



利润结构继续优化，逆周期仍需加码

——2019年10月工业企业利润数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2019年1-10月份，规模以上工业企业实现利润总额50151.0亿元，同比下降2.9%，降幅较1-9月扩大0.8个百分点；其中，10月当月工业企业利润同比下降9.9%，降幅较9月份扩大4.6个百分点。
- 工业品出厂价格和传统制造业利润降幅扩大是工业利润下降较多的直接原因。一方面，2019年1-10月国内工业品出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别为-0.2%和-0.5%，较1-9月均回落0.2个百分点，其中10月PPI和生产资料PPI分别较上月降低0.4和0.7个百分点。另一方面，国内中低端传统制造业利润降幅继续扩大，如2019年1-10月，黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、汽车制造业、纺织业利润分别同比下降44.2%、25.3%、14.7%和6.4%，除汽车制造外，其他三个行业本月降幅均进一步扩大。上述四行业利润占工业利润比重已超两成，表明国内工业投资需求仍不足。
- 收入增速仍低于成本增速。2019年1-10月，工业企业营业收入与营业成本之差与剔除价格因素影响后的实际营业收入增速和实际营业成本增速之差分别为-0.3%和-0.6%，均继续为负，意味着前期减税降费降低企业成本举措已基本被需求低迷所抵消。
- 高技术制造与基建相关行业利润逆势回升，但仍难改传统制造业拖累工业利润降幅扩大。

分三大门类看，制造业利润降幅扩大仍是拖累工业利润的主因，逆周期调控加码下电力热力燃气及水的生产与供应维持两位数高增长。2019年1-10月份，电力热力燃气及水的生产和供应业、采矿业、制造业利润增速分别为14.4%、2.4%、-4.9%，分别较1-9月增加2.1、降低0.7和降低1.0个百分点。

具体从制造业内部结构看，高技术制造业利润增速与占比回升，国内新旧动能转换继续加快但仍任重道远。利润增速上，2019年1-10月，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2.0%、-27.7%，较1-9月分别提升0.1和降低4.1个百分点。利润占比上，2019年二季度以来，国内新旧动能转换有所加快，高技术制造业利润占比持续提升；但目前传统产业仍居绝对主导地位，占比超过八成，我国结构转型、新旧动能转换任重道远。

- 私企、外企等高效部门资产和负债增速继续回落，国企资产和负债增速则明显回升。受益于逆周期调控力度和基建投资加码，2019年二季度以来国企资产和负债增速均由降转升，且资产增速快于负债增速，导致国企杠杆率趋降。但同期私企和外企资产和负债增速均持续回落，其中外企资产和负债增速分别由2018年8月的7.9%、7.7%降至2019年9月的3.5%、2.6%。
- 工业企业去库存周期或被拉长。2019年1-10月，工业企业产成品存货累计同比增长0.4%，较1-9月份降低0.6个百分点。根据历史经验，产成品库存与房

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 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

地产投资增速同步性强，且后者是前者的领先指标。展望未来，预计房地产投资增速稳中趋缓，工业企业将继续去库存。

目 录

一、工业品出厂价格和传统制造业利润降幅扩大是工业利润下降较多的直接原因.....	4
二、营业收入与营业成本增速之差仍为负，减税降费积极影响被需求疲软抵消.....	4
三、高技术制造业与基建相关行业利润逆势回升，传统制造继续拖累工业利润负增长	5
四、私企、外企资产和负债增速继续回落，国企资本开支则有所增加	7
五、工业企业去库存周期或被拉长	8

正文：

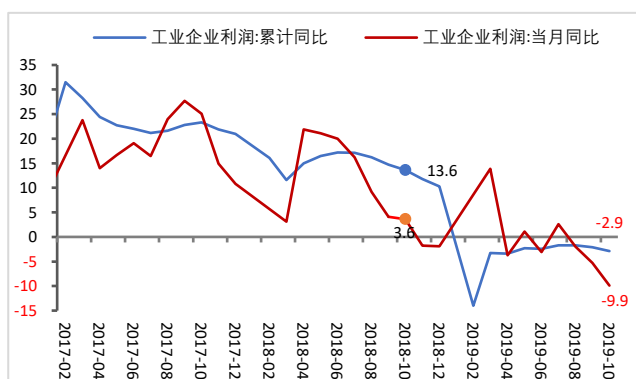
一、工业品出厂价格和传统制造业利润降幅扩大是工业利润下降较多的直接原因

1-10月规模以上工业企业利润总额同比下降2.9%，降幅较1-9月扩大0.8个百分点；其中，10月当月工业企业利润同比下降9.9%，降幅较9月份扩大4.6个百分点（见图1）。工业利润增速降幅继续扩大，从直接原因看，主要有以下几点：

一是工业品出厂价格指数（PPI）降幅扩大。工业企业利润受工业品出厂价格尤其是生产资料价格的影响较大，因此，工业企业利润增速与工业生产者出厂价格指数（PPI）尤其是生产资料价格指数具有很强的同步性（见图2）。2019年1-10月，国内PPI和生产资料价格指数分别为-0.2%和-0.5%，较1-9月均回落0.2个百分点，降幅进一步扩大；其中，10月当月国内PPI和生产资料PPI分别降至-1.6%和-2.6%，分别较上月降低0.4和0.7个百分点，均连续4个月以上负增长。国内工业品出厂价格降幅扩大，实质上反映出受全球需求放缓、贸易不确定性犹存、国内房地产投资高位趋缓影响，国内工业投资需求不足。预计未来数月国内PPI仍将延续负增长，持续拖累工业企业利润。

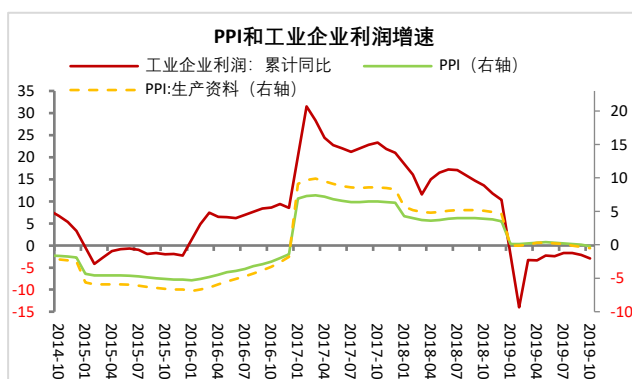
二是传统制造业利润降幅继续扩大。2019年1-10月，国内黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、汽车制造业、纺织业利润增速分别为-44.2%、-25.3%、-14.7%和-6.4%，较2018年底分别降低82.0、41.2、10.0和11.7个百分点，且除汽车制造业外，其他三个行业本月降幅均有所扩大。考虑到上述四行业合计占全部规模以上工业企业利润比重在两成以上，表明在国内外需求放缓影响下，国内偏中低端的制造业行业利润受损较多，亦是拖累工业增速持续回落的重要原因。

图1：工业企业利润增速降幅有所扩大



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：工业企业利润增速受PPI影响较大



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

二、营业收入与营业成本增速之差仍为负，减税降费积极影响被需求疲软抵消

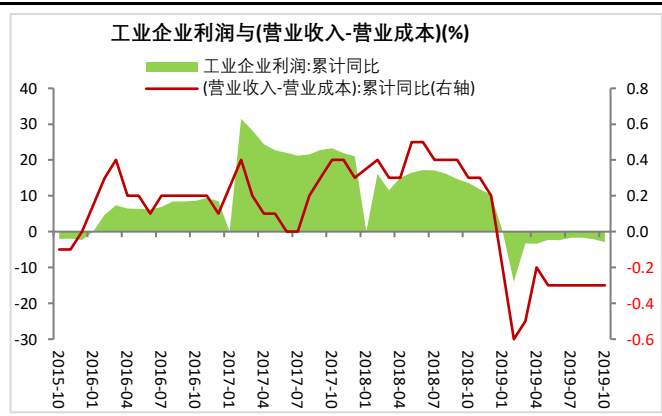
导致工业企业利润增速变化的主要因素：一是营业收入和营业成本增速的相对变化，如果收入增速高于成本支出增速，那么利润增速会呈提高走势，反之则相反；二是实际营业收入增速和实际营业成本增速的相对变化，即剔除价格因素影响后的营业收入和营

业成本增速的相对变化，前者用营业收入增速减去工业企业产品出厂价格指数（PPI）衡量，后者用营业成本增速减去原材料购进价格指数（PPIRM）衡量，如果实际营业收入增速高于实际营业成本增速，那么企业利润趋于改善，反之则相反。

从名义相对变化看，2018 年，工业企业营业收入和营业成本增速之差为 0.2%，年内总体呈下降趋势，与之相应企业利润增速也呈下降趋势（2017 年以前的数据用主营业务收入和主营业务成本代替，数据趋势一致，且差值很小，不影响结论，下同）；2019 年以来，国内工业企业营业收入和营业成本之差由正转负，导致利润增速亦持续负增长，1-10 月两者的差额为-0.3%，年内已连续六个月维持该值（见图 3）。这意味着前期国内减税降费降低企业成本举措效果，基本被需求低迷所抵消。

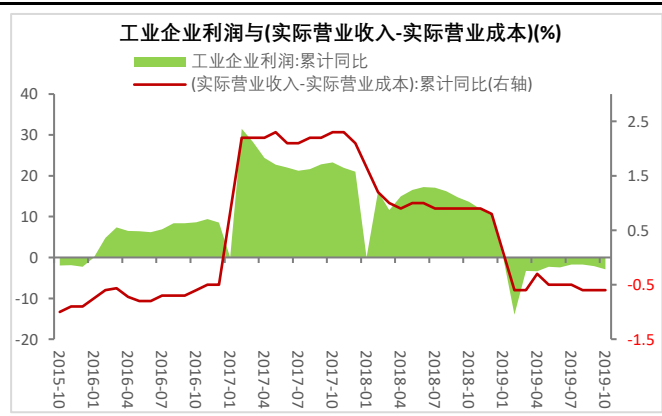
从实际相对变化看，工业企业实际营业收入和实际营业成本增速之差也持续缩减，2018 年该差额为 0.8%，2019 年 1-10 月由正转负降至-0.6%，年内连续三个月维持该值，较 1-7 月降低 0.1 个百分点（见图 4），预示着国内工业企业成本端改善作用有限，工业企业利润整体仍承压。

图 3：企业利润增速与（营业收入-成本）增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：企业利润增速与实际（营业收入-成本）增速



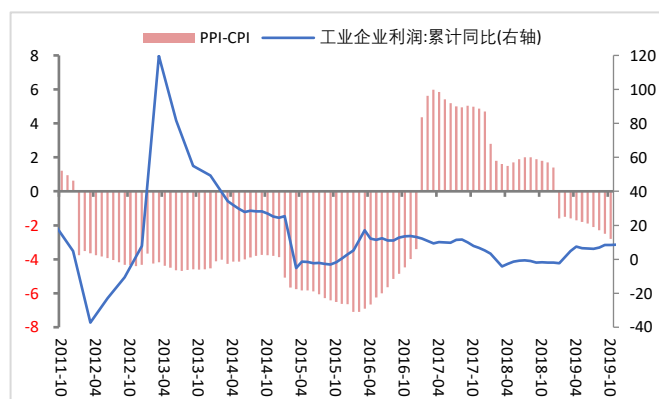
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、高技术制造业与基建相关行业利润逆势回升，传统制造继续拖累工业利润负增长

上游与下游行业价格增速差继续下降，中下游行业利润有所回升但增速仍为负。如果用 PPI 和 CPI 分别表示上游和下游产品价格，那么 2017-2018 年以来两者之差快速提高（见图 5），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 6）。2019 年以来，（PPI-CPI）由正转负，叠加减税降费积极影响，中下游行业成本或趋于下降。如 2019 年 1-10 月，（PPI-CPI）

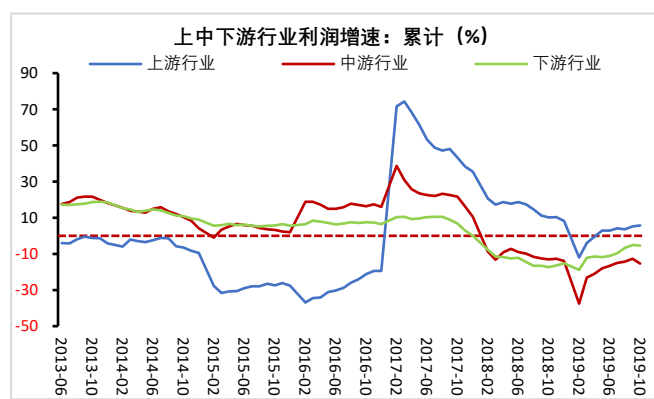
的剪刀差为-2.8, 较 1-9 月差额继续扩大 0.3 个百分点; 对应国内中下游企业利润增速较 2018 年底已有所回升, 但受终端需求偏弱影响, 中下游企业利润增速绝对值仍为负。相比之下, 2019 年 1-10 月上游企业利润增速受益逆周期调控加码由负转正, 表现为同期占上游行业利润近一半的电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比增长 14.4%, 但受 PPI 仍有回落压力 and 下游需求疲软向上游传导的影响, 上游企业利润增幅偏小且持续性需继续观察。

图 5: 上游行业对中下游行业利润挤压改善偏慢



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

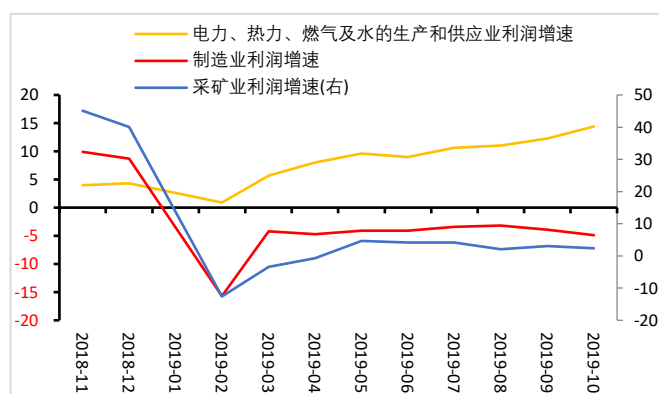
图 6: 中下游行业利润仍为负增长



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

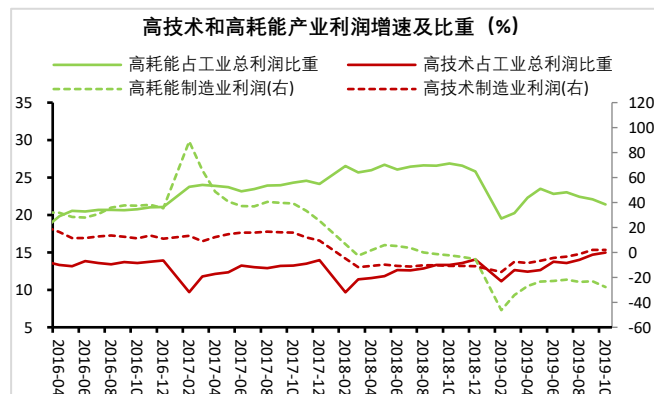
分三大门类看, 制造业利润降幅扩大仍是拖累工业利润的主因, 逆周期调控加码下电力热力燃气及水的生产与供应维持两位数高增长。2019 年 1-10 月份, 电力热力燃气及水的生产和供应业、采矿业、制造业利润增速分别为 14.4%、2.4%、-4.9%, 分别较 1-9 月增加 2.1、降低 0.7 和降低 1.0 个百分点 (见图 7), 这反映出国内工业企业利润降幅扩大仍主要受制造业拖累。逆周期调控加码背景下, 国内电力热力燃气及水的生产与供应维持两位数高增长、采矿业利润增速亦较年初回升转正, 但均难改工业利润下行趋势。

图 7: 制造业利润降幅扩大仍是主要拖累项



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 8: 高技术制造业利润增速与占比均明显回升

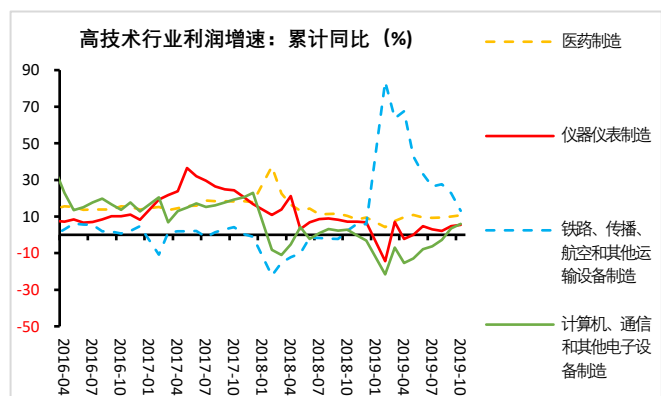


资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

从制造业内部结构看, 高技术制造业利润增速与占比回升, 国内新旧动能转换继续加快但仍任重道远。从利润增速来看, 2019 年 1-10 月, 我们统计的高技术制造业和高

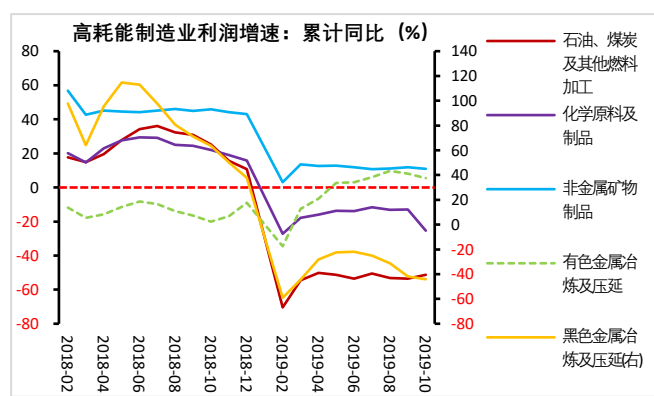
耗能制造业利润增速分别为 2.0%、-27.7%，较 1-9 月分别提升 0.1 和降低 4.1 个百分点，较 2018 年底分别提高 13.1 和降低 22.1 个百分点（见图 8）。其中，高技术制造业利润增速回升，主要源于 1-10 月计算机通信和其他电子设备制造、医药制造、仪器仪表制造业利润增速，较 1-9 月分别提升 2.4、0.6 和 0.6 个百分点（见图 9）。高耗能制造业利润降幅扩大，则主要源于 1-10 月化学原料及化学制品业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业利润增速，较 1-9 月分别降低 12.3、2.7 和 2.4 个百分点（见图 10）。从利润占比来看，2016 年以来高耗能制造业行利润占比持续上升，高技术行业利润占比低位震荡，但 2019 年二季度以来，国内新旧动能转换有所加快，高技术制造业利润占比持续提升，高耗能制造业利润占比转而下降。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。这均表明我国结构转型、新旧动能转换任重道远，需要更多耐心和时间。

图 9：高技术制造业利润增速多数回升



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：高耗能制造业利润多数下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、私企、外企资产和负债增速继续回落，国企资本开支则有所增加

2018 年以来，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%，同期私企却从 51.6% 提高到 56.4%（见图 11），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规模增速快于资产规模增速（见图 12），杠杆率不降反增，表明 2018 年以来私营企业经营状况恶化。与国有企业资产规模增速快于负债规模增速形成鲜明

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_8742

