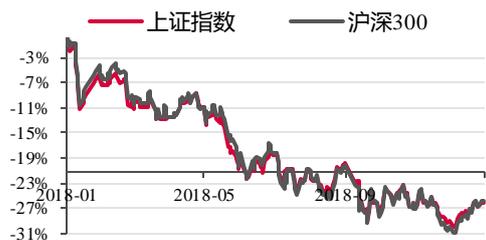


宏观点评
工业企业利润增速大概率继续回落

——2018年12月工业企业利润数据的点评

2019年01月29日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	4.13	2.16	-26.29
沪深300	5.75	3.47	-25.99

胡文艳

 执业证书编号: S0530518070001
 huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

投资要点

- 2018年1-12月份,规模以上工业企业实现利润总额66351.4亿元,比上年增长10.3%,增速比1-11月下降1.5个百分点,连续6个月放缓;其中,12月份利润同比下降1.9%,降幅比11月份扩大0.1个百分点,连续8个月放缓。
- 1-12月企业利润增速的下降,从直接原因看,一是去年同期基数较高,2017年1-12月利润总额同比增长21.0%,当月增长10.8%,处于2012年以来的高位水平;二是2018年三季度以来工业生产者出厂价格指数(PPI)持续下降,从7月的4.6%降至12月的0.9%,同期生产资料价格指数从6.0%降至1.0%,工业产品价格的下降,直接导致企业利润增速的回落。
- 从收入与成本的相对变化看,两者增速差值的收缩,导致企业利润增速下降。2018年三季度以来工业企业主营业务收入和主营业务成本增速差值呈总体下降趋势,与之相应企业利润增速也趋于下降。如果剔除价格因素的影响,从两者的实际相对变化看,工业企业实际主营业务收入(主营业务收入增速减去PPI)和实际主营业务成本(主营业务成本增速减去原材料购进价格指数PPIRM)增速之差全年呈整体下降走势,企业利润增速也保持了相同的变化。
- 上中下游行业利润增速全部下降,且中游和下游行业利润负增长。自2016年去产能政策实施以来,受影响行业供给端收缩,产品价格尤其是生产资料价格快速上涨,PPI也由负转正。受其影响,上游行业尤其是“三黑一色”行业(煤炭、钢铁、石化、有色金属)利润增速提高,国有企业受益于其在资源性行业的垄断地位,利润增速也大幅提高。但2018年尤其是三季度以来,受国内需求下降和钢铁煤炭等行业去产能进入尾声,PPI下降,上游行业、“三黑一色”行业和国企利润增速也都随之出现趋势性下降。上游行业产品价格的提高,由于没有导致下游产品价格同步上涨,导致(PPI-CPI)持续为正,下游行业成本提高,利润受到挤压,2018年以来中下游行业利润增速由正转负,加速工业企业利润增速的下降。
- 不同产业利润结构出现同步恶化,高技术产业和六大高耗能产业利润增速均出现回落。2018年三季度以来,高技术制造业利润增速出现下降,其中汽车制造业利润增速下降明显,从2017年底的5.8%降至2018年底的-4.7%。由于汽车制造业利润在工业利润的比重最高,达到9.2%,因此其利润增速的大幅回落,成为工业企业利润增速下降的重要原因之一。同时,六大高耗能行业以及包括其在内的传统产业利润增速也经历由正转负的过程。从利润结构看,2018年以来六大高技术

制造业和六大高耗能行业比重出现反向交叉变化，即后者占比反超前者，表明面对国内需求下降和中美贸易战带来的不确定性冲击，国内经济结构调整需要更多的耐心和时间。

- 私企被动加杠杆资产负债率提高，国企主动去杠杆资产负债率下降。2017年底以来，国有企业和私营企业资产负债率出现反向变化，前者从2017年底的60.4%降至2018年底的58.7%，同期私企从51.6%提高到56.4%，即国企降杠杆，私企加杠杆。但我们认为私企是被动加杠杆，即在资产规模增速下降的情况下，债务负担加重导致负债增速快于资产增速，杠杆率不降反增，表明2018年以来私营企业经营状况恶化，与国有企业形成鲜明反差。这也是2018年三季度以来民企和小微企业扶持政策出台的背景。
- 需求下降，供给侧改革政策效应趋弱，企业进入主动去库存阶段。2018年1-12月工业企业产成品存货累计同比增长7.4%，较1-11月份下降1.2个百分点。根据历史经验，产成品库存与房地产投资增速同步性强，且后者是前者的领先指标。1-12月份房地产开发投资同比增长9.5%，增速较年中7月高点下降0.7个百分点。如果全国房地产开发投资扣除土地购置费用，1-12月增速为-3.2%，较年初降低6.5个百分点。展望未来，如果针对房地产市场的系列限制性政策不全面性放松，预计未来房地产投资增速会继续稳中趋缓。与此同时，预计前期中美贸易战对实体经济的影响将在2019年一季度继续显现，叠加国内需求下降，供给侧改革政策效应趋弱，国内工业企业进入主动库存阶段。但在系列刺激政策尤其是扩大基建投资规模的影响下，我们预计库存去化速度有望加快。
- 风险提示：宏观经济下行、政策变动风险

内容目录

1 去年同期基数较高和 PPI 持续下降，是 1-12 月利润增速降低的直接原因	4
2 实际主营业务收入与实际主营业务成本增速之差不断收窄，导致利润增速下降	4
3 去产能政策效应减弱，上游行业和国有企业利润增速快速降低	5
4 高技术产业和六大高耗能产业利润增速均出现回落	7
5 民企被动加杠杆资产负债率提高，国企主动去杠杆资产负债率下降	7
6 需求下降，企业进入主动去库存	8

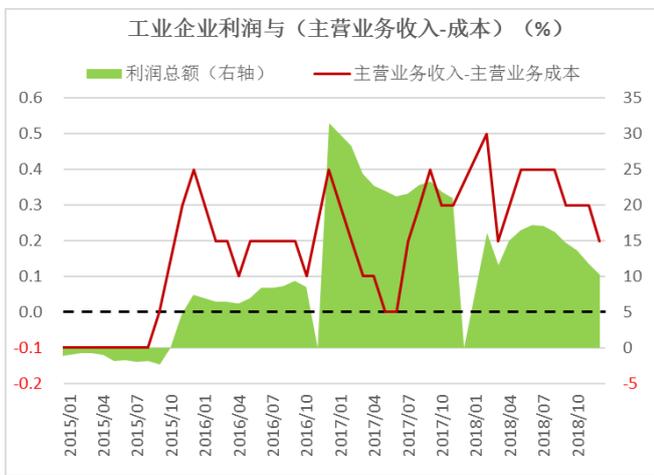
图表目录

图 1：工业企业利润总额增速持续下降	4
图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大	4
图 3：企业利润增速与（主营业务收入-成本）增速	5
图 4：企业利润增速与实际（主营业务收入-成本）增速	5
图 5：上中下游行业利润增速下降	6
图 6：“三黑一色”行业利润增速回落	6
图 7：国有企业利润增速下降	6
图 8：“三黑一色”行业在工业利润中的比重较高	6
图 9：上游行业价格高企挤压下游行业利润	7
图 10：高技术行业利润增速回落	7
图 11：高技术和六大高耗能产业利润增速均下降	7
图 12：高技术和传统产业利润增速下降	7
图 13：私营企业和国企资产负债率反向变化	8
图 14：私营企业资产增速低于负债增速	8
图 15：国有企业资产增速快于负债增速	8
图 16：工业企业主动去库存	8

二是实际主营业务收入增速和实际主营业务成本增速的相对变化，即剔除价格因素影响后的主营业务收入和主营业务成本增速的相对变化，前者用主营业务收入增速减去工业企业产品出厂价格指数（PPI）衡量，后者用主营业务成本增速减去原材料购进价格指数（PPIRM）衡量，如果实际主营业务收入增速高于实际主营业务成本增速，那么企业利润趋于改善，反之则相反。

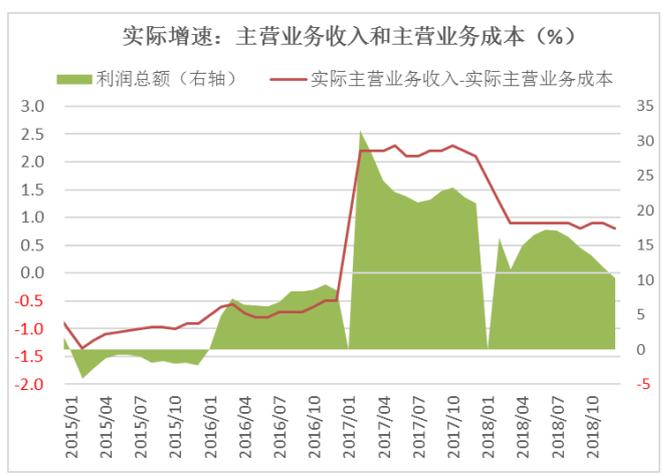
从名义相对变化看，1-12月工业企业主营业务收入和主营业务成本增速之差为0.2%，三季度以来呈总体下降趋势，与之相应企业利润增速也呈下降趋势（见图3）。从实际相对变化看，1-12月工业企业实际主营业务收入和实际主营业务成本增速之差为0.9%，全年呈整体下降趋势，与企业利润增速走势一致（见图4）。

图3：企业利润增速与（主营业务收入-成本）增速



资料来源：WIND，财富证券

图4：企业利润增速与实际（主营业务收入-成本）增速



资料来源：WIND，财富证券

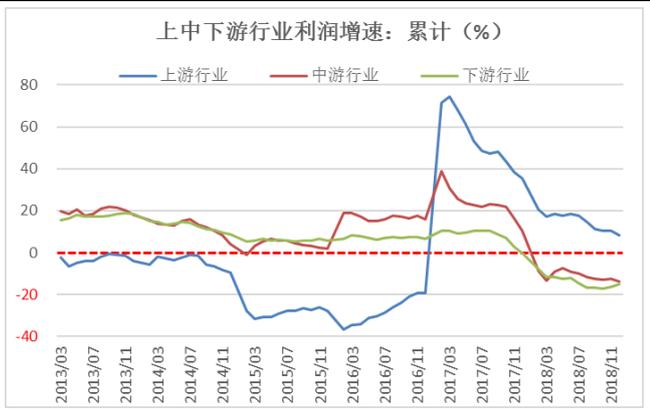
3 去产能政策效应减弱，上游行业和国企业利润增速快速降低

自2016年去产能政策实施以来，受影响行业供给端收缩，产品价格尤其是生产资料价格快速上涨，PPI也由负转正（见图2）。受其影响，上游行业尤其是“三黑一色”行业（煤炭、钢铁、石化、有色金属）利润增速提高，国有企业受益于其在资源性行业的垄断地位，利润增速也大幅提高。但2018年尤其是三季度以来，受国内需求下降和钢铁煤炭等行业去产能进入尾声，PPI下降，上游行业、“三黑一色”行业和国企利润增速也都随之出现趋势性下降（见图5-7）。

如1-12月采矿业利润增速为40.1%，较1-11月降低5.0个百分点，其中煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业利润增速分别为5.2%、-34.4%、0.2%，较1-11月分别下降4.0、26.5、5.3个百分点；1-12月制造业利润增速为8.7%，较1-11月降低1.2个百分点，其中有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业利润增速分别为-9.0%、37.8%、10.7%、15.9%、10.3%，较1-11月分别变动7.9%、-12.4%、-4.0%、-3.2%、-2.6%。这些行业在整个工业企业利润中的比重较高（见图8），对利润增速影响

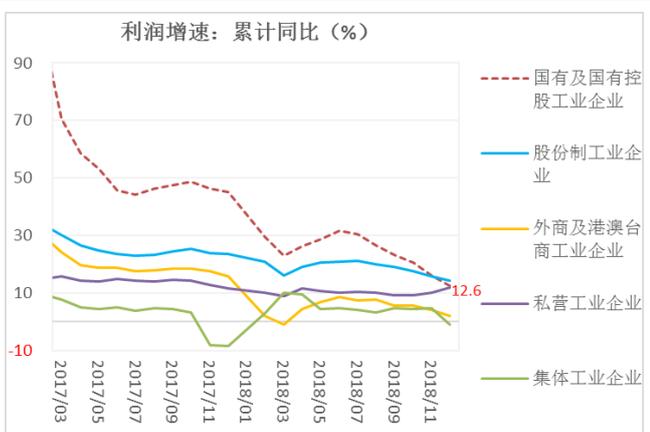
较大。

图 5：上中下游行业利润增速下降



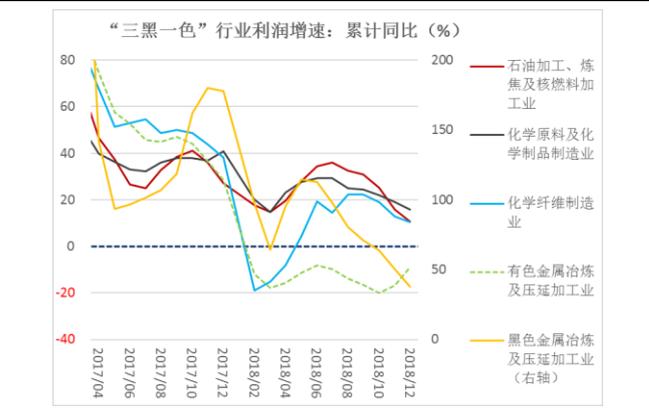
资料来源：WIND，财富证券

图 7：国有企业利润增速下降



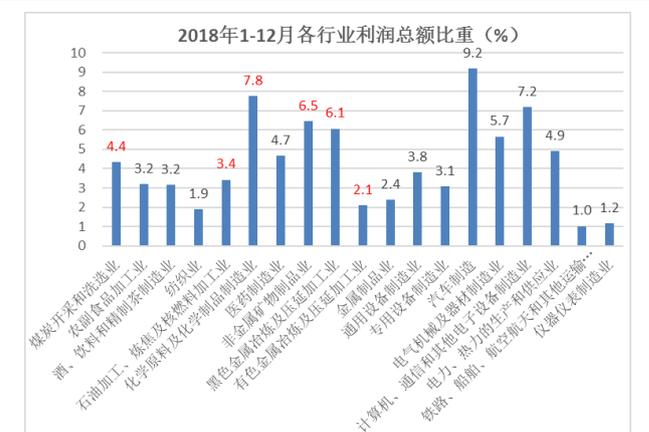
资料来源：WIND，财富证券

图 6：“三黑一色”行业利润增速回落



资料来源：WIND，财富证券

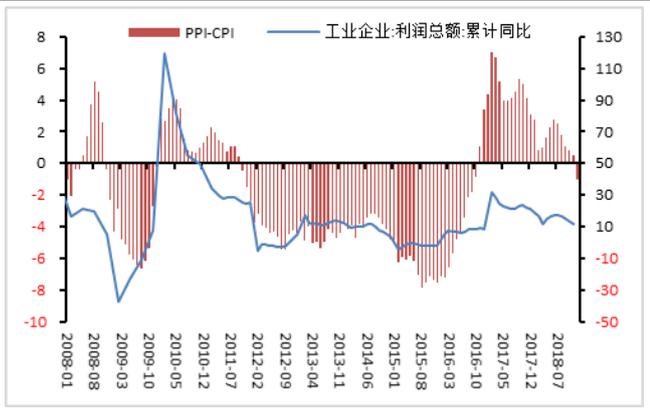
图 8：“三黑一色”行业在工业利润中的比重较高



资料来源：WIND，财富证券

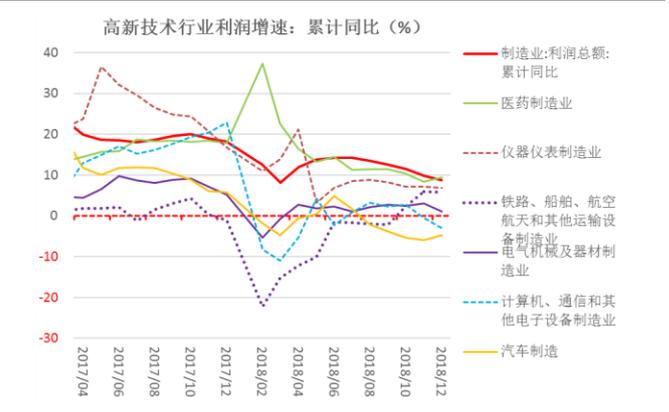
此外，上游行业价格的上涨，对下游行业形成利润挤占，也是利润下降的原因之一。如果用 PPI 和 CPI 分别表示上游和下游产品价格，那么 2017 年以来两者之差快速提高(见图 9)，上游行业（本报告指煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业、电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业等 8 个行业）利润增速迅速反弹攀升，但下游行业（本报告指农副食品加工业、食品制造业、酒饮料和精制茶制造业、烟草制品业、纺织服装服饰业、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业、木材加工和木竹藤棕草制品业、家具制造业、医药制造业、汽车制造业、印刷和记录媒介复制业、文教工美体育和娱乐用品制造业等 12 个行业）利润增速并未发生明显变化(见图 5)。(PPI-CPI) 的持续为正，下游行业成本提高，利润下降压力加大，导致 2018 年以来下游行业利润增速由正转负，加速工业企业利润增速的下降。

图 9：上游行业价格高企挤压下游行业利润



资料来源：WIND，财富证券

图 10：高技术行业利润增速回落



资料来源：WIND，财富证券

4 高技术产业和六大高耗能产业利润增速均出现回落

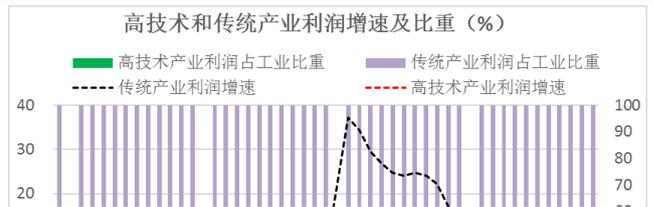
2018 年三季度以来，高技术制造业利润增速出现下降，其中汽车制造业利润增速下降明显，从 2017 年底的 5.8% 降至 2018 年底的 -4.7%（见图 10）。考虑到汽车制造业利润在工业利润的比重最高，达到 9.2%（见图 8），因此其利润增速的大幅回落，成为工业企业利润增速下降的重要原因之一。

如果把六大高技术制造业作为一个整体，发现自 2018 年初以来，其利润增速经历了由正转负的过程，六大高耗能行业以及包括其在内的传统产业利润增速也经历同样的历程（见图 11-12）。其中一个重要原因在于国内需求下降和中美贸易战带来的负面冲击。从利润占比看，2018 年以来六大高技术制造业和六大高耗能行业比重出现反向交叉变化，即后者占比反超前者，表明高技术制造业尤其是汽车制造业下降较多，经济结构调整需要更多耐心和时间。

图 11：高技术和六大高耗能产业利润增速均下降



图 12：高技术和传统产业利润增速下降



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_14405

