

宏观点评报告

2019年5月28日

企业利润下滑速度暂稳，上半年可能回暖

4月工业企业利润点评

核心内容：

1、工业利润增速下滑，下滑速度暂稳

1~4月份工业企业实现利润总额18129.4亿元，同比增长-3.4%，比1~3月份下滑0.1个百分点，4月份单月增长-3.7%。规模以上利润增速仍然处于较平稳阶段，利润增速仍然在下滑阶段，但是下滑速度已经有所收窄，去年4月份基数较高，密切观察5月份数据，如果利润增速在5月份没有抬升，那么其走势下半年才可能回正。

2、企业营收回落受上月影响

1~4月份工业企业营业收入也出现下滑，同比增长5.1%，比1~3月份回落2.1个百分点。原因有二：（1）4月份企业生产有所减弱，3月份的高产量透支了4月份的额度。（2）下行的经济周期仍然没有结束。从产成品库存来看，4月份重新走高至4.9%，库存周期可能仍然需要2个月走完。

4月份工业企业营收走弱，是因为3月份透支了4月份的额度。5月份我们认为工业营收仍会缓慢回升，PMI显示制造业景气度尚可，PMI新订单使得工业企业仍然能保持2个月的景气度。

3、企业杠杆回落，利息支出下滑

1~4月份工业企业资产负债率较为平稳。负债回落速度更快是资产负债率下行的原因，但同时也说明企业对未来经营信心减弱。预计企业资产负债率下行空间并不大，可能维持震荡。工业企业财务费用和利息支出明显减弱，企业减负已经得到成效。今年在货币政策宽松，经济政策“稳增长”的预期下，企业利息支出可能维持低位。

4、利润向中上游行业移动

1~4月份上中游的利润增速回升，但下游利润增速小幅下滑。今年以来，利润增速明显向上游和中游转移，这也是供给侧改革后的趋势。2019年上游利润占比再次上行，接近总利润的10%，上中游利润的上行严重挤压了下游行业的利润空间。这是现阶段我国终端需求低迷，但同时原材料价格大幅上行的基础。供给侧改革压缩了上游行业的产能，实现了一定程度的行业壁垒和价格联盟，这种情况的打破需要终端需求挤压以及政策放开。

5、利润增速上半年可能回暖

1季度我国利润增速负增长，4月份利润增速延续负增长，但是下跌幅度减弱。企业生产在4月份回落，我们认为5、6月份企业生产会小幅上行，同时有减税的影响，上半年企业利润增速可能回暖。

但是下半年情况较为复杂，由于中美贸易摩擦升级，对制造业的影响会逐步展开，外需减弱带动出口制造业回落。加之中上游利润占比提升，挤压下游行业利润，会让下游行业经营更为困难，减少进一步的投入和生产，从而下游利润继续下滑。下半年PPI预计会回到负增长，出厂价格的减弱同样会影响营收，从而企业利润下滑。即使上半年企业利润有回正态势，但下半年仍然会有反复。

需要注意到，上中游利润和下游利润走势相反，上中游行业挤压了下游行业利润，同时终端需求较为疲弱，下游行业经营更为困难。中上游利润走高，也主要源于房地产的高开工和基建项目的投放，钢厂保持高利润，促使铁矿石价格创出5年新高，同时焦煤焦炭同样走高。政策的支持和行业产能的集中使得上游行业价格居高不下，对非地产的下游行业产生压制，这种情况需要政策的转变以及终端需求的挤压才可能改变。

好的一方面是1~4工业企业利息支出增速在减弱，今年以来的宽货币政策使得利率走低，企业负担减轻。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

一、工业利润增速下滑，下滑速度暂稳

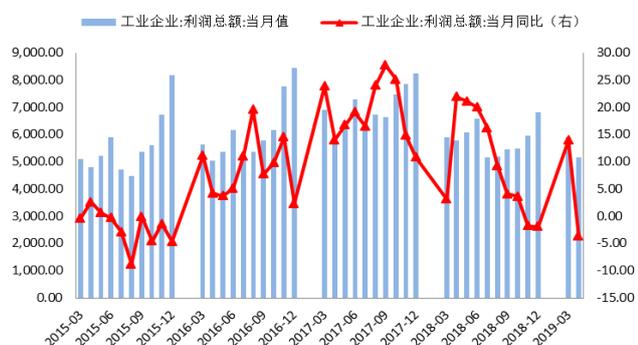
1~4 月份工业企业实现利润总额 18129.4 亿元，同比增长-3.4%，比 1~3 月份下滑 0.1 个百分点，4 月份单月增长-3.7%。规模以上利润增速仍然处于较平稳阶段，利润增速仍然在下滑阶段，但是下滑速度已经有所收窄，去年 4 月份基数较高，密切观察 5 月份数据，如果利润增速在 5 月份没有抬升，那么其走势下半年才可能回正。

图 1：营业收入和营业成本变化（%，亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：企业利润和增速回落（%，亿元）



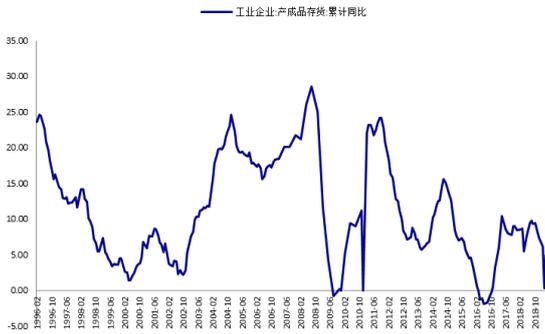
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、企业营收回落受上月影响

1~4 月份工业企业营业收入也出现下滑，同比增长 5.1%，比 1~3 月份回落 2.1 个百分点。原因有二；
(1) 4 月份企业生产有所减弱，3 月份的高产量透支了 4 月份的额度。(2) 下行的经济周期仍然没有结束。从产成品库存来看，4 月份重新走高至 4.9%，库存周期可能仍然需要 2 个月走完。

4 月份工业企业营收走弱，是因为 3 月份透支了 4 月份的额度。5 月份我们认为工业营收仍会缓慢回升，PMI 显示制造业景气度尚可，PMI 新订单使得工业企业仍然能保持 2 个月的景气度。

图 3：产成品库存回升（%）



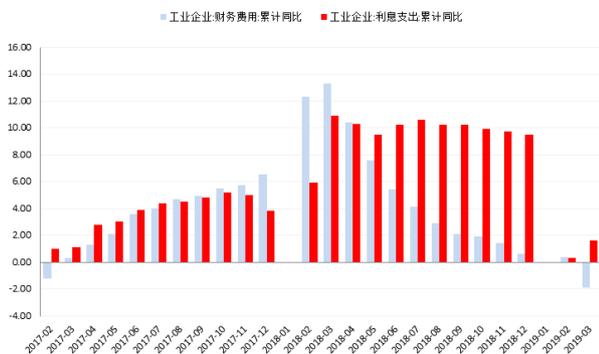
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、企业杠杆回落，利息支出下滑

1~4 月份工业企业资产负债率下行 0.2 个百分点至 56.8%，资产负债率较为平稳。资产增长速度 6.4%，比上月回落 0.5%，负债增长速度 5.5%，比上月回落 1%。负债回落速度更快是资产负债率下行的原因，但同时也说明企业对未来经营信心减弱。预计企业资产负债率下行空间并不大，可能维持震荡。

工业企业财务费用和利息支出明显减弱，企业财务费用减弱有可能是因为企业经营活动减弱。企业利息在 2018 年达到高点，1~3 月份企业利息支出增速只有 1.6%，企业减负已经得到成效。今年在货币政策宽松，经济政策“稳增长”的预期下，企业利息支出可能维持低位。

图 4：工业企业财务费用和利息支出减弱（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

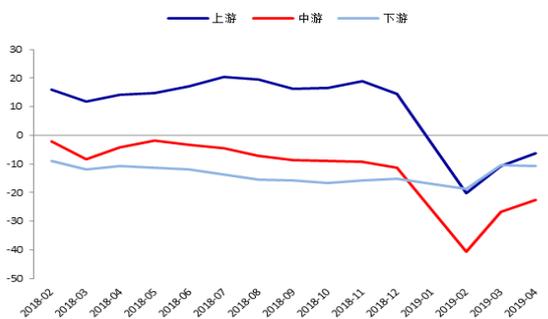
四、利润向中上游行业移动

1~4 月份上中游的利润增速回升，但下游利润增速小幅下滑。上游行业利润增速下滑速度减弱，1~4 月份录得-6.26%，比上个月上行 4.39 个百分点，中游利润增速录得-22.68%，比上个月上行 4.08%。但是下游利润增速下滑，1~4 月份增长-10.68%，比上月下滑 0.17%。

1~4 月份，上游和中游利润总额占比分别为 9.6%和 34.6%，下游行业利润占比为 55.78%。

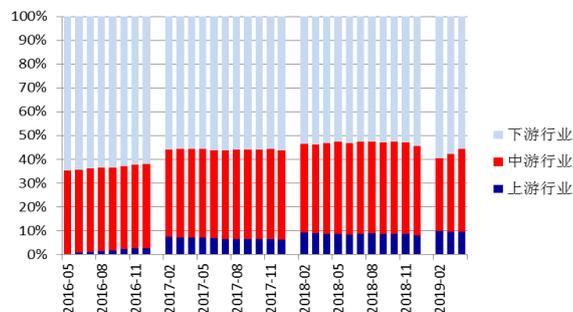
今年以来，利润增速明显向上游和中游转移，这也是供给侧改革后的趋势。2019 年上游利润占比再次上行，接近总利润的 10%，上中游利润的上行严重挤压了下游行业的利润空间。这是现阶段我国终端需求低迷，但同时原材料价格大幅上行的基础。供给侧改革压缩了上游行业的产能，实现了一定程度的行业壁垒和价格联盟，这种情况的打破需要终端需求挤压以及政策放开。

图 5：上中下游行业利润增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：上中下游行业利润占比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

五、利润增速上半年可能回暖

1 季度我国利润增速负增长，4 月份利润增速延续负增长，但是下跌幅度减弱。企业生产在 4 月份回落，我们认为 5、6 月份企业生产会小幅上行，同时有减税的影响，上半年企业利润增速可能回暖。

但是下半年情况较为复杂，由于中美贸易摩擦升级，对制造业的影响会逐步展开，外需减弱带动出口制造业回落。加上上中游利润占比提升，挤压下游行业利润，会让下游行业经营更为困难，减少进一步的投入和生产，从而下游利润继续下滑。下半年 PPI 预计会回到负增长，出厂价格的减弱同样会影响营收，从而企业利润下滑。即使上半年企业利润有回正态势，但下半年仍然会有反复。

需要注意到，上中游利润和下游利润走势相反，上中游行业挤压了下游行业利润，同时终端需求较为疲弱，下游行业经营更为困难。中上游利润走高，也主要源于房地产的高开工和基建项目的投放，钢厂保持高利润，促使铁矿石价格创出 5 年新高，同时焦煤焦炭同样走高。政策的支持和行业产能的集中使得上游行业价格居高不下，对非地产的下游行业产生压制，这种情况需要政策的转变以及终端需求的挤压才可能改变。

好的一方面是 1~4 工业企业利息支出增速在减弱，今年以来的宽货币政策使得利率走低，企业负担减轻。

评级标准

银河证券行业评级体系：**推荐、谨慎推荐、中性、回避**

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市

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_12315

