

谨防民企扩张低效

——3月工业企业利润数据点评

报告摘要

● 3月工业企业利润当月同比从上月-14%大幅反弹至13.9%，累计同比降幅收窄至-3.3%。主要受到“量”的驱动，同时继续获得“价”的支撑。分析工业企业经济效益数据的各项指标，我们三个结论：

➤ 3月工业企业利润反弹的高度不可持续。从量的层面，3月工业产量的扩大受到增值税行将下调的扰动（这在产成品库存的骤然下挫中体现的较为明显），4月将均值回归。从价的层面，增值税率下调之后，更可能压低工业出厂价格与购进价格之差（因上游集中度更高、议价能力更强），导致价格结构对工业企业利润的支撑趋弱。

➤ 制造业投资有望在二季度后期企稳。3月工业企业总资产增速进一步回升，考虑到其对制造业固定资产投资完成额增速有4个月的领先意义，以及中央政策在发展高质量制造业上的着力，我们预计制造业投资有望在二季度后期企稳。

➤ 民营企业走向扩张，但效率不高。1) 2018年以来，民企与国企的资产负债率收敛，主要是样本中剔除了杠杆率低的民企和杠杆率高的国企；民企营业收入利润率大幅低于国企，主要是样本中剔除了部分利润率高的民企。从样本调整的方向来讲，并不指向效率改善。2) 3月，民营企业的规模扩张明显加快，但是伴随着相对更快的负债扩张和相对较慢的利润增长，规模扩张的效率并不高。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

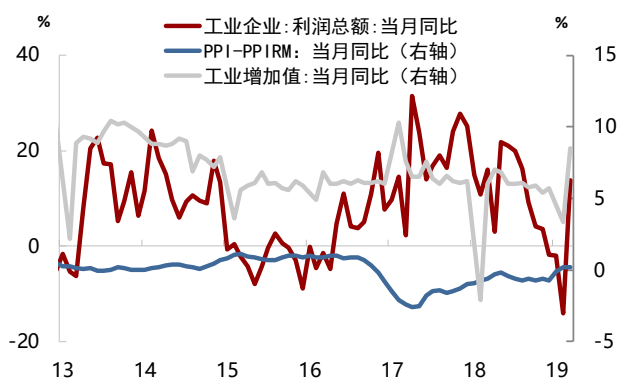
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



1、利润反弹、库存下挫、资产扩张

3月工业企业利润当月同比从上月-14%大幅反弹至13.9%，累计同比降幅收窄至-3.3%。工业企业利润大幅反弹，主要受到“量”的驱动，同时继续获得“价”的支撑：3月工业增加值当月同比大幅攀升至8.5%，工业企业营业收入累计同比从3.3%反弹至7.2%；而工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）之差持平于0.2%的2016年11月以来高位，继续对工业企业盈利产生支撑（图表1）。

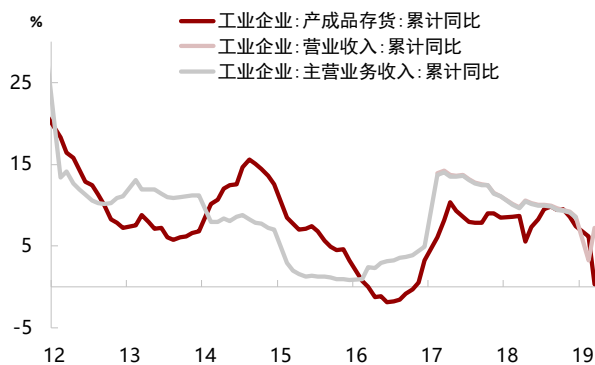
图表 1：3 月工业企业利润增速大幅反弹



来源：Wind，莫尼塔研究

企业被动去库存，或与增值税率行将下调有关。3月工业企业产成品存货累计同比大幅减速，从上月6.2%下挫至0.3%，为2016年11月以来新低。结合工业企业营业收入的大幅反弹来看，属于被动去库存，即产品销售情况良好、但企业缺乏补库信心（图表2）。这一点可能与4月1日开始下调增值税率有关，导致部分工业订单前移，从而加速了产成品库存的消耗。从这一角度而言，4月产成品库存增速或可见反弹。

图表 2：3 月工业产成品存活大幅下挫



来源：Wind，莫尼塔研究

我们认为，3月工业企业利润反弹的高度不可持续。从量的层面，3月工业产量的扩大受到增值税行将下调的扰动，4月将均值回归。从价的层面，考虑到经过供给侧改革之后，上游行业集中度进

一步提升，议价能力随之增强，其在增值税率下调之后更可能较少下调产品价格；而下游议价能力较弱的企业，更可能较多下调产品价格让渡部分税改红利。这将压低工业出厂价格与购进价格之差，导致价格结构对工业企业利润的支撑趋弱。

此外，3月工业企业总资产增速进一步回升，考虑到其对制造业固定资产投资完成额增速有4个月的领先意义，以及中央政策在发展高质量制造业上的着力，我们预计制造业投资有望在二季度后期企稳（图表3）。

图表 3：3 月工业企业资产总额增速进一步回升



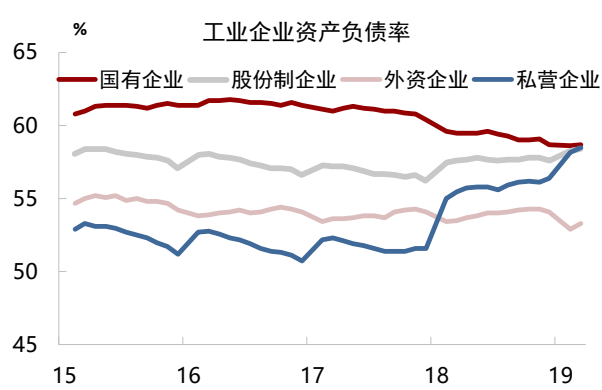
来源：Wind，莫尼塔研究

2、民营企业走向扩张，但效率不高

分所有制来看，可观察到以下几个特点：1）3月民营企业（包含私营和股份制工业企业）利润增速高于国有企业，扭转了过去两年的国企利润增长快于民企的“非常态”（图表4）。2）3月民营企业资产负债率进一步提升，与国有企业差距进一步收敛（图表5）。3）3月民营企业主营业务收入利润率显著低于国有企业，并未改变过去两年的格局（图表6）。4）1-2月民营企业、尤其是私营企业的总资产增速显著上扬，而国有企业资产增速继续放缓（图表7），3月规模以上工业企业资产增速的进一步提升，很可能仍然是由民营企业驱动的（这有待后续数据出来再做验证）。

图表 4：3 月民企利润增长显著快于国企

图表 5：3 月民企与国企的资产负债率进一步收敛

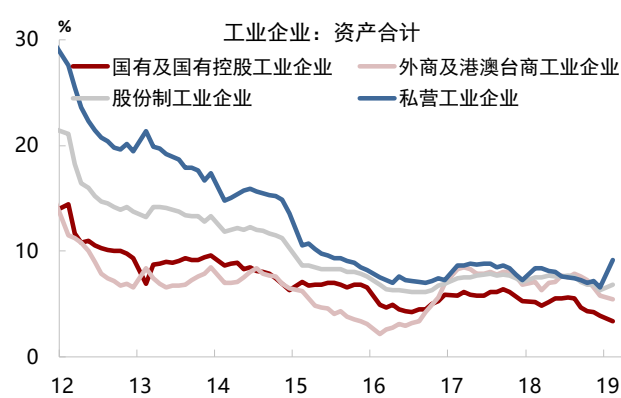


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：3 月民企利润率显著低于国企



图表 7：1-2 月工业资产加速扩张主要由民企驱动



来源：Wind，莫尼塔研究

需要注意，统计局公布的利润总额同比增速是可比口径的，但资产负债率和主营业务收入利润率都不是可比口径的概念，而是累计值直接相比得到。因此，对民企资产负债率上升和主营业务收入利润率偏低的状态，需要首先明确样本口径调整的因素。按照统计局官方说明，“2017年四季度开始，对企业集团（公司）跨地区、跨行业重复计算进行了剔除”，以及“根据统计制度……每年有部分企业达到规模标准纳入调查范围，也有部分企业因规模变小而退出调查范围，还有新建投产企业、破产、注（吊）销企业等变化”。

在样本集中剔除与正常淘汰相叠加的背景下，从2017年四季度开始，工业企业利润增速和资产增速的累计值同比，与可比口径的累计同比，产生了非常明显的裂口。2018年初，规模以上工业企业资产负债率、营业收入成本率、利润率、应收账款平均回收期等财务分析数据都出现了突变，而企业自然的经营效益指标不太可能产生这样的变化效果。2018年以来，民企与国企的资产负债率收敛，主要是样本中剔除了杠杆率低的民企和杠杆率高的国企；民企营业收入利润率大幅低于国企，主要是样本中剔除了部分利润率高的民企。从样本调整的方向来讲，并不指向效率改善。

明确了大方向之后，我们再来看3月民营企业资产负债率和利润率的变化情况。结合上述4个特点来看：一方面，民营企业在资产扩张的同时，资产负债率还在上升，表明民营企业负债扩张的速度更快。另一方面，民营企业、尤其是私营企业的营业收入利润率回升幅度明显小于国有企业，同时民企的利润增速明显快于国企，说明民营企业的营业收入增长更快。结论是，在去年底以来一系列民企纾困政策的支持下，民营企业的规模扩张明显加快。但是伴随着相对更快的负债扩张和相对

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_12733

