



证券研究报告·宏观研究报告
2019年4月29日

首创宏观“茶”： 工业企业利润增速短期有支撑，但全年中枢 较2018年下移

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 3月工业企业利润当月同比13.9%，较去年同期上行10.8个百分点；3月工业企业利润累计同比-3.3%，较前值上行10.7个百分点，较去年同期下行14.9个百分点。对此，我们点评如下：
 - 一、利润增速上行主要受益于“量价率”齐升及基数效应；
 - 二、预计2019年工业企业利润增速整体承压；
 - 三、利润分配从上游向中下游倾斜；
 - 四、私营企业利润增速领跑其他企业类型；
 - 五、重提“结构性去杠杆”，主因是资产负债率上行；
 - 六、工业企业尚处于主动去库存阶段；
 - 七、4月工业企业利润总额累计同比有望好转，但预计全年中枢下移。

目录

一、利润增速上行主要受益于“量价率”齐升及基数效应.....	4
二、预计 2019 年工业企业利润增速整体承压.....	5
三、利润分配从上游向中下游倾斜.....	6
四、私营企业利润增速领跑其他企业类型.....	7
五、重提“结构性去杠杆”，主因是资产负债率上行.....	8
六、工业企业尚处于主动去库存阶段.....	9
七、4 月工业企业利润总额累计同比有望好转，但预计全年中枢下移.....	10

图表目录

图表 1：工业企业利润总额增速较前值回升（%）	4
图表 2：利润增速上行主要受益于“量价率”齐升（%）	5
图表 3：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%；百分点）	6
图表 4：PPI 当月同比跑赢 PPIRM 当月同比（%；百分点）	6
图表 5：CPI 当月同比跑赢 PPI 当月同比（%；百分点）	7
图表 6：私营企业利润增速领跑其他企业类型（%）	8
图表 7：工业企业资产负债率重返 2015 年 8 月的水平（%）	9
图表 8：三大门类资产负债率走势出现分化（%）	9
图表 9：工业企业大概率进入主动去库存阶段（%）	10

事件：3月工业企业利润当月同比13.9%，较去年同期上行10.8个百分点；3月工业企业利润累计同比-3.3%，较前值上行10.7个百分点，较去年同期下行14.9个百分点。

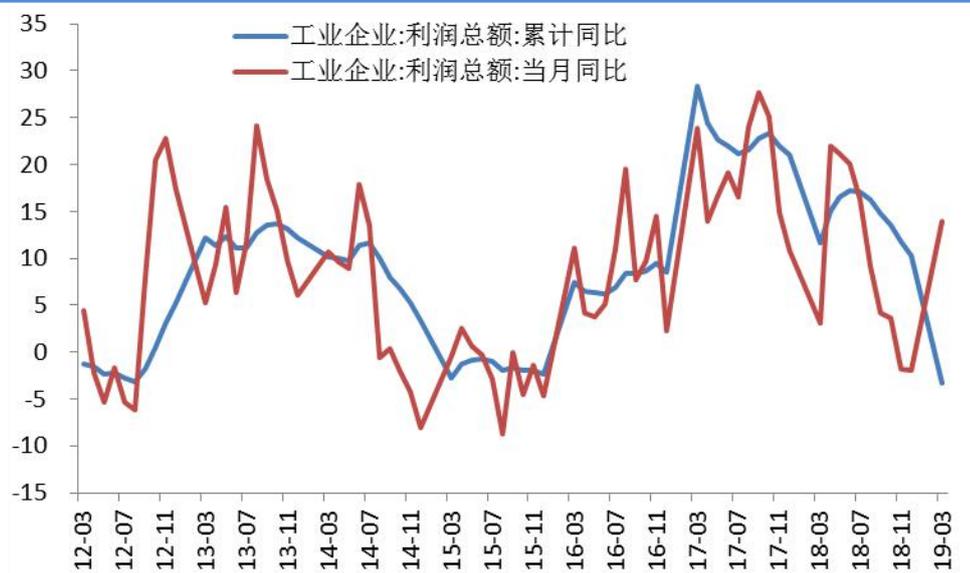
点评：

针对3月工业企业利润数据，我们的点评有以下七点：

一、利润增速上行主要受益于“量价率”齐升及基数效应

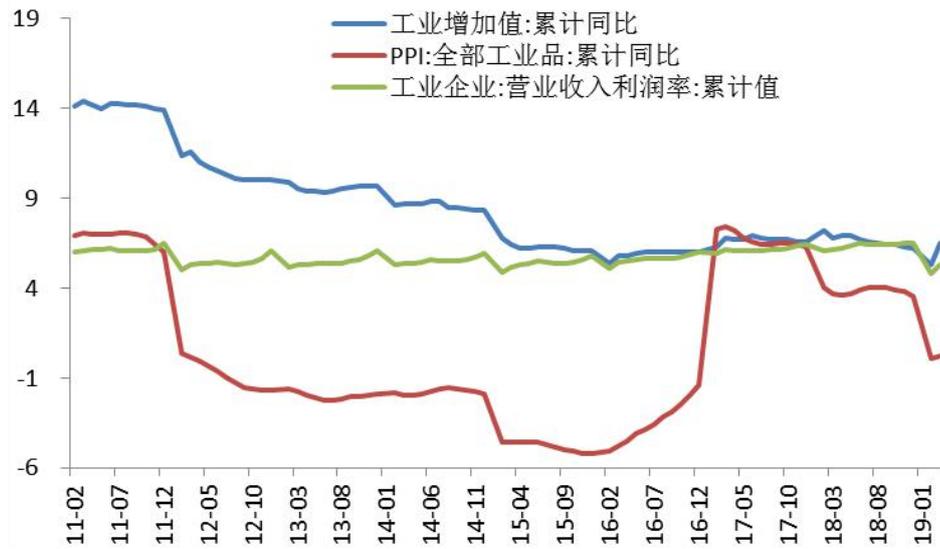
在2月量、价、利润率均降至低点的背景下，3月工业企业利润总额累计同比出现修复：量的方面，3月工业增加值累计同比为6.5%，较前值上行1.2个百分点；价的方面，3月PPI累计同比为0.2%，较前值上行0.1个百分点；利润率方面，3月工业企业营业收入利润率为5.31%，较前值上行0.52个百分点。此外，在基数效应方面，2018年3月工业企业利润总额累计同比较2月下行4.5个百分点，尤其是2018年3月的当月同比仅为3.1%，在较大程度上解释了3月工业企业利润总额当月同比的高增长。在以上四个因素的共同作用下，3月工业企业利润总额累计同比较前值上行10.7个百分点。

图表 1：工业企业利润总额增速较前值回升（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图表 2：利润增速上行主要受益于“量价率”齐升（%）

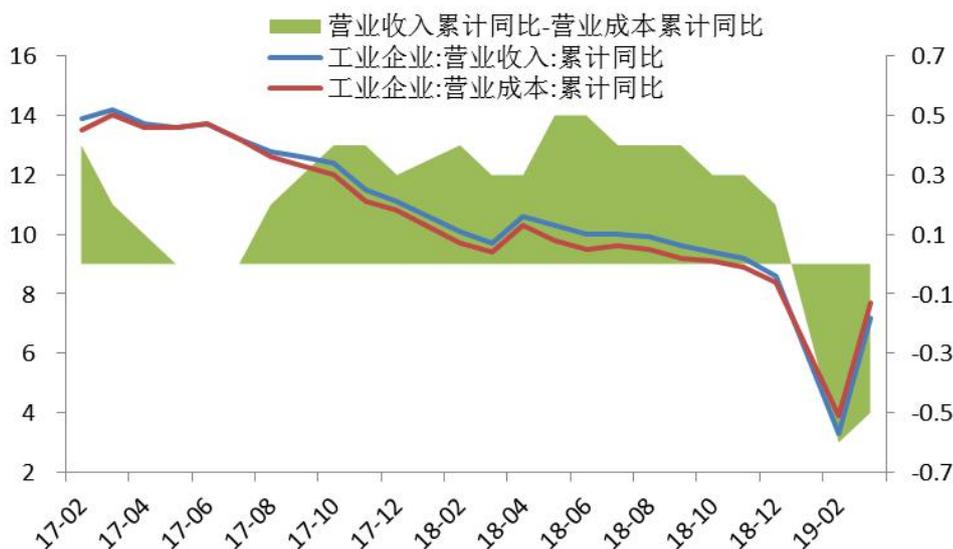


资料来源：wind，首创证券研发部

二、预计 2019 年工业企业利润增速整体承压

在量价齐升的推动下，工业企业营业收入累计同比录得7.2%，较前值上行3.9个百分点，与此同时，工业企业营业成本累计同比录得7.7%，较前值上行3.8个百分点。营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值为-0.5个百分点，较其前值收窄0.1个百分点。值得注意的是，2017年2月至2018年12月，营业收入累计同比持续高于营业成本累计同比，但是2019年2月与3月，营业收入累计同比均低于营业成本累计同比，表明2019年工业企业利润累计同比在较大程度上承压，主因应是在PPI同比快速下行的背景下，营业收入累计同比的降幅大于营业成本累计同比的降幅。

图表 3：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%；百分点）

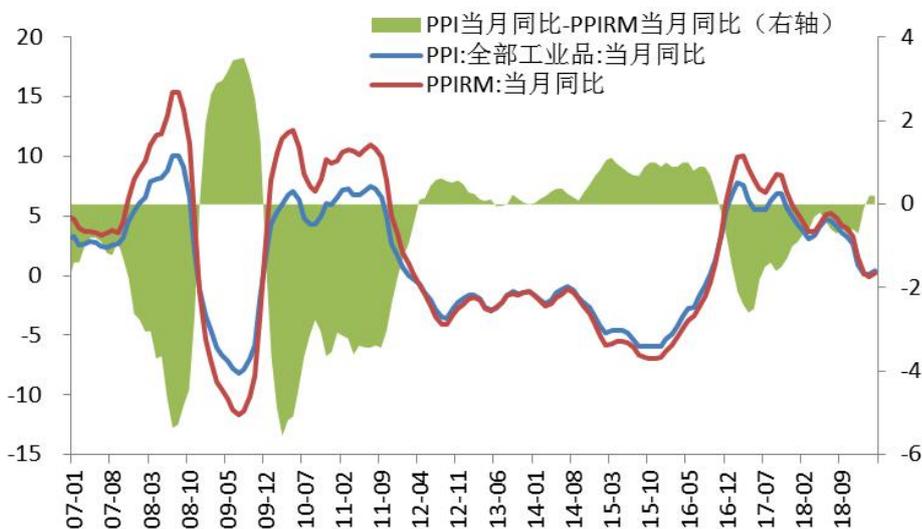


资料来源：wind，首创证券研发部

三、利润分配从上游向中下游倾斜

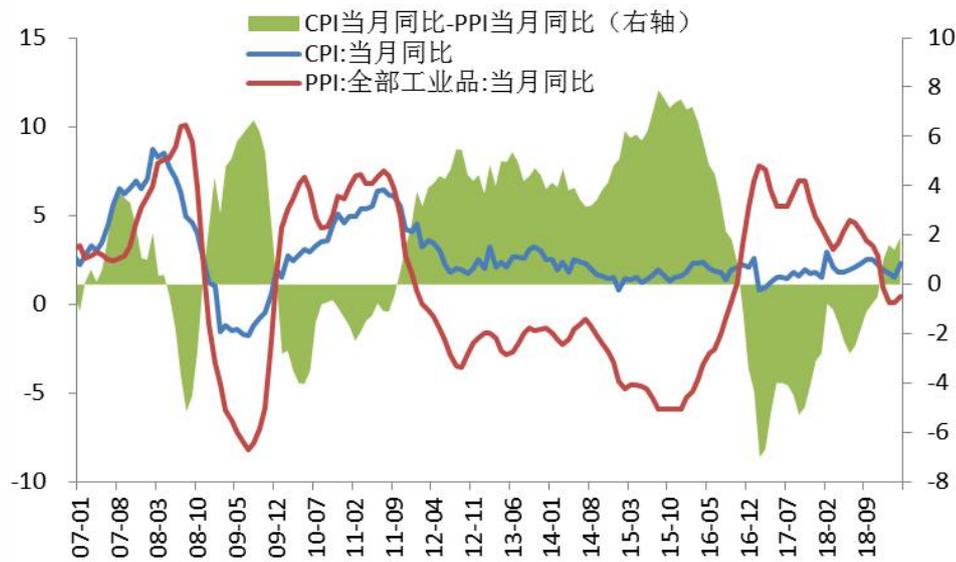
3月PPIRM当月同比为0.2%，PPI当月同比为0.4%，PPI-PPIRM为0.2个百分点，持平于前值。值得注意的是，自2019年2月起，PPI-PPIRM结束了长达27个月的负值状态，表明工业企业原料、燃料、动力购进价格指数增速低于工业品出厂价格指数增速，叠加考虑CPI同比持续上行，CPI与PPI剪刀差大概率扩大，预计企业利润向中下游转移趋势较为明显。从具体的行业来看，上游行业的利润总额累计同比从2018年的正增长切换成2019年的负增长，与去年同期相比，上游行业、下游行业利润总额累计同比分别上行-22.59与2.13个百分点。

图表 4：PPI 当月同比跑赢 PPIRM 当月同比（%；百分点）



资料来源：wind，首创证券研发部

图表 5：CPI 当月同比跑赢 PPI 当月同比（%；百分点）



资料来源：wind，首创证券研发部

四、私营企业利润增速领跑其他企业类型

从企业类型看，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比为-13.40%、-1.00%、7.00%、-7.90%，分别较前值上行10.80、12.50、12.80、6.60个百分点。受益于央行定向降准、民营企业纾困政策以及减税降费的持续推进，私营企业利润累计同比得到较大提振，2019年前两个月利润增速领跑其他企业类型。鉴于私营企业大多位于中下游行业，其相对较高的利润增速，也侧面印证中下游行业的利润增速要快于上游行业的利润增速的预判。

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_12888

