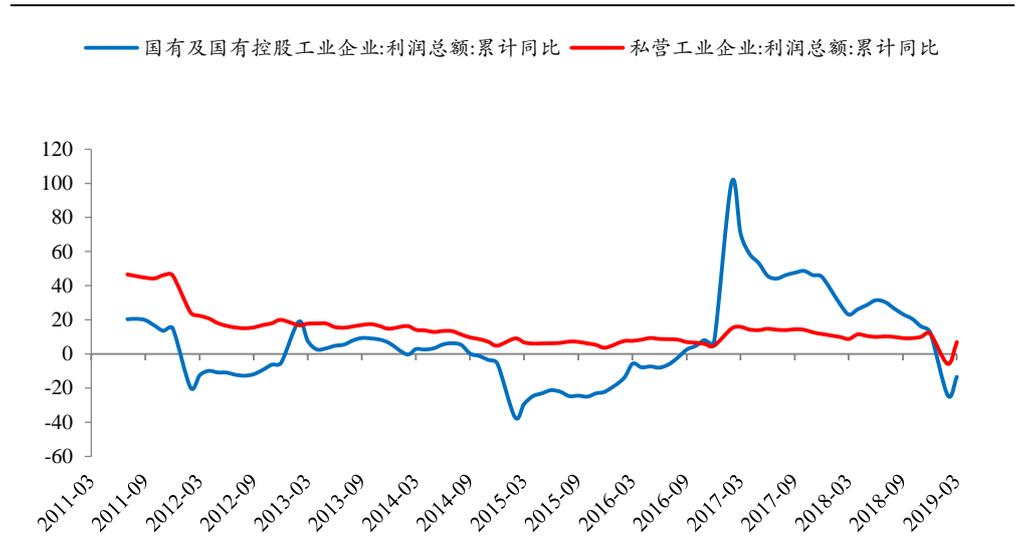
3、 民营企业利润增速改善幅度好于国企，但杠杆率快速上升

国企利润增速改善幅度仍不及民营企业。从结构上看，2019年1-3月国有及国有控股企业利润同比降幅从-24.2%收窄至-13.4%，民营企业利润增速从-5.8%上升至7%。国企利润增速得到改善，主要得益于石油、钢铁、化工等上游行业量价扩张，不过国企利润增速改善幅度仍不及民营企业，原因在于：一方面，3月PPI增速虽然回升，但继续低于CPI增速，上游行业对下游行业的利润挤压程度减弱，而

国企以上游行业居多；另一方面，这一轮宽信用的主体是民营企业，民营企业信用环境得到一定程度改善，此前信用收缩与上游原材料涨价导致民营企业经营成本上升的情况有所缓解。随着供给侧改革做减法最剧烈的阶段过去以及高基数影响，2019年PPI增速可能长期在CPI增速下方运行，同时，民营企业受益于宽信用，其融资情况可能继续改善，因此，2019年国企利润增速大概率低于民营企业。

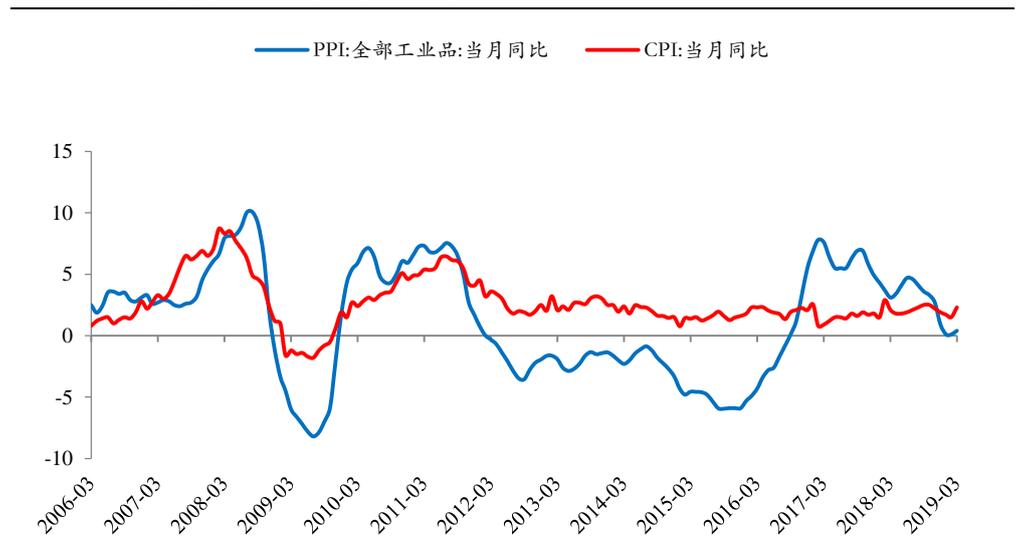
逆周期政策下，企业部门杠杆率回升。逆周期政策下，一季度经济开局良好，但同时杠杆率也在抬头，尤其是企业部门杠杆率快速上升。宏观杠杆率方面，一季度企业部门杠杆率从152.5%上升至155.6%，这与企业融资环境改善有关。微观杠杆率方面，3月末工业企业资产负债率从2018年末的56.5%上升至57%，其中，民营企业资产负债率从56.4%上升至58.5%，国企资产负债率持平于58.7%。

图4： 国企利润增速改善幅度不及于民营企业（%）

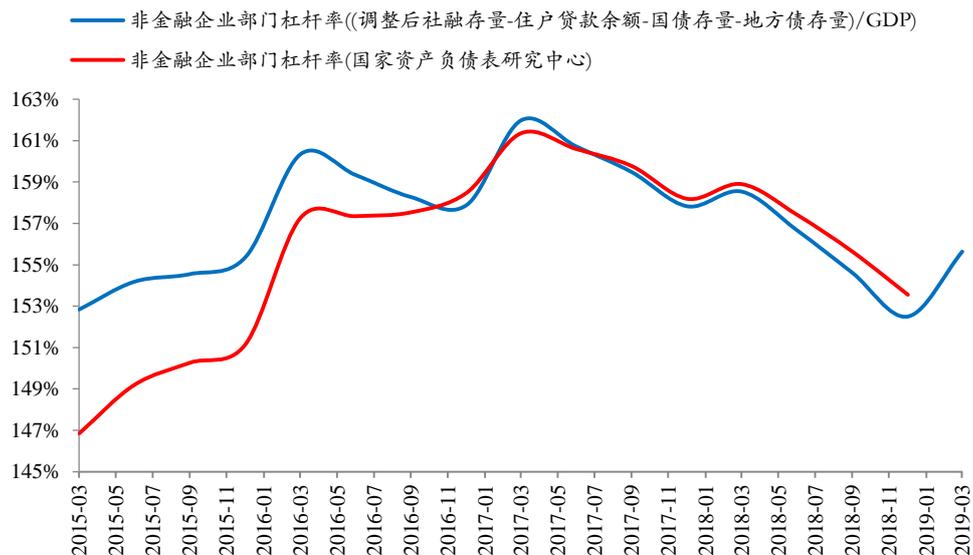


资料来源：Wind，新时代证券研究所

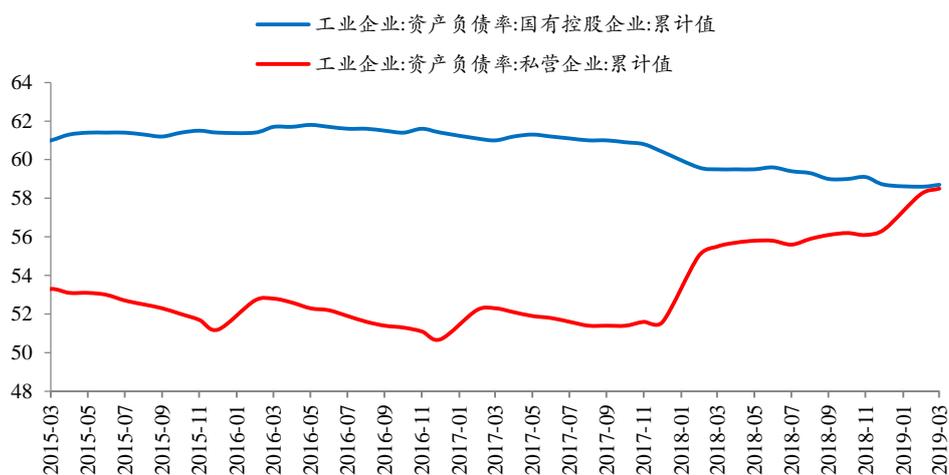
图5： PPI 增速在 CPI 增速下方运行



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 一季度企业部门杠杆率快速上升

资料来源：Wind，CNBS，新时代证券研究所；注：调整后社融存量=社融存量(剔除地方专项债、股票、存款类金融机构资产支持证券)+国债存量+地方债存量

图7： 民营企业资产负债率快速上升

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_12904

