



## 产销加快推动利润边际改善

### ——2020年1-4月工业企业利润数据的点评

### 宏观点评

#### 投资要点：

- 2020年1-4月份，规模以上工业企业实现利润总额12597.9亿元，同比下降27.4%，降幅较1-3月收窄9.3个百分点。其中，4月当月规上工业企业利润同比下降4.3%，降幅较上月大幅收窄30.6个百分点。
- 疫后工业企业产销加快推动利润边际改善，但需求短期难以完全恢复、工业品价格持续下降、企业成本难以降低等，导致企业盈利形势依旧不容乐观。
  - 一是4月工业产销加快推动利润边际回升。如受益国内疫情好转、逆周期调节政策逐步落地，4月份规模以上工业企业增加值和营业收入增速均由负转正，分别增长3.9%、5.1%，较3月提高5.0和16.2个百分点，有效带动利润增加。
  - 二是工业品价格降幅扩大持续拖累利润负增长。如受全球大宗商品价格下跌和需求恢复慢于生产拖累，1-4月国内PPI和生产资料PPI降幅，分别较1-3月扩大0.6和0.8个百分点，预计国内PPI负增长态势短期仍难以改变。
  - 三是企业成本压力增加进一步压缩利润空间。如从增速看，1-4月份名义和实际工业企业营收与营业成本增速之差，分别为-0.8%和-1.1%，较1-3月分别扩大0.3和0.4个百分点；从百元营收成本费用看，受营业收入减少，但各项费用等成本支出刚性、疫情防控支出增加影响，1-4月份规模以上工业企业每百元营业收入成本和费用分别同比增加0.69和0.36元。
- 分行业看，电子、汽车等制造业利润改善贡献最大，国内新旧动能转换继续加快。如4月份电子、汽车、电气机械、专用设备四行业利润增速均较上月提高超60个百分点，合计贡献本月工业利润增幅的60%以上。此外，1-4月我们统计的高技术制造业利润增速与占比均继续改善，分别较1-3月提高17.2和0.6个百分点，表明疫后国内新动能恢复明显更快。
- 受益政策扶持，私企与外资资本开支均改善，但大宗商品价格下跌拖累国企投资持续放缓。如受益国家加大扶持力度稳住中小微企业基本盘，多措并举稳外资、稳外贸，年内私企和外资企资产和负债增速均持续提升，4月末两者资产负债率分别较去年同期提高0.1和0.3个百分点；相比之下，年内国企资产和负债增速持续下降，由2019年末的5.3%和4.5%，降至2020年3月的4.6%和3.4%，资本开支明显放缓。
- 低基数效应致本月工业库存小幅回落，但需求恢复依旧慢于生产，工业去库存周期或被拉长。一方面，2019年1-4月工业产成品库存增速，由2019年1-3月0.3%的低位，提高了4.6个百分点，基数的提高，导致产成品存货增速出现回落；另一方面，4月PMI分项数据显示，反映供给的生产指数高于反映需求的新订单指数3.5个百分点，国内需求恢复力度不及生产，产成品库存继续被动增加，企业去库存周期或被拉长。

#### 伍超明

财信国际经济研究院 副院长  
财信证券 首席经济学家

#### 胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员  
电话：010-68086480  
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

## 目 录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 一、产销加快推动工业利润边际改善，但企业盈利形势依旧不容乐观 .....   | 3 |
| （一）工业产销加快推动利润边际回升 .....                | 3 |
| （二）工业品价格降幅扩大持续拖累利润负增长 .....            | 3 |
| （三）企业成本压力增加进一步压缩利润空间 .....             | 4 |
| 二、电子、汽车等制造业利润改善贡献最大，国内新旧动能转换继续加快 ..... | 4 |
| 三、受益政策扶持，私企与外资资本开支均改善 .....            | 6 |
| 四、需求恢复依旧慢于生产，工业去库存周期或被拉长 .....         | 7 |

## 正文：

## 一、产销加快推动工业利润边际改善，但企业盈利形势依旧不容乐观

1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12597.9 亿元，同比下降 27.4%，降幅较 1-3 月收窄 9.3 个百分点。其中，4 月当月规上工业企业利润同比下降 4.3%，降幅较上月大幅收窄 30.6 个百分点（见图 1）。

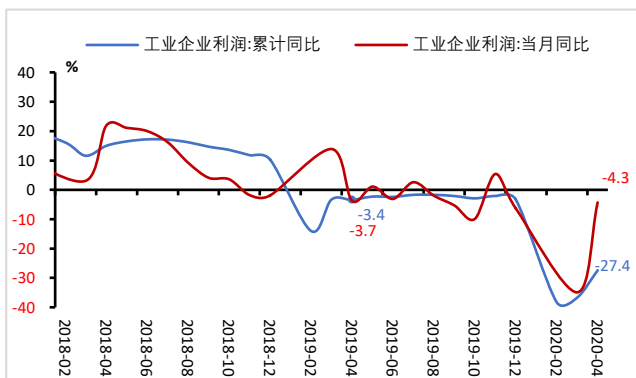
随着国内疫情持续好转、逆周期调节政策逐步落地，工业企业产销明显加快，推动利润继续边际改善，但 1-4 月工业利润降幅仍接近 30%，4 月单月利润还在下降，表明企业盈利形势仍不容乐观，生产经营依旧面临较多困难。预计未来数月，受工业品价格持续回落、国内外需求短期难以完全恢复、企业成本压力还在增加等多重因素影响，工业企业利润负增长态势仍难以改变。具体来看：

## （一）工业产销加快推动利润边际回升

疫后工业企业产销两端均出现改善，是推动利润边际改善的主因。如 4 月份规模以上工业企业增加值和营业收入增速均由负转正，分别同比增长 3.9%、5.1%，较 3 月分别提高 5.0 和 16.2 个百分点。企业生产经营活动恢复、规模扩张，有效带动了利润增加。

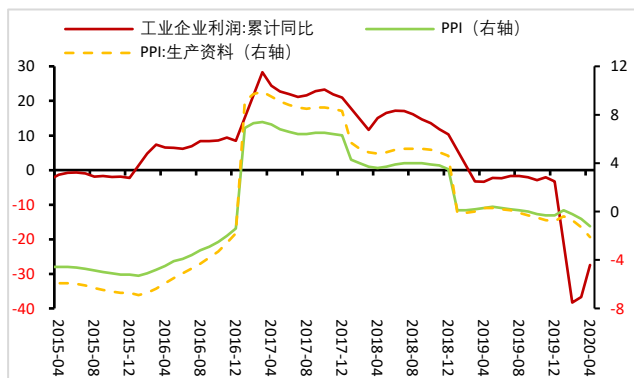
预计 5 月上述趋势仍将延续，工业利润仍呈边际改善态势。如反映生产的高频指标六大发电集团日均耗煤量、高炉开工率，5 月前两周均值明显高于 4 月；反映消费的商品房成交面积、乘用车销量，5 月增速亦继续边际好转。

图 1：工业企业利润降幅继续收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

## （二）工业品价格降幅扩大持续拖累利润负增长

1-4 月份，国内 PPI 和生产资料 PPI 分别同比下降 1.2% 和 2.1%（见图 2），降幅较 1-3 月分别扩大 0.6 和 0.8 个百分点，是拖累工业利润下降的重要原因之一。工业品价格下降：一方面源于疫后国内需求恢复速度仍慢于生产，拖累价格回升，如 4 月国内工业增加值增速由负转正，同比增长 3.9%，但同期固定资产投资和社零消费增速均仍为负；另一方面受国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌影响仍大，如截止 5 月 26 日，年内布伦特原油期货价格跌幅仍超 4 成，伦敦铜、锌、铝等金属期货价格跌幅也均在 10% 以上。

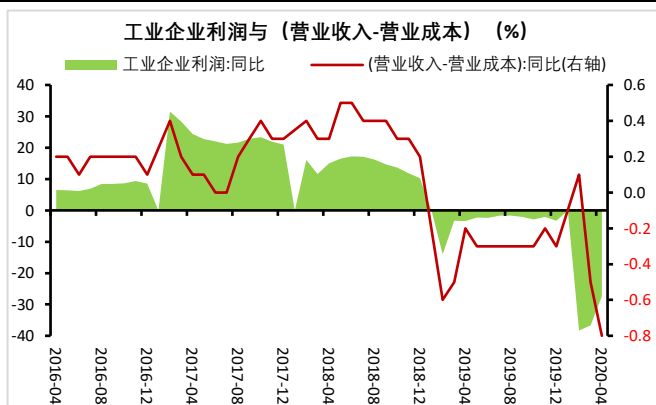
考虑到全球疫情仍未完全得到控制，海外国家重启经济仍面临诸多不确定性，全球需求修复还需要较长的时间且或面临一些波折，原油等大宗商品价格难以恢复至去年同期水平。预计未来数月 PPI 仍有一定下行压力，将持续拖累工业企业利润负增长。

### （三）企业成本压力增加进一步压缩利润空间

从增速看，1-4 月份规模以上工业企业营收和营业成本降幅均有所收窄，但营业收入与营业成本增速差仍为负，且差额有所扩大，进一步压缩了企业利润空间。如 1-4 月份，名义和实际工业企业营收与营业成本增速差分别为-0.8%和-1.1%，差额较 1-3 月分别扩大 0.3 和 0.4 个百分点（见图 3 和图 4）。

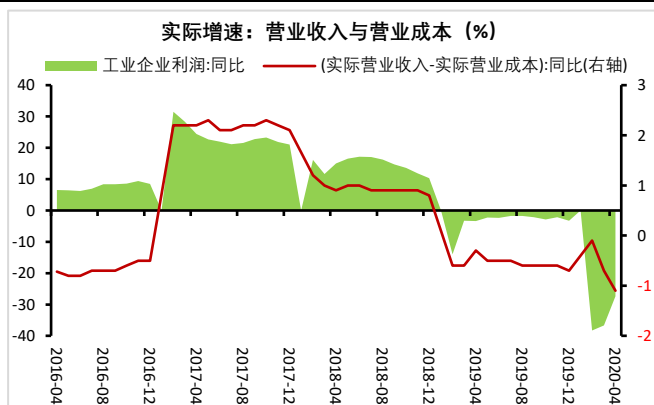
从百元营收成本看，每百元营收中成本和费用均增加较多也是利润下降的重要原因。如 4 月末，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.91 元，同比增加 0.69 元，较上月还增加 0.15 元；每百元营业收入中的费用为 9.23 元，同比增加 0.36 元。每百元营收中成本和费用增加，是两方面力量共同作用的结果：一是疫情期间企业生产销售未完全恢复正常，营业收入减少，导致经营效率有所下降；二是企业的各项费用、用工和折旧等成本需刚性支出，疫情防控支出、产业链调整修复支出也均有所增加。

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

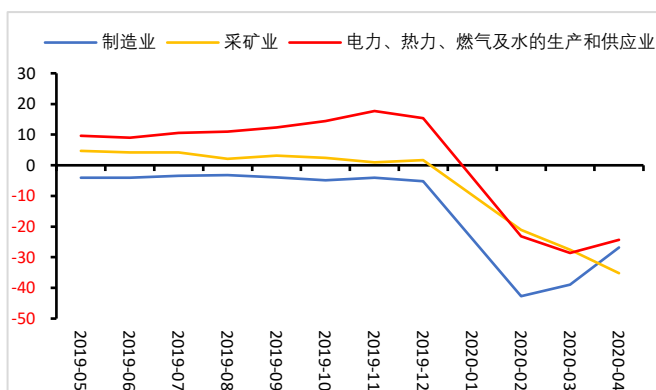
注：实际营业收入增速用营业收入增速减去 PPI 衡量，实际营业成本增速用营业成本增速减去 PPIRM 衡量

## 二、电子、汽车等制造业利润改善贡献最大，国内新旧动能转换继续加快

分三大门类看，制造业利润加快修复是工业利润边际改善的主因，受大宗商品价格大幅下降拖累，采矿业利润降幅还在扩大。如 1-4 月份，制造业利润增速为-26.8%，较 1-3 月提高 12.1 个百分点，增幅高出规上工业企业 2.8 个百分点；同期采矿业利润同比下降 35.2%，降幅较 1-3 月扩大 7.7 个百分点（见图 5）。

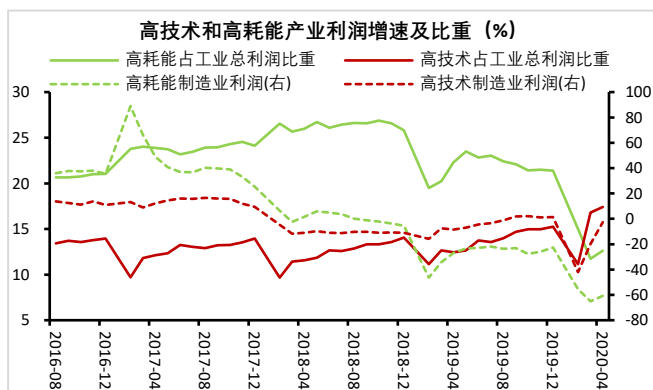
其中，制造业利润加快修复主要源于，复工复产加快和行业扶持政策叠加影响下，汽车、专用设备、电气机械、电子等重点行业的市场需求好转，推动利润回暖，如 4 月份上述行业利润增速均大幅转正，增速均较上月提高 60 个百分点以上，合计影响全部规上工业企业利润比上月提高 19.7 个百分点。采矿业利润降幅扩大，则主要受石油等大宗商品价格大幅下降的拖累。

图 5：制造利润加快修复是工业利润改善主因



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：高技术制造业利润增速与占比均改善



资料来源：WIND，财信研究院

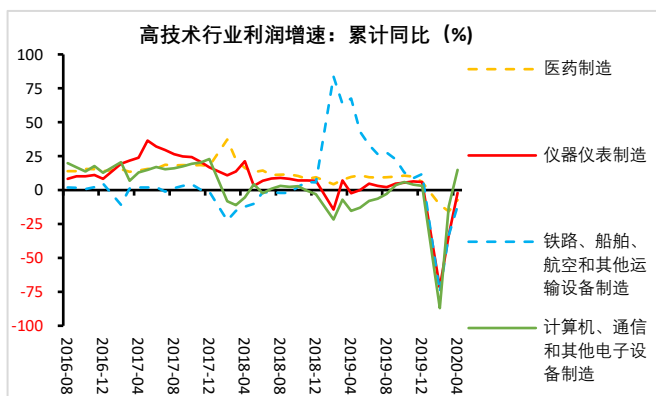
注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

从产业结构看，高技术制造业利润增速与占比均大幅提升，国内新旧动能转换加快。

利润增速上，1-4 月份，我们统计的高技术制造业和高耗能制造业利润增速分别为 -2.7%、-60.7%，较 1-3 月分别提高 17.2 和 4.3 个百分点（见图 6），高技术制造业利润回升明显更快。其中，高技术制造业利润改善，主要源于同期计算机通信和其他电子设备制造业、铁路船舶航空和其他运输设备制造业、仪器仪表制造业利润增速，较 1-3 月均提高 20 个百分点以上（见图 7）；高耗能制造业利润降幅仅小幅收窄，主要源于同期石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业利润降幅，均还在扩大，仅化学原料及化学制品、非金属矿物制品利润降幅有所收窄（见图 8）。

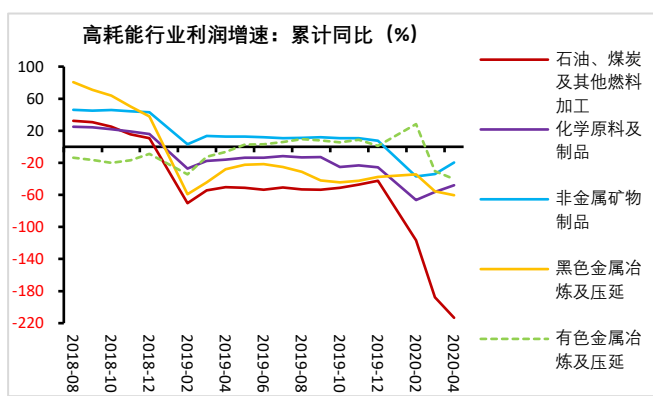
利润占比上，1-4 月份，国内高技术制造业利润在工业中的比重为 17.4%，较 1-3 月提高 0.6 个百分点；同期高耗能利润占比为 12.6%，较 1-3 月提高 0.9 个百分点（见图 6），高技术制造业利润占比已连续两个月高于高耗能制造业利润占比。

图 7：高技术制造业利润多数明显改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：高耗能制造业利润降幅多数进一步扩大



资料来源：WIND，财信研究院

这反映出，在应对疫情冲击的逆周期调节过程中，政策兼顾了短期稳增长和中长期调结构问题，疫后国内新动能恢复明显更快。正如 2020 年政府工作报告提到，困难挑战越大，越要深化改革，激发内生发展动力，推动制造业升级和新兴产业发展，预计未来国内新旧动能转换大趋势、大方向不会发生改变，相反大概率将迎来加速期。当然我



们也应该看到，目前国内传统产业仍居绝对主导地位，占比超过八成，高技术产业利润不足两成，表明我国结构转型、新旧动能转换仍任重道远。

### 三、受益政策扶持，私企与外资资本开支均改善

4月末，工业企业资产负债率由上月的56.6%提高到56.8%，主要源于负债增速提高0.8个百分点至6.2%，同期资产增速仅小幅提高0.1个百分点至6.3%。其中，负债增速提高与逆周期政策力度加大，企业信贷债务增速提高有关，如4月份社融数据显示，企业中长期贷款继续增加较多；同期资产增速增幅偏小，反映出企业投资意愿仍偏弱。

分企业类型看，4月末，国企、私企和外企资产负债率分别为57.9%、58.3%和53.3%，较3月末分别提高0.2、持平和提高0.4个百分点，分别较去年同期降低0.5、提高0.1和提高0.3个百分点（见图9）。

三部门资产负债率环比均呈改善态势，但具体从资产和负债增速看，国企属于被动加杠杆，其资本开支持续放缓，私企和外企属于主动加杠杆，两者资本开支均明显改善。一方面，受疫情冲击下国际大宗商品价格大幅下降、实体总需求偏弱影响，国企投资意愿下降，资本开支放缓。如年内国企资产和负债增速均在回落，由2019年末的5.3%和4.5%，降至2020年3月的4.6%和3.4%，但3月国企负债增速降幅小于资产增速降幅（根据统计局公布的资产负债规模计算），导致其资产负债率环比改善（见图10）。另一方面，受益于国家加大普惠型金融扶持力度，稳住中小微企业基本盘，多措并举稳外资、稳外贸，私企和外资的资本开支均有所恢复。如3月末私企资产和负债增速，分别较2019年末提高1.8和0.9个百分点；同期外资资产和负债增速分别提高0.5和0.6个百分点（见图11-12）。

往后看，受益于国内一系列重大工程项目加快推进，预计国企资本开支或有所改善；受全球需求依旧偏弱、海外不确定不稳定因素增多影响，私企和外资持续加杠杆、扩大投资存疑，仍有待进一步的观察。

图9：国企、私企、外企资产负债率均有所回升

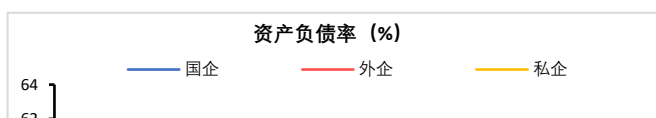
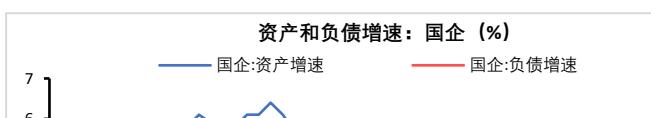


图10：国企资产与负债增速有所回落



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\\_4894](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4894)

