

哪些行业更具龙头优势？——基于工业企业利润率的观察



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 在量、价均无明显改善的情况下 5 月份工业企业利润增速出现转正，意味着利润率的提升起到了非常大的作用，以此为出发点，我们发现工业企业利润率有以下几点特征与趋势：
- **（1）口径调整后下行幅度被高估：**2019 年起统计局将“主营业务收入”调整为“营业收入”，利润率数据的计算公式随之调整，导致今年以来利润率整体下行的现象被高估。如果统一调整为最新口径，则 5 月较去年同期下行幅度将从 0.64 个百分点缩减为 0.5 个百分点；
- **（2）单月利润率反弹显著，拉动 5 月增速：**整体规上工业企业利润规模较去年缩减是当前利润率低于去年的主要原因，与营收的贡献之比约-13:5；单月利润率（6.45%，前值 6.13%）较大幅度改善，但略低于去年同期（6.67%）；
- **（3）可比口径下利润率增速改善本质上是龙头企业优势的体现，货币环境相对宽松不改龙头优势继续加强：**定义龙头优势=龙头企业（始终停留在样本中的企业，下同）利润率较去年同期改善幅度-所有企业利润率较去年同期改善幅度，则今年龙头优势甚至强于去年（开年至今龙头优势为 1.94 个百分点，去年同期 1.7 个百分点）；
- **（3）三点逻辑判断下半年尤其是年末工业企业利润将有较好表现：**一是历年利润率的跨月变化显示，5 月往往处在阶段性上行的过程中，下半年超过上半年的概率较大，二是今年以来规模以上工业企业的样本缩减幅度为史上最大，可比口径下龙头优势凸显，三是 PPI 年底基数低，存在反弹动力；
- **（4）哪些行业更具龙头优势？中游制造龙头效应强，消费品制造整体改善大，上游工业品龙头优势难挡利润率整体下滑，具体来看：**
- **中游行业中，龙头相对于整体改善幅度最大的是交运设备制造业，优势已维持 1 年有余，今年进一步扩大；除此之外通用设备制造业值得关注，该行业龙头企业在 2018 年利润率的改善并不如其他企业，而今年得到逆转；**
- **下游消费品制造业各有分化，**食品制造业、酒饮料和精制茶制造业整体利润率改善幅度居各行业前列，然而今年以来龙头并未跑赢整体；烟草行业长期保持着可比口径与不可比口径数据的高度一致性，与经营门槛有关；医药制造业不论是龙头还是整体利润率均较去年改善，长期无明显龙头优势，或由细分行业多、科研投入大导致；其他消费品制造业多数呈现龙头较整体更强特征的特征，包括农副食品加工、纺织、服装服饰、皮革毛皮、木材加工、家具、造纸、印刷、文教工美行业，但利润率变化情况各有不同；
- **上游行业今年利润率多数较去年同期下滑，尽管部分行业龙头优势仍在。**

风险提示

- （1）尽管减税降费利好持续释放，但从同比数据的角度，明年其对数据的拉动将有所减弱；
- （2）统计执法对样本的影响超预期。

报告发布日期

2019 年 07 月 19 日

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人

曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

联系人

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

相关报告

船到中流浪更急——2019 年下半年宏观经济展望	2019-07-01
盈利增速转正，资产负债率下降	2019-06-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

利润率单月反弹更显著，三、四季度预计前低后高	3
今年以来龙头效应较去年更强，将带动利润增速	5
基建产业链龙头优势加强，食品饮料整体改善	7
中游——基建产业链龙头优势加强	7
下游——各行业分化，食品饮料整体走强但龙头优势减弱	8
上游——龙头优势难挡利润率下滑	8
风险提示	10

5月工业企业利润单月增速转正,录得1.1%,前值-3.7%,与该月份工业增加值(5%,前值5.4%)、PPI(0.6%,前值0.9%)同比增速的走势均有背离,这意味着利润率的改善起到了非常大的作用。然而,尽管5月整体工业企业累计利润率较上月改善(5.72%,前值5.52%,同比-10.1%,前值-11.5%),其仍处于负增长的区间,且明显较之前的两年下了一个台阶(开年至今中枢5.34%,去年同期6.22%)。看似疲软的利润率为何能使得工业企业利润增速触底回升?本文以此为出发点,发现工业企业利润率数据有以下几点新趋势:

(1) 主营业务收入被调整为营业收入后,利润率走低的幅度被高估,此外换算为单月后,利润率改善幅度更大,这些因素构成了利润增速反弹的有利条件;

(2) 相对好的利润增速本质上是龙头效应的体现,以此为契机我们可以在行业之间进行“龙头优势”的横、纵向比较,总体而言,尽管货币环境边际放松,龙头效应反而强于去年;

(3) 中游行业整体与龙头利润率改善情况最好,稳基建背景下,基建产业链龙头优势有所加强,下游消费品制造业表现分化,上游利润率多较去年同期下滑;

(4) 利润率数据的季节性特点(三、四季度先低后高),辅以PPI的年末低基数,2019年年末工业企业利润增速预计有较好表现。

利润率单月反弹更显著,三、四季度预计前低后高

在讨论利润率对整体利润的拉动之前,首先需要明确利润率的统计口径和数据特征:

(1) 2019年起,统计局将发布的“主营业务收入”调整为“营业收入”,以全面反映工业企业收入规模和经营状况,利润率数据的计算公式随之调整。

从历史数据来看,主营业务收入从1996年年初开始公布,到2018年末结束,营业收入的序列则从2017年2月开始延续至今。对比2017年到2018年的这两个指标,差别不大但在提高,2018年末营业收入较主营业务收入高2.7%,2017年初这一幅度为1.7%。

因此,对于工业企业利润率的探讨也应保证在同一口径。从Wind获得的“工业企业:营业收入利润率:累计值”从2019年开始计算方法出现了变化,当前该指标与工业企业利润总额累计值/工业企业营业收入累计值一致,而2018年及之前与工业企业利润总额累计值/工业企业主营业务收入累计值一致。

口径变化对利润率数据的跨年可比性产生了一定影响。实际上,今年以来利润率整体下行的现象是被高估的,如果我们自行计算利润率=利润总额/营业收入(即统一调整为当前的口径),则5月下行幅度(较去年同期)将从0.64个百分点缩减为0.50个百分点。

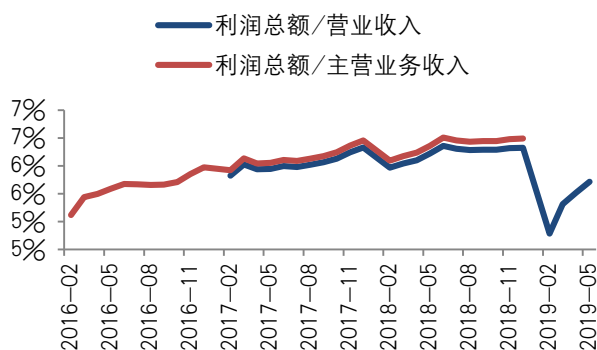
(2) 利润率数据与利润增速数据有一个重要差别在于样本是否可比。

2018年7月我们曾发布报告《除了背离,还应关注什么?——工业企业利润的再讨论》,对规模以上工业企业样本调整的问题做了研究,我们发现,那些退出调查范围或因为规模变大而加入调查范围的企业虽然会被纳入利润总额的统计,但在计算同比增速时不予考虑,这种企业数量的减小与工业企业平均利润的变化共同导致了利润增速的变化,就当时而言解释力为1:1。

区别于利润增速,利润率反映的是整体规模以上工业企业的利润与营收之比,不会剔除新进出样本的企业。需要指出的是,企业数量减小不一定是优胜劣汰,也可能是剔除重复值所导致,尤其是

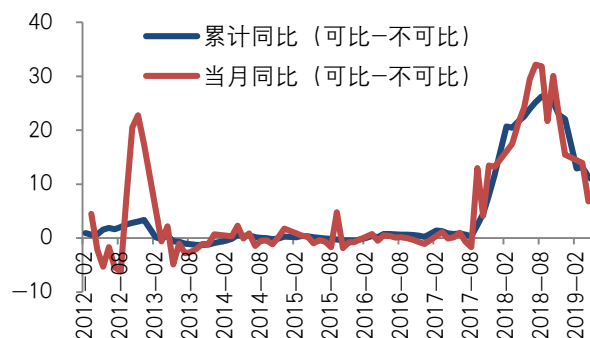
2017 年四季度开始，统计局对企业集团（公司）跨地区、跨行业重复计算进行了剔除，势必造成 2018 年两种口径计算下的利润增速差异加大，但这一问题对数据可比性的影响今年将有所缓解，我们认为对本文的研究结论影响有限。

图 1：两种口径的利润率之差（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：两种口径工业企业利润增速差距（%）

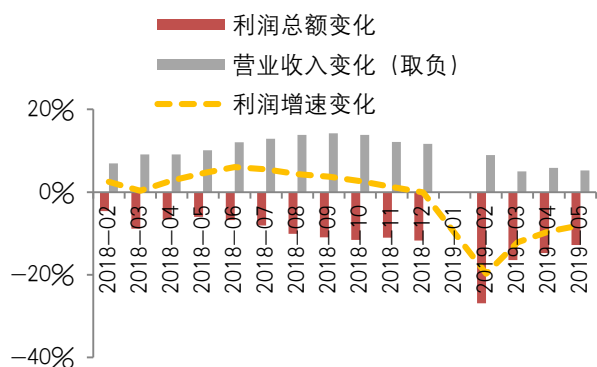


数据来源：Wind，东方证券研究所

整体规上工企利润规模较去年缩减是当前利润率低于去年的主要原因，与营收的贡献之比约为-13:5。从累计利润率来看，今年以来利润率较去年同期降低 8.1%，其中分子上的利润总额贡献-12.9%，分母上的营业收入下降缓和了利润缩减对利润率的影响，幅度为 5.2%。

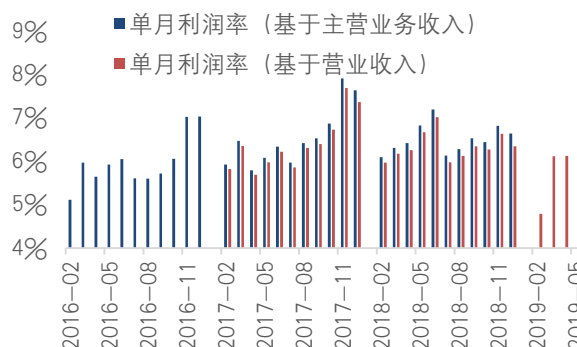
单月利润率（6.45%，前值 6.13%）较大幅度改善，但仍低于去年同期（6.67%）。从单月利润相对于单月营收的比例来看，过去的 3-5 月中枢为 6.23%，稍低于去年同期 6.37%但相差不太大（0.14 个百分点），2 月份利润率明显拖低了开年至今的水平（4.79%，去年同期 5.97%）。

图 3：利润与营收对利润率的贡献



数据来源：Wind，东方证券研究所

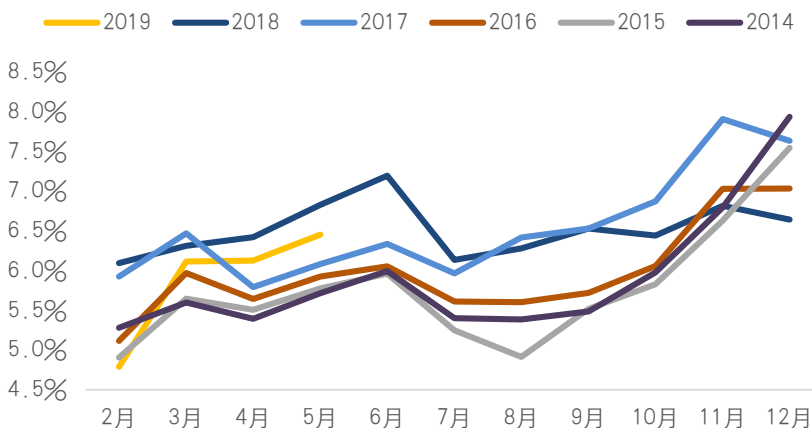
图 4：单月利润率增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

此外，单月利润率 0.32 个百分点的反弹存在一定季节性因素，历年利润率的跨月变化显示，5 月往往正处在阶段性上行的过程中（2014-2018 年的 5 年间，有 4 年年末利润率高于 5 月），且三、四季度有较大的前低后高可能（过去 5 年四季度平均利润率均高于三季度）。

图 5: 历年利润率数据变化 (基于主营业务收入计算, 2019 基于营业收入计算)



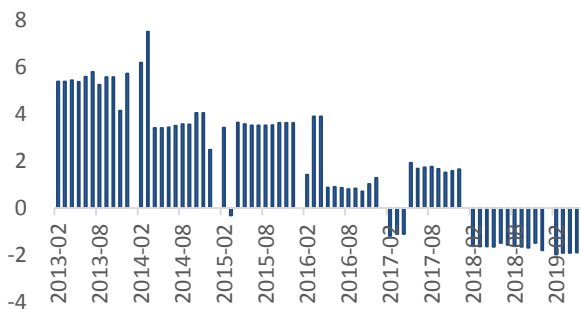
数据来源: Wind, 东方证券研究所

今年以来龙头效应较去年更强, 将带动利润增速

如我们前文所讨论, 5 月工业增加值、PPI 同比增速均呈现下行, 利润率即便换算为单月、即便将去年的口径与今年相统一, 也仍然低于去年同期, 这意味着样本集的变化是利润增速转正不可忽视的原因。

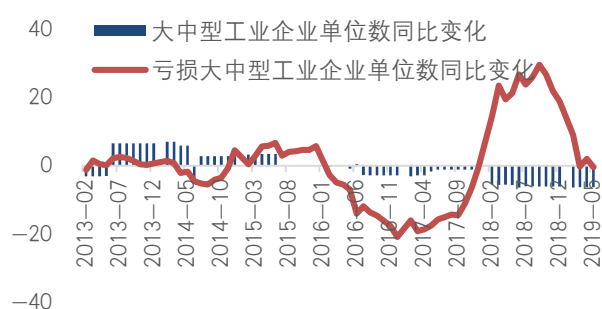
随着经济下行压力进一步显性化, 今年以来规模以上工业企业的缩减幅度为史上最大: (1) 2-5 月, 整体工业企业单位数在 36.4 万-36.6 万之间, 去年同期保持在 37.2 万以上, 同比降 2%, 这是 2012 年统计口径调整 (2011 年开始规模以上工业企业统计口径提高至 2000 万元以上, 之前是 500 万元) 以来, 样本收缩幅度最大的阶段; (2) 今年以来大中型工业企业单位数 (约占整体规上工企的 15%) 较去年同期缩减超过 6.2 个百分点, 幅度同样为史上最大。

图 6: 工业企业单位数同比变化 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 7: 大中型工业企业单位数与亏损数同比变化 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

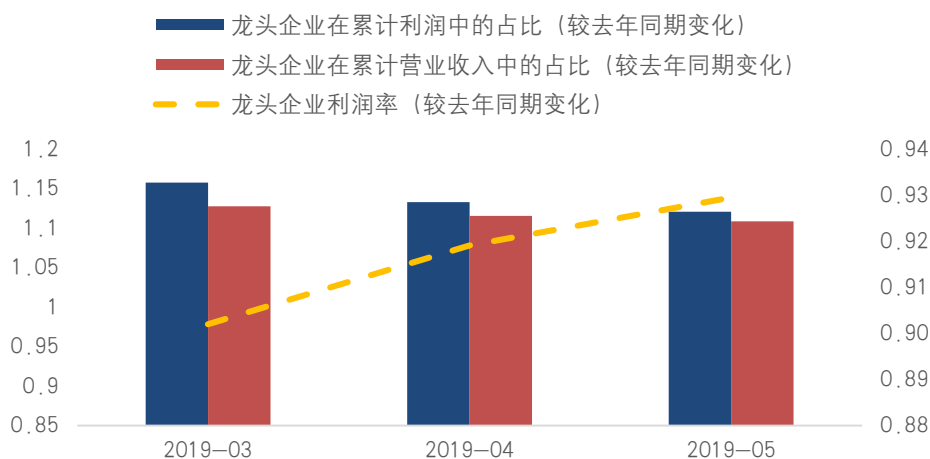
如果我们将始终保持在样本中的企业称为“龙头企业”, 则与整体规上企业缩量形成对比的是这些龙头企业利润率所呈现的优势:

龙头企业在利润与营收总量中的占比都在提高: 今年 5 月单月利润总额为 5655.6 亿元, 去年同期为 6070.6 亿元, 与利润增速转正相反, 意味着龙头企业在整个利润蛋糕中占比正在提高, 我们判断这一占比在去年同期基础上提高了 8% 左右。具体来看, 由于 (龙头企业在当前利润中的占比

*5656-龙头企业在去年同期利润中的占比*6071) / (龙头企业在去年同期利润中的占比*6071) =1.1%，简化可得(龙头企业在当前利润中的占比/龙头企业在去年同期利润中的占比)-1=8.52%；如果采用累计的口径，则这一比例为 12.1%；同样方法可得(龙头企业在当前累计营收中的占比/龙头企业在去年同期累计营收中的占比)-1=10.9%，这一比例低于利润占比的提高幅度 12.1%，间接表明龙头企业盈利能力更强；

龙头企业利润率提高幅度更大：两年利润率之比=(今年利润/今年营收) / (去年同期利润/去年同期营收)，可简化为可比口径下利润增速与营收增速的比例关系，不难得到龙头企业利润率当前与去年同期之比为 93.0%，前值 91.9%，尽管低于 100% (与龙头企业利润总额累计同比增长-2.3% 方向一致)，但今年持续提升。

图 8：龙头企业占比与利润率变化（倍）

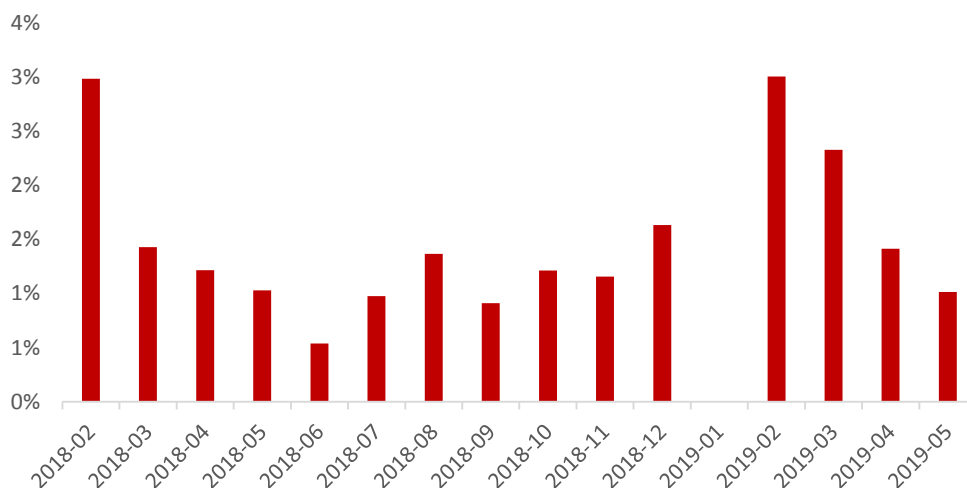


数据来源：Wind，东方证券研究所

对于所有企业来说，当前利润率（统一口径为利润总额/营业收入，而不是 Wind 提供的数据序列）与去年同期的比为 91.9%，前值 90.5%，这就意味着龙头企业在利润率的提高上更具优势，幅度在 1 个百分点以上。此外，尽管今年以来货币政策环境更加友好，相对弱势的企业或有更大弹性，但从利润率改善的角度来观察，如果定义龙头优势=龙头企业利润率较去年同期改善幅度-所有企业利润率较去年同期改善幅度，则今年龙头优势强于去年（开年至今龙头优势为 1.94 个百分点，去年同期 1.7 个百分点）。

这一优势有逐月收窄的迹象，但考虑到去年同期也有类似规律但下半年又重回上升，目前还难以判定其是否为稳定趋势。

图 9：龙头优势（龙头企业利润率较去年同期改善幅度-所有企业利润率较去年同期改善幅度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

展望后续，PPI 与利润率均形成可比口径下利润增长的支撑：（1）从近期 PPI 来看，尽管短期环比回升可能性较大（7 月至今大宗商品价格指数环比转正，同比降幅收窄），但在相对较高的基数下同比仍难有明显改观，我们判断 PPI 在 8-10 月压力较大，年底将在去年低基数的背景下反弹；（2）上文已分析得到，历史数据显示利润率存在一定季节性因素，下半年往往较上半年表现更佳，同时今年以来，整体规上企业样本收缩，龙头企业占比进一步提高，这构成了可比口径下利润增速改善的重要条件，综合来看下半年尤其是年末工业企业利润将有较好表现。

基建产业链龙头优势加强，食品饮料整体改善

根据上文方法，我们还可以利用每一个制造业行业在每一个时点上的可比增速与不可比总量数据，计算其龙头优势，不难发现近几年龙头优势明显强于之前，此外分行业考察近期动态，可以对不同行业的表现进行比较：

中游——基建产业链龙头优势加强

龙头相对于整体改善幅度最大的是交通运输设备制造业：今年 1-5 月可比企业口径下的累计利润率较去年高 32%，整体企业仅改善 14%。对于该行业来说，龙头优势已维持 1 年有余，2018 年初就已开始显现，2019 年开年至今，尽管整体与龙头利润率均较去年同期改善，但龙头优势较去年进一步扩大。

除此之外，中游制造行业普遍存在龙头利润率较去年同期改善的特征，包括电气机械及器材制造业（龙头企业利润率为去年同期 1.09 倍）、专用设备制造业（1.08 倍）、通用设备制造业（1.02 倍），且龙头相对其他企业的优势较去年更强，尤其是通用设备制造业，该行业龙头企业在 2018 年利润率的改善并不如其他企业。

计算机通信电子、汽车行业不论龙头还是整体，利润率均低于去年同期。

下游——各行业分化，食品饮料整体走强但龙头优势减弱

食品制造业、酒饮料和精制茶制造业今年以来利润率改善明显，幅度居各行业前列（当前分别为去年同期的 1.14、1.20 倍），但值得注意的是，龙头企业的改善幅度并未跑赢整体（仅考虑龙头企业，则当前均为去年同期的 1.11 倍）。其中，食品制造业今年的表现尤其区别于去年，当时龙头企业利润率改善较其余企业有明显优势（龙头企业利润率改善幅度/所有企业利润率改善幅度在去年年末为 1.05），今年则相反，酒饮料和精制茶行业龙头企业的优势始终不明显。

烟草行业长期保持着可比口径与不可比口径数据的高度一致性，与相关行业的经营门槛有关，其利润率改善今年同样较大；

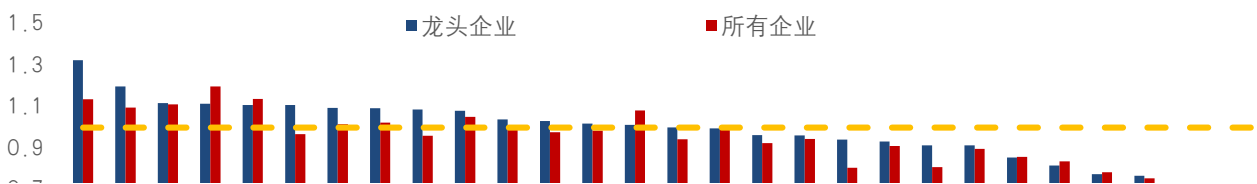
医药制造业不论是龙头还是整体利润率均较去年改善，值得注意的是该行业近 3 年来都没有出现龙头优势，或由细分行业多、科研投入大导致。

其他消费品制造业多数呈现龙头较整体更强势的特征，包括农副食品加工、纺织、服装服饰、皮革毛皮、木材加工、家具、造纸、印刷、文教工美行业，其中：（1）文教工美、家居、皮革毛皮行业今年以来龙头与整体企业均出现利润率的改善；（2）农副食品制造、纺织、服装服饰、造纸、印刷、木材行业整体利润率均低于去年同期，其中值得关注的是，农副食品加工业龙头优势较强且从 2017Q4 就已开始显现，长期保持稳定，可能是第一产业规模化水平提高的一种体现。

上游——龙头优势难挡利润率下滑

非金属矿物、有色金属、化学原料、黑色金属、石油煤炭燃料加工等行业来看，今年利润率均较去年同期下滑。此外，偏中上游的行业中，仪器仪表、化学纤维也呈现同样特征，金属制品与橡胶和塑料制品龙头优势仍在。

图 10：当前各行业累计利润率（较去年同期倍数，截至今年 5 月）



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_11282

