

发布时间：2019-08-01

证券研究报告

6月工业企业利润点评：量价增速不匹配，主动去库存延续

报告摘要：

事件：2019年7月27日，国家统计局公布2019年1-6月工业企业利润：2019年1-6月，全国规模以上工业企业利润总额29840.0亿元，（可比口径）同比下降2.40%，较1-5月-2.30%的下跌幅度上升0.1个百分点；6月当月利润增速为-3.1%，前值1.1%。

点评：量价增速不匹配，利润增速整体下行。2019年1-6月工业企业利润累计下跌幅度增大，6月单月变动幅度由正转负，我们从分别从工业增加值和营业收入（量）、PPI（价）、和营业收入利润率（盈利能力）三个维度来分析：第一，从产出水平看，6月工业增加值同比增长6.3%，相比去年同期增速提高了0.3个百分点，环比增速为0.68，相比上月提高了0.3个百分点，总体而言，6月的产出水平有所回升。但从工业企业营业收入来看，6月累计同比从5.1%下降至4.7%。两者背离较为严重。第二，从价格层面看，6月PPI指数同比增幅为0，环比下降0.3%，反映出市场需求相对疲软。第三，从盈利能力看，1-6月营业收入利润率为5.86%，比1-5月提高0.14个百分点，预计是减税降费政策效果的体现。综上所述，由于市场总体需求的疲软，导致价格和产量增速不匹配以及企业盈利能力下降致使1-6月工业企业利润增速下跌。

库存水平仍居高位，库存周期仍处于主动去库存阶段。1-6月工业企业产成品库存同比增长3.5%，增速较上月下降0.6个百分点，库存水平仍然较高，当前工业企业整体仍处于去库存阶段。整体而言，工业增加值累计同比增速和工业产品库存累计同比增速目前仍处于下行状态，因此，当前仍处于主动去库存阶段。分行业看，4-6月，处于主动补库存的行业比例总体呈下降趋势；处于被动去库存阶段的行业比例有明显增加，其中中游行业的上升幅度最大，计算机、通信和其他电子设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业以及造纸印刷等行业连续两月处于被动去库存状态；被动补库存和主动去库存状态行业的比例也有一定上升。总体而言，各行业存在逐渐进入被动去库存阶段的趋势，但当前存在较大的外部不确定性以及并不旺盛的市场需求，出现反复的可能性较大，总体趋势仍有待观察。

总体上看：6月工业企业生产水平虽有所回升，但盈利同比下行明显，这与需求疲软和盈利能力下降等因素相关，库存周期仍处于去库存阶段，但整体已逐渐进入被动去库存阶段。展望后期，虽然减税降费政策能够在一定程度提高企业利润率，但在中美贸易谈判前景仍不明朗、需求难以提振以及PPI持续走弱的情况下，行业库存周期或在个别月份出现反复，预计三季度企业利润提振难度较大。

历史收益率曲线



收益率 (%)	1Y	10Y
国债	2.7535	3.3500

相关报告

《东北证券4月工业企业利润点评：产量低基数高需求疲弱，价承压外虚弱盈利难起》
2019-05-29

《东北证券3月工业企业利润点评：量价回升利润回涨，去库延续主被转换》
2019-04-27

《东北证券2月工业企业利润点评：量价齐跌利润下行，春节错峰需求疲弱》
2019-03-28

《东北证券利润下行符合预期，价格低位拖累最大（2019-01-29）》
2019-01-31

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001
010-58034582 liuchenh@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025
010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件:

2019年7月27日,国家统计局公布2019年1-6月工业企业利润:2019年1-6月,全国规模以上工业企业利润总额29840.0亿元,(可比口径)同比下降2.40%,较1-5月-2.30%的下跌幅度上升0.1个百分点;6月当月利润增速为-3.1%,前值1.1%,单月增速由正转为负。

点评:

1. 量价增速不匹配, 利润增速整体下行

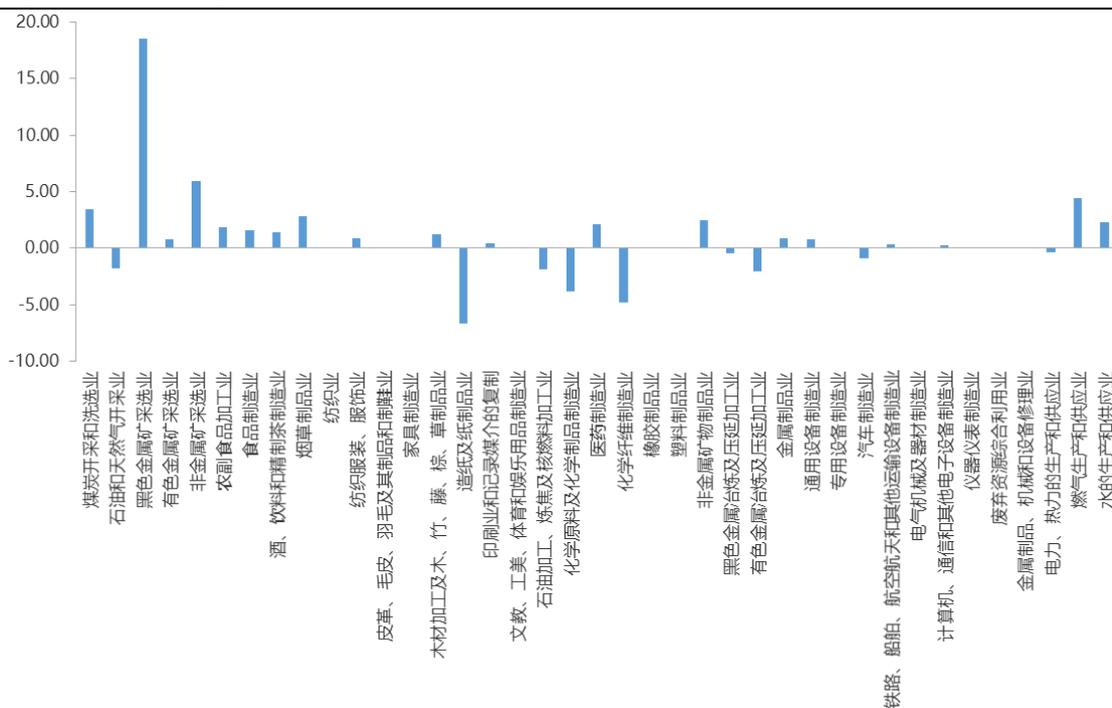
2019年1-6月工业企业利润累计下跌幅度增大,6月单月变动幅度由正转负,我们从分别从工业增加值和营业收入(量)、PPI(价)、和营业收入利润率(盈利能力)三个维度来分析:

第一,从产出水平看,6月工业增加值同比增长6.3%,相比去年同期增速提高了0.3个百分点,环比增速为0.68,相比上月提高了0.3个百分点,总体而言,6月的产出水平有所回升。但从工业企业营业收入来看,6月累计同比从5.1%下降至4.7%。两者背离较为严重。

第二,从价格层面看,6月PPI指数同比增幅为0,环比下降0.3%,反映出市场需求相对疲软,价格和产量增速不匹配,对工业企业盈利增长带来了较大阻力。

第三,从盈利能力看,1-6月营业收入利润率为5.86%,比1-5月提高0.14个百分点,预计是减税降费政策效果的体现,但相比去年同期下降0.65个百分点,反映出盈利能力相比去年同期下降。综上所述,由于市场总体需求的疲软,导致价格和产量增速不匹配以及企业盈利能力下降致使1-6月工业企业利润增速下跌。

图 1: 6月 PPI 同比 (单位: %)



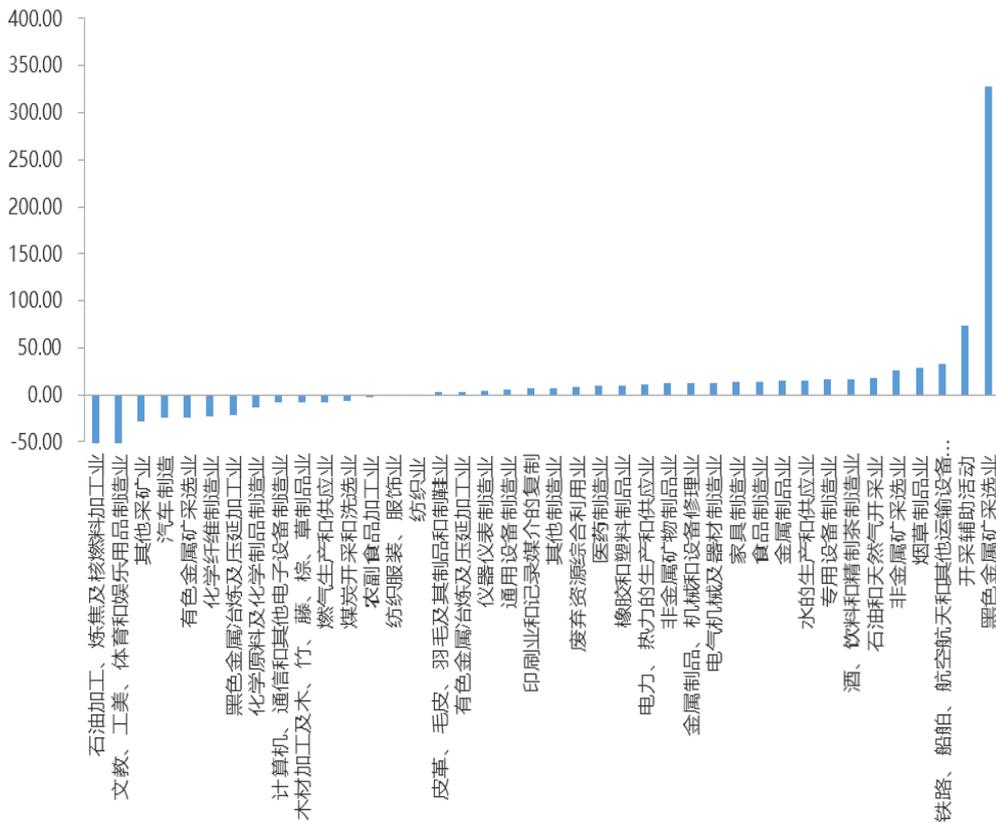
数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 上、中、下游工业企业利润累计增速 (单位: %)

	行业	6月工业企业利润
上游	其他采矿业	-28.60
	有色金属矿采选业	-24.50
	黑色金属矿采选业	327.30
	开采辅助活动	73.80
	煤炭开采和洗选业	-7.10
	石油和天然气开采业	17.80
	非金属矿采选业	25.60
	电力、热力的生产和供应业	11.50
	燃气生产和供应业	-7.30
	中游	化学原料及化学制品制造业
石油加工、炼焦及核燃料加工业		-53.60
水的生产和供应业		14.90
有色金属冶炼及压延加工业		3.10
化学纤维制造业		-23.10
黑色金属冶炼及压延加工业		-21.80
烟草制品业		28.70
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		33.20
纺织业		-0.10
橡胶和塑料制品业		9.80
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		-7.50
农副食品加工业		-2.00
下游		金属制品业
	印刷业和记录媒介的复制	6.60
	食品制造业	13.50
	电气机械及器材制造业	13.00
	其他制造业	7.50
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.30
	汽车制造	-24.90
	家具制造业	13.40
	纺织服装、服饰业	-0.80
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-53.60
	通用设备制造业	5.50
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-7.90
	医药制造业	9.40
	酒、饮料和精制茶制造业	16.90
	专用设备制造业	16.60
	非金属矿物制品业	11.90
	仪器仪表制造业	4.70
	金属制品、机械和设备修理业	12.10
废弃资源综合利用业	8.80	

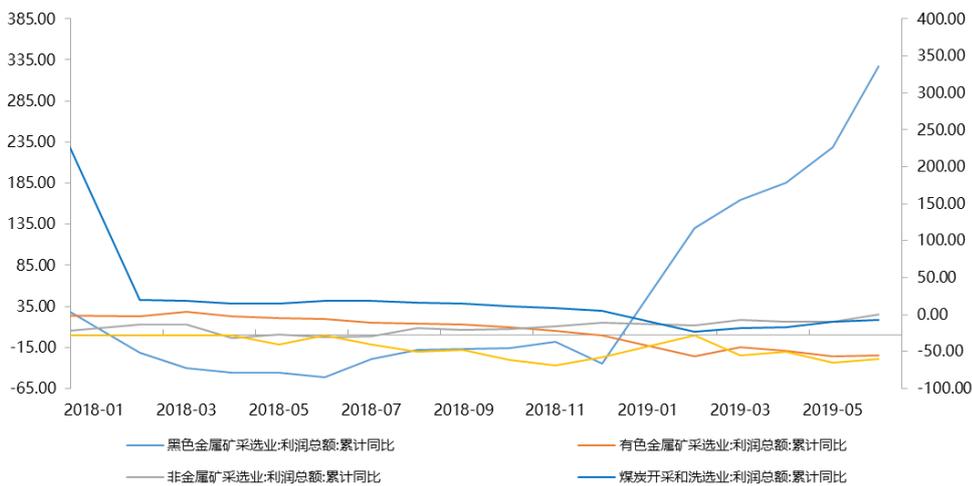
数据来源: 东北证券, Wind

图 2：6 月工业利润累计同比：分行业（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 3：6 月上游企业利润增速变动（单位：%）



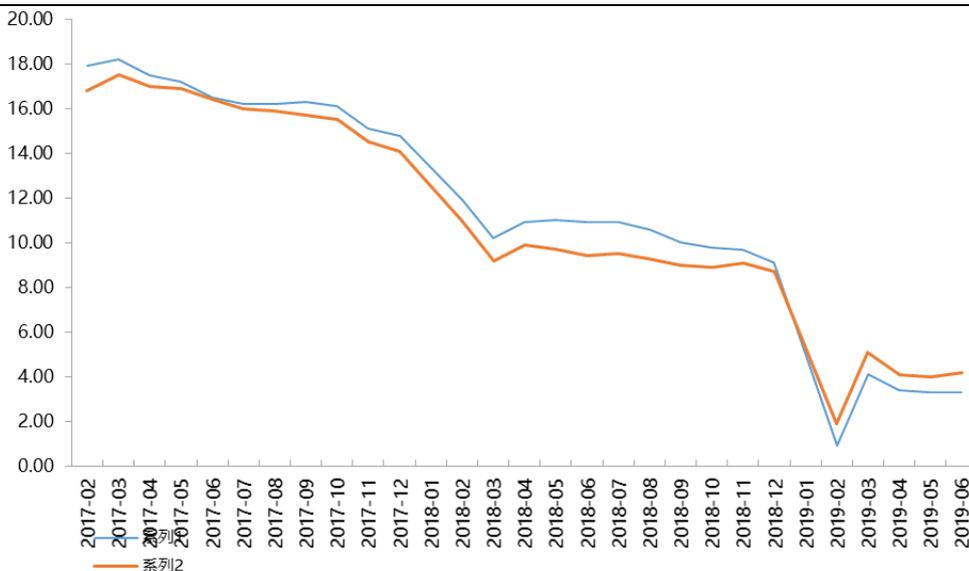
数据来源：东北证券，Wind

2. 收入成本增速双降，费用水平继续降低

收入成本增速继续降低，费用水平抬头拖累盈利能力。1-6月工业企业营业收入累计同比增速为4.7%，比去年同期下降5.3个百分点，比1-5月下降0.4个百分点。1-6月工业企业营业成本累计同比增速为5.0%，相比去年同期下降4.5个百分点。从定量角度看，1-6月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为84.33元，比去年同期降低0.09元，1-6月规模以上工业企业每百元营业收入中的费用为8.66元，比去年同期提高了0.51元，这是进入2019年以来费用水平首次出现增长。由此可见，费用水平的抬头是1-6月工业企业盈利能力（营业收入利润率）同比降低的主要原因。

从三大行业来看，利润总额增速均有下滑，其中，制造业利润总额增速为负。具体而言，1-6月，采矿业利润总额累计同比增速为4.2%，相比1-5月下降0.5个百分点，相比去年同期下降43.7个百分点。制造业利润总额累计同比增速为-4.1%，与1-5月持平，相比去年同期下降17.9个百分点。电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比增长9%，相比1-5月降低0.6个百分点，比去年同期降低16.3个百分点。从营业收入和利润率两个角度来看：在营业收入方面，1-6月，三大行业的营业收入累计同比增速相比去年同期均下降；1-6月，在利润率方面，制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业的营业收入利润率相比1-5月分别提高0.16和0.06个百分点，而采矿业的营业收入利润率则基本与1-5月持平（下降0.02个百分点），说明减税降费政策对三大行业的盈利能力总体上有正向作用。可以看出，营业收入下降是三大行业利润增长的主要阻力。

图 4：国有企业成本收入双降（单位：%）



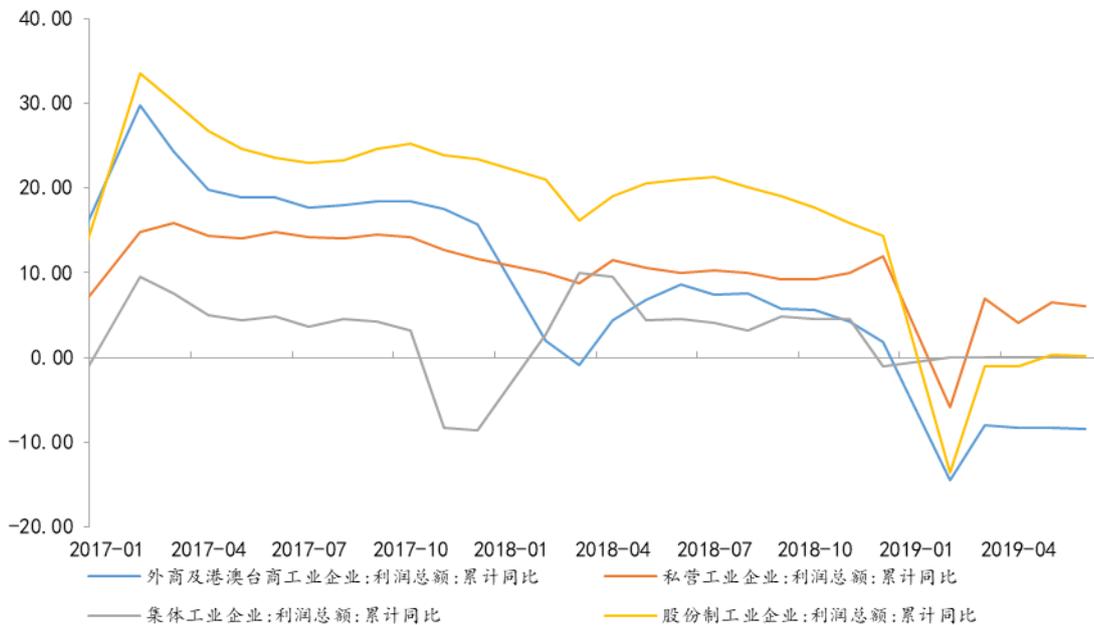
数据来源：东北证券，Wind

分注册类型看，1-6月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额9368.8亿元，同比下降8.7%，较1-5月上升1个百分点。1-6月份，国有企业营业收入同比增速3.3%，与1-5月持平；营业成本同比增速4.2%，较1-5月增加2个百分点。成本增速上行，营业收入增速未能提升，致使1-5月国企盈利呈下行的态势。

其余注册类型企业盈利除股份制企业和私营工业企业略有下行外，均基本保持平稳。股份制工业企业为0.2%，前值0.4%，下降0.2个百分点；集体工业企业利

润保持平稳为 0.0%，前值 0.00%；外商及港澳台商工业企业利润下行至-8.4%，与前值（8.3%）基本持平；私营工业企业利润下行至 6.0%，前值为 6.6%。

图 5：其他注册类型企业盈利除股份制企业和私营工业企业略有下行外，均基本保持平稳（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

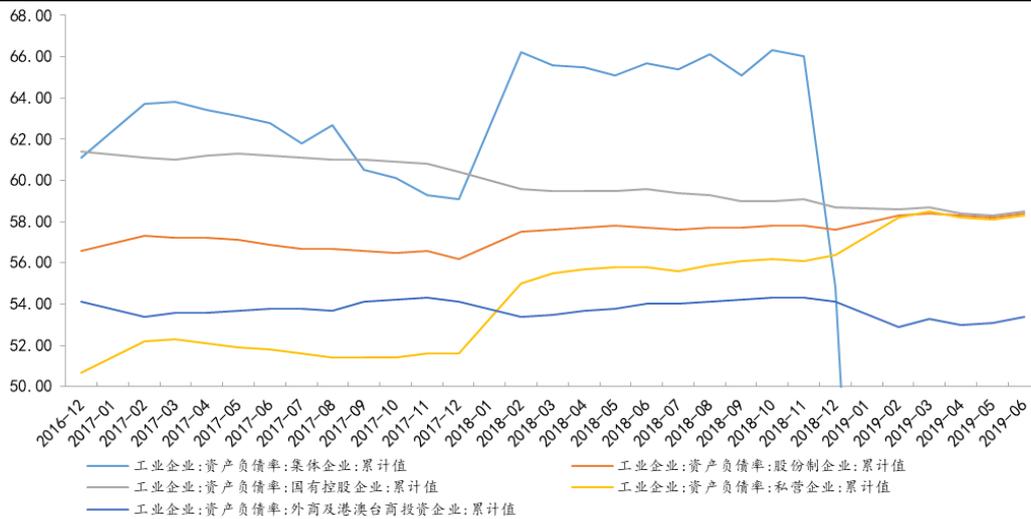
3. 杠杆整体有所提高，国企、私企杠杆环比上行

杠杆整体有所提高，国企、私企杠杆环比皆上行。6月规模以上工业企业资产负债率为 57.0%，比上月提高 0.2 个百分点，比去年同期提高 0.4 个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为 58.50%，环比 5 月提高 0.2 个百分点，同比下降 1.1 个百分点；私营企业 4 月资产负债率为 58.30%，环比 3 月提高 0.2 个百分点，同比提高 3.5 个百分点。

按不同行业来看，采矿业资产负债率为 59.50%，与上月持平；制造业资产负债率收于 56.10%，较上月提高 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业较上月上行 0.10 个百分点，收于 59.70%。

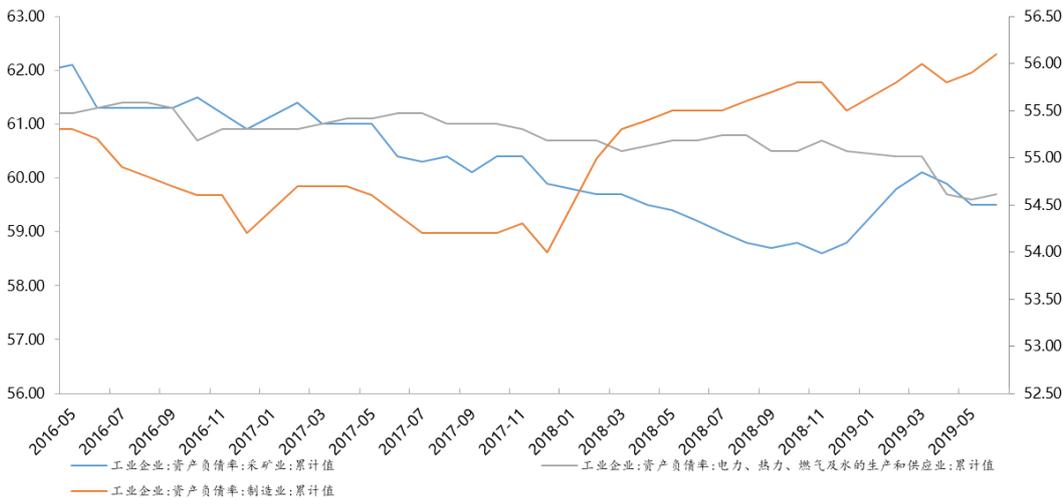
总的来看，6 月杠杆整体水平有所提高，国企、私企杠杆环比皆上行。7 月 29 日，发改委、人行、财政部、银保监会联合发布《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，将通过推进债转股的实施来降低企业杠杆水平。

图 6: 杠杆率 (分注册类型, 单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 杠杆率 (分行业, 单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

4. 库存周期仍处于去库存阶段, 回款天数仍处高位

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_11038



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn