



证券研究报告·宏观研究报告
2020年2月5日

首创宏观“茶”： 2019年工业企业利润总额累计同比个位数负 增长，符合预期！

——12月工业企业利润数据点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

- 12月工业企业利润总额当月同比-6.30%，前值5.40%；12月工业企业利润总额累计同比-3.30%，前值-2.10%。对此，我们点评如下：
- 一、2019年工业企业利润总额累计同比个位数负增长符合我们的预期；
- 二、营业收入利润率同比下行或是制造业利润增速下行的主因；
- 三、制造业五大主导行业利润总额累计同比悉数下行；
- 四、私营工业企业利润总额累计同比创2019年3月以来新低；
- 五、PPI当月同比大概率前低后高，被动去库存启动大约在2020年年中。

目录

一、2019 年工业企业利润总额累计同比个位数负增长符合我们的预期.....	4
二、营业收入利润率同比下行或是制造业利润增速下行的主因.....	6
三、制造业五大主导行业利润总额累计同比悉数下行.....	7
四、私营工业企业利润总额累计同比创 2019 年 3 月以来新低.....	9
五、PPI 当月同比大概率前低后高，被动去库存启动大约在 2020 年年中.....	11

图表目录

图 1：工业企业利润总额累计同比与当月同比双双下行（%）	5
图 2：2019 年工业企业利润总额累计同比个位数负增长在 4-12 月均得到兑现（%）	5
图 3：剔除掉 2019 年 2 月，12 月制造业利润总额累计同比创有记录新低（%）	6
图 4：五大主导行业利润总额累计同比悉数较前值下行（%）	9
图 5：私营工业企业利润总额累计同比创 2019 年 3 月以来新低（%）	10
图 6：2020 年 PPI 当月同比大概率前低后高（%）	12

事件：12月工业企业利润总额当月同比-6.30%，前值5.40%；12月工业企业利润总额累计同比-3.30%，前值-2.10%。

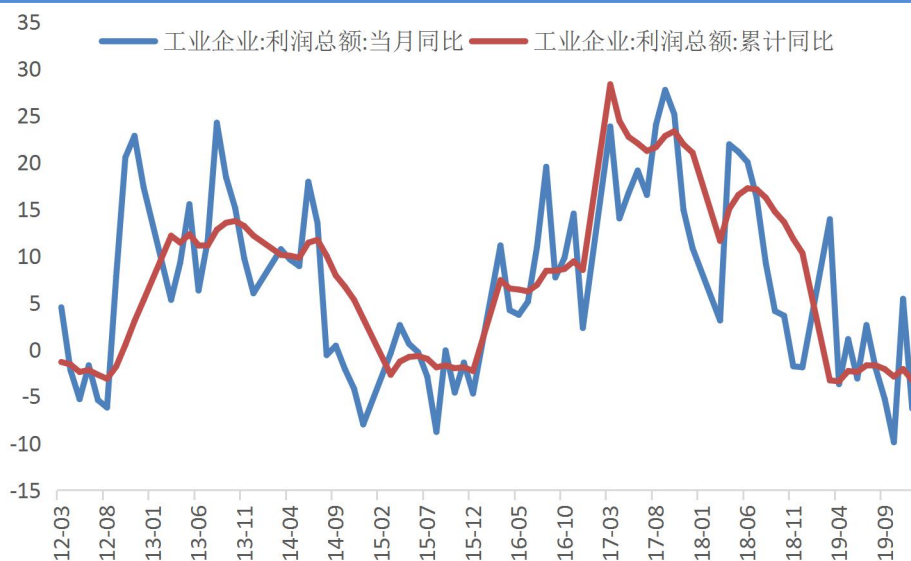
点评：

一、2019年工业企业利润总额累计同比个位数负增长符合我们的预期

12月工业企业利润总额累计同比录得-3.30%，较前值下行1.20个百分点，连续10个月保持个位数负增长。具体看：在量的方面，12月工业增加值累计同比为5.70%，较前值上行0.1个百分点；在价的方面，12月PPI累计同比为-0.30%，持平于前值；在利润率方面，12月工业企业营业收入利润率为5.86%，较前值下行0.05个百分点，较去年同期下行0.63个百分点；在基数效应方面，2018年11月、12月工业企业利润总额累计同比分别为11.80%、10.30%。总体上看，“量涨”叠加基数下行利多工业企业利润增速，但是营业收入利润率较去年同期大幅下行对工业企业利润增速形成制约，最终工业企业利润总额累计同比较前值下行。

12月工业企业利润总额当月同比录得-6.30%，较前值大幅下行11.70个百分点，时隔1个月再次录得负增长，且增速录得年内次低。具体看：在量的方面，12月工业增加值当月同比为6.90%，较前值上行0.7个百分点；在价的方面，12月PPI当月同比为-0.50%，较前值上行0.9个百分点；在利润率方面，12月工业企业营业收入利润率为5.86%，较前值下行0.05个百分点，较去年同期下行0.63个百分点；在基数效应方面，2018年11月、12月工业企业利润总额当月同比分别为-1.80%、-1.90%。在工业增加值当月同比、PPI当月同比以及基数效应均利多工业企业利润增速的背景下，工业企业利润总额当月同比依旧较前值大幅下行，在“四因素”分析框架下，我们将其归因于营业收入利润率同比大幅下行。

图 1：工业企业利润总额累计同比与当月同比双双下行（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

自2019年4月以来，在工业企业利润数据点评以及通货膨胀数据点评中我们持续提示，2019年工业企业利润增速承压，并明确指出，2019年工业企业利润总额累计同比大概率个位数负增长，具体看：在《首创宏观茶：工业企业利润增速短期有支撑，但全年中枢较2018年下移（20190429）》中指出，“总体上看，2019年企业利润增速中枢较2018年下移，企业利润增速整体承压”；在《首创宏观茶：三季度工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长（20190729）》中提出，“三季度工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长”；在《首创宏观茶：工业企业利润增速压力加大，后期大概率加大逆周期调节力度（20191129）》中提出，“2019年全年工业企业利润总额累计同比个位数负增长几成定局”。

图 2：2019 年工业企业利润总额累计同比个位数负增长在 4-12 月均得到兑现（%）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
2 月	34.28	-5.20	17.17	9.43	-4.20	4.80	31.50	16.10	-14.00
3 月	31.99	-1.34	12.14	10.10	-2.70	7.40	28.30	11.60	-3.30
4 月	29.66	-1.60	11.40	10.00	-1.30	6.50	24.40	15.00	-3.40
5 月	27.91	-2.40	12.30	9.80	-0.80	6.40	22.70	16.50	-2.30
6 月	28.65	-2.20	11.10	11.40	-0.70	6.20	22.00	17.20	-2.40
7 月	28.28	-2.70	11.10	11.70	-1.00	6.90	21.20	17.10	-1.70
8 月	28.23	-3.13	12.78	10.00	-1.90	8.40	21.60	16.20	-1.70
9 月	26.97	-1.82	13.52	7.90	-1.70	8.40	22.80	14.70	-2.10
10 月	25.26	0.49	13.72	6.70	-2.00	8.60	23.30	13.60	-2.90
11 月	24.36	3.02	13.17	5.30	-1.90	9.40	21.90	11.80	-2.10
12 月	25.35	5.27	12.15	3.30	-2.30	8.50	21.00	10.30	-3.30

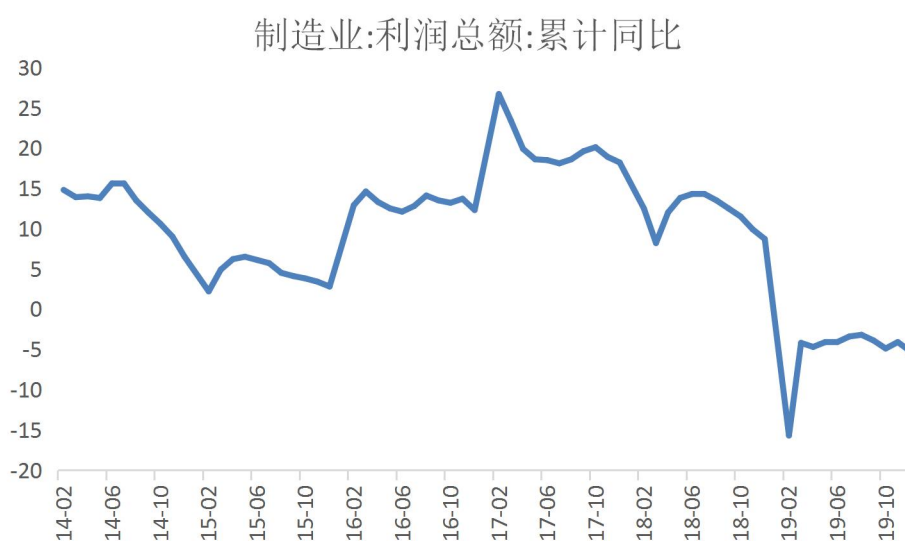
资料来源：wind，首创证券研究发展部

随着12月工业企业利润数据的出炉，我们的判断得到市场验证：2019年全年工业企业利润总额增速录得-3.30%的个位数负增长，较2018年全年大幅下行13.60个百分点。值得一提的是，3-12月工业企业利润总额累计同比在-3.40%至-1.70%之间窄幅波动，也就是说，我们所做的“2019年工业企业利润总额累计同比个位数负增长”的判断，在4-12月均得到兑现。

二、营业收入利润率同比下行或是制造业利润增速下行的主因

从三大部类看，12月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别为1.70%、-5.20%、15.40%，分别较前值上行0.70、-1.10、-2.30个百分点。其中，电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比的降幅大于制造业利润总额累计同比的降幅，但是考虑到制造业利润总额在工业企业利润总额中的占比高达82%，因此，制造业利润总额累计同比下行是工业企业利润总额累计同比下行的主因。值得注意的是，如果剔除掉2019年2月-15.7%的异常值，12月制造业利润总额累计同比创2014年2月以来新低。

图 3：剔除掉 2019 年 2 月，12 月制造业利润总额累计同比创有记录新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

具体看三大部类利润增速的分拆情况：采矿业方面，12月采矿业营业收入利润率较前值大幅下行0.98个百分点，但是采矿业工业增加值累计同比较前值上行0.10个百分点，采掘工业PPI累计同比较前值上行0.10个百分点，叠加2018年同期基数下行3.2个百分点，因此12月采矿业利润总额累计同比较前值上行符合“四因子”框架的逻辑；制造业方面，12月加工工业PPI累计同比持平

于前值，但是制造业工业增加值累计同比较前值上行0.10个百分点，制造业营业收入利润率较前值上行0.04个百分点，以及2018年同期基数下行1.2个百分点，在“一平三利多”的情况下，12月制造业利润总额累计同比较前值下行1.10个百分点不符合“四因子”框架的逻辑；电力热力燃气及水的生产和供应业方面，12月电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比持平于前值，但是电力热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业PPI累计同比分别较前值下行0、0.30、0个百分点，电力热力燃气及水的生产和供应业营业收入利润率较前值下行0.46个百分点，叠加2018年同期基数上行0.3个百分点，因此电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比较前值下行2.30个百分点符合“四因子”框架的逻辑。

对于制造业利润总额累计同比较前值下行不符合“四因子”框架的逻辑的一个解释是，制造业营业收入利润率虽然较前值上行0.04个百分点，但是很有可能较2018年同期大幅下行。查看万得资讯关于制造业营业收入利润率的数据，该数据的记录起始于2019年2月，我们无法得知2019年之前制造业营业收入利润率的走势，但是可以从两个方面进行推断：第一方面是，制造业利润总额在工业企业利润总额中的占比高达82%，从加权平均的角度看，制造业营业收入利润率应该对工业企业营业收入利润率产生主导影响；第二个方面是，从2019年2-12月的数据看，相比采矿业与电力热力燃气及水的生产和供应业，制造业营业收入利润率与工业企业营业收入利润率的走势最为接近。以上两个方面相互印证，叠加12月工业企业营业收入利润率较2018年同期下行0.63个百分点，我们推测12月制造业营业收入利润率大概率较2018年同期大幅下行。在此背景下，制造业利润总额累计同比较前值下行可以得到解释。

三、制造业五大主导行业利润总额累计同比悉数下行

在全部工业企业的41个子行业中，12月录得正增长的行业有27个，较11月减少1个，录得负增长的行业有13个，持平于前值，数据缺失的有1个。其中，增速排名前6的行业是黑色金属矿采选业、其他采矿业、电力热力的生产和供应业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业，其利润总额累计同比分别为396.50%、60.00%、19.00%、12.90%、12.00%、11.90%，分别较前值上行225.80、-15.00、-1.60、-0.70、-1.70、3.20个百分点。增速排名后6的行业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、有色金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、汽车制

造，其利润总额累计同比分别为-42.50%、-37.60%、-28.80%、-25.60%、-19.80%、-15.90%，分别较前值上行4.70、4.70、-5.80、-2.30、3.00、-2.00个百分点。与11月相比，41个行业中较前值上行的行业有9个，较前值下行的行业有31个，数据缺失的有1个。其中，上行幅度排名前6的行业是黑色金属矿采选业、金属制品机械和设备修理业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造业，其利润总额累计同比分别为396.50%、-0.10%、-42.50%、-37.60%、11.90%、-19.80%，分别较前值上行225.80、12.30、4.70、4.70、3.20、3.00个百分点。综上，绝对增速排名前6位且上行幅度排名前6位的行业是黑色金属矿采选业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业，绝对增速排名后6位但上行幅度排名前6位的行业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、化学纤维制造业。

在制造业内部的31个子行业中，12月录得正增长的有20个行业，较前值下行1个，录得负增长的有11个行业，较前值上行1个。其中，排名前6的行业是专用设备制造业、橡胶和塑料制品业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、家具制造业、电气机械及器材制造业、酒饮料和精制茶制造业，其利润总额累计同比分别为12.90%、12.00%、11.90%、10.80%、10.80%、10.20%，分别较前值上行-0.70、-1.70、3.20、-7.40、-2.50、-7.20个百分点。增速排名后6的行业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、化学纤维制造业、汽车制造、纺织业，其利润总额累计同比分别为-42.50%、-37.60%、-25.60%、-19.80%、-15.90%、-10.90%，分别较前值上行4.70、4.70、-2.30、3.00、-2.00、-3.90个百分点。与11月相比，31个行业中较前值上行的行业有7个，较前值下行的行业有24个。其中，上行幅度排名前6的行业是金属制品机械和设备修理业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造

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_7301

