

利润降幅收窄，反弹还需等待 ——3 月工业企业利润数据点评

基本结论

- **事件：**统计局 4 月 27 日公布：1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12,972.0 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-2 月份收窄 10.7 个百分点。我们对此解读如下：
- 利润增速改善的原因主要有：1) 去年基数偏低；2) 规模影响走强；3) 价格贡献提高。分行业来看，上、中、下游利润增速均有反弹，汽车、石油加工、钢铁、化工等重点行业利润明显回暖。以所有制分类，私营企业增速仍高于国企，且两者均大幅反弹。受供给侧改革的不确定影响，未来库存可能持续震荡。在总杠杆率得到控制的情况下，杠杆结构进一步优化。
- 从量价角度看，3 月份工业企业利润增速反弹和工业增加值、PPI 走势相符合，印证了一季度经济平稳增长的事实。但 3 月份工业生产回暖很大程度上因为春节错位因素的影响，4 月份增值税减税政策落地前，企业加快生产备货因素也有一定的扰动影响。
- 从 3 月底以来发电耗煤、高炉开工等高频数据看，工业景气度有所回落，意味着短期内生产端仍有下行压力，工业企业利润增速预计仍将延续较弱态势，反弹还需等待。
- 对于债市而言，二季度多项经济指标间预计存在分化，“数据打架”意味着短期内市场对于基本面仍存在分歧，利率震荡局面可能还会延续。
- 风险提示：经济增长超预期，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

肖雨 联系人
xiaoyu@gjzq.com.cn

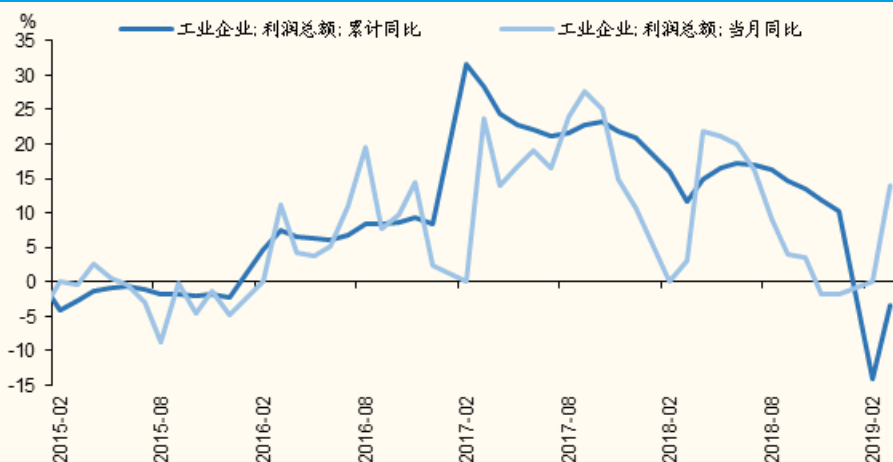
事件：统计局 4 月 27 日公布：1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12,972.0 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-2 月份收窄 10.7 个百分点。我们对此解读如下：

一、工业企业利润下滑局面有所缓和

3 月工业企业利润累计同比下降 3.3%，降幅较 1-2 月份收窄 10.7 个百分点；当月同比为 13.9%，较前值上升 27.9 个百分点。工业利润增速略有回升，但仍处于负区间，工业企业利润下滑局面有所缓和。主要原因是：

第一，**去年基数偏低**。2018 年 2 月份，工业企业利润累计同比增速为 16.1%，相较于 2017 年 2 月份 31.5% 的增速有所回落，低基数因素一定程度拉高了利润增速。

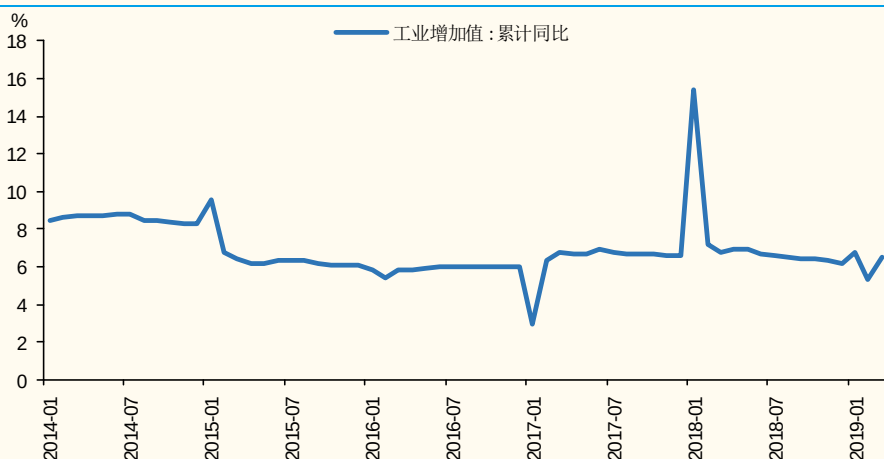
图表 1：工业企业利润增速反弹



来源：Wind，国金证券研究所

第二，**规模影响走强**。春节后工业生产明显恢复，3 月份的工业增加值累计同比增速为 6.5%，较前值上升 1%，当月同比为 9%。1—3 月份，规模以上工业企业实现营业收入 24.4 万亿元，同比增长 7.2%；发生营业成本 20.6 万亿元，增长 7.7%；营业收入利润率为 5.31%，同比降低 0.58 个百分点。利润率为正，意味着规模贡献仍然对利润回升有积极影响。

图表 2：规模影响走强

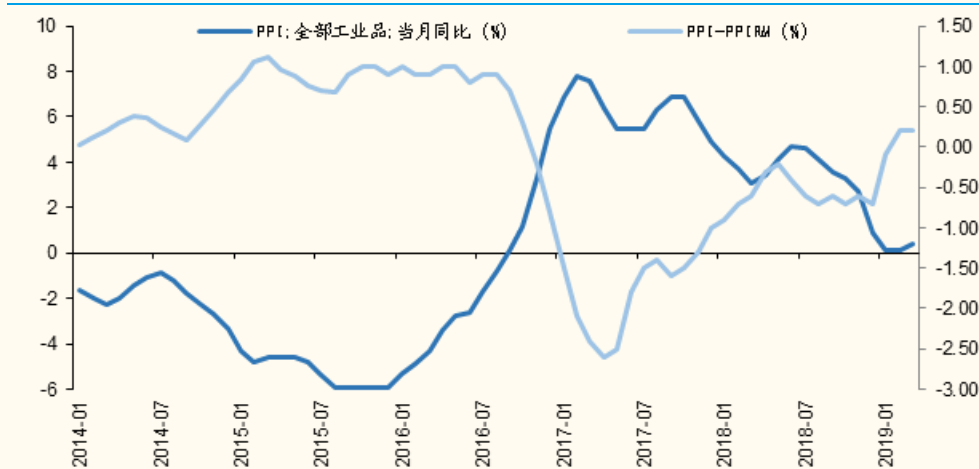


来源：Wind，国金证券研究所

第三，**价格贡献提高**。3 月 PPI 同比小幅回升，从 2 月份的 0.1% 上升至 0.4%。统计局分析表明，价格变动使工业利润同比增加约 268 亿元，对利润增长的拉动作用比 1—2 月份多 4.5 个百分点。而 PPI 与 PPIRM 之间的差额有所回升，比前期上升了 0.2 个百分点，价格对于企业利润的贡献走强。而在 3 月份 PPI

回升 0.3%，环比增速相比于上期回升 0.2%，虽然数据仍略显疲软，但是走势表现良好，价格贡献之后或许进一步小幅回升。

图表 3：价格贡献走强

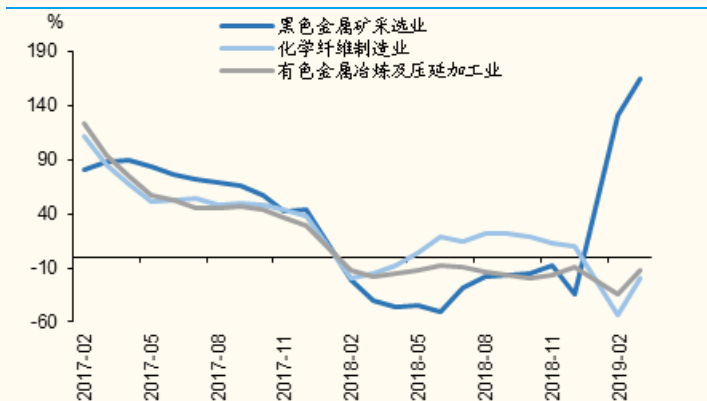


来源：Wind，国金证券研究所

二、重点行业利润增速明显回暖

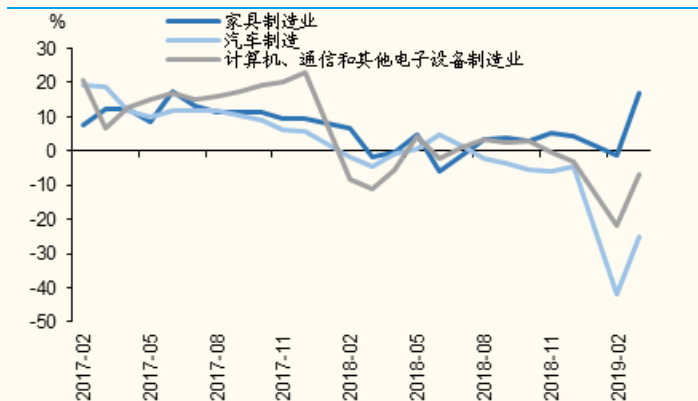
分行业来看，上、中、下游利润增速整体回升，重点行业显著改善。统计局分析称，汽车、石油加工、钢铁、化工等重点行业利润明显回暖。4 个行业合计影响工业企业利润增速比 1-2 月份回升 12.8 个百分点。结合数据来看，在上游行业企业中，黑色金属、有色金属和化学纤维利润累计同比增速大幅反弹，且黑色金属与化学纤维 3 月份累计同比值相较前值均提高了 30 个百分点以上。中游企业中，仪器制造业和废弃资源利用业利润累计同比值分别为 7% 和 15.4%，较前值均提高了 20 个百分点以上。下游企业中，汽车产销受降价、新车型上市等因素影响而有所回暖，汽车制造业同比增速较前值回升 17%；此外，家具制造业和电子设备制造业表现良好，同比增速较前值分别提升 18.4% 和 14.6%。

图表 4：部分上游企业利润累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

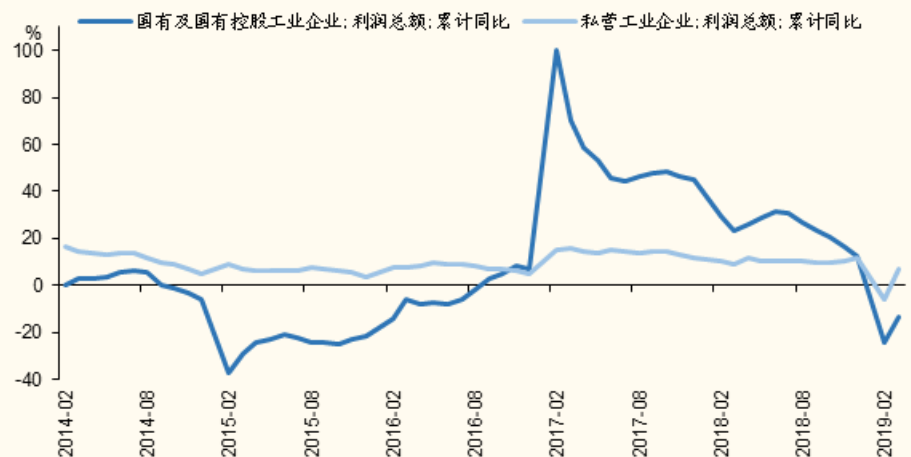
图表 5：部分下游企业利润累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

以所有制来分类，私营企业增速仍高于国企，但两者均大幅反弹。3 月国有企业利润累计同比下降 13.4%，但较前值回升 10.8 个百分点。私营企业利润累计同比为 7%，较前值回升 12.8 个百分点。国企利润降幅收缩与私营企业利润同比正增长的事实，表明短期经济阶段性改善。

图表 6：私营企业利润增速高于国企

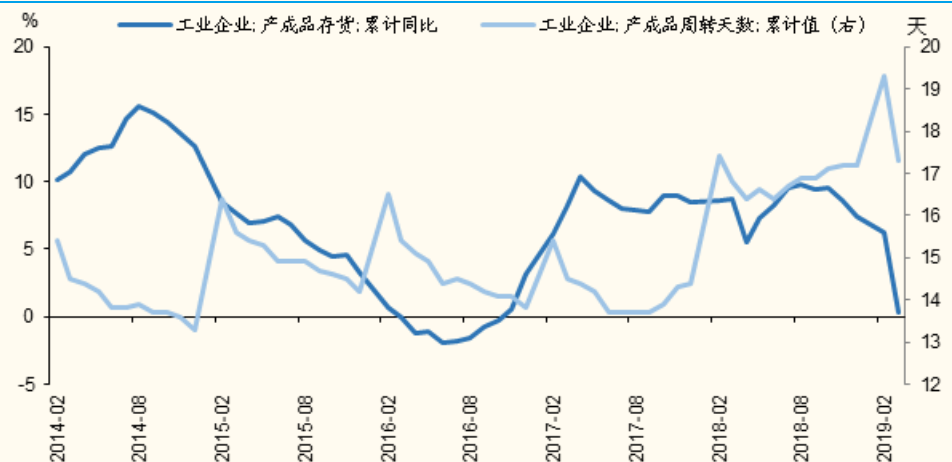


来源：Wind，国金证券研究所

三、结构性去杠杆过程仍在推进

企业库存降低。3月规模以上工业企业产成品存货周转天数为17.3天，较前值下降2天；产成品存货累计同比为0.3%，较前值下降5.9个百分点；意味着产成品存货下降、存货周转加快。考虑到供给侧改革对库存的不确定性影响，未来库存可能会延续震荡态势。

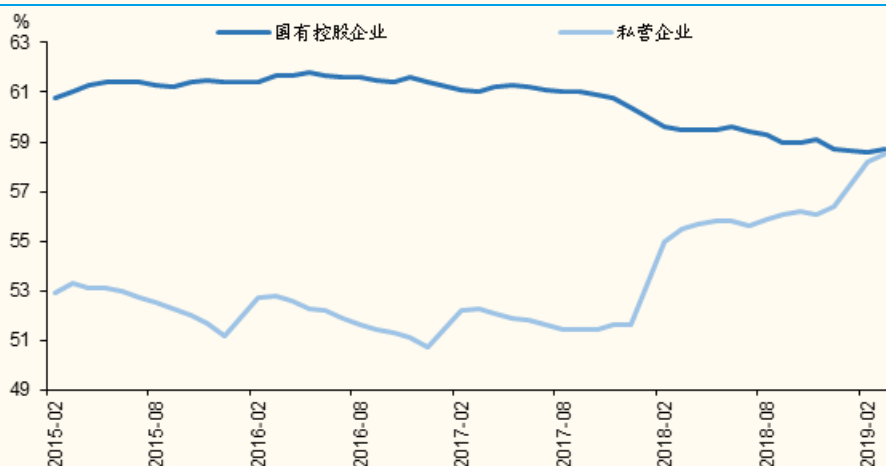
图表 7：产成品存货与周转天数均下滑



来源：Wind，国金证券研究所

总杠杆率得到控制的情况下，杠杆结构进一步优化。3月末，规模以上工业企业资产负债率为57.0%，同比降低0.2%，环比上升0.1%。其中国有企业资产负债率为58.7%，较前值上升0.1个百分点；私营企业资产负债率为58.5%，较前值上升3个百分点，国有企业和私营企业资产负债率差距继续缩小，杠杆结构进一步优化。

图表 8：国有企业与私营企业资产负债率趋于一致



来源：Wind，国金证券研究所

四、小结

从量价角度看，3 月份工业企业利润增速反弹和工业增加值、PPI 走势相符合，印证了一季度经济平稳增长的事实。但 3 月份工业生产回暖很大程度上因为春节错位因素的影响，18 年由于春节较晚，节后复工节奏较慢，3 月份工业增加值环比仅增长 0.37%，而今年春节较早，3 月份工业生产基本恢复正常，环比大幅增长 1%。如果合并 1-3 月口径看，累计增加值同比 6.5%，明显低于去年同期的 6.8%。此外，4 月份增值税减税政策落地前，企业加快生产备货因素也有一定的扰动影响。从 3 月底以来发电耗煤、高炉开工等高频数据看，工业景气度有所回落，意味着短期内生产端仍有下行压力，工业企业利润增速预计仍将延续较弱态势，反弹还需等待。

对于债市而言，二季度多项经济指标间预计存在分化，“数据打架”意味着短期内市场对于基本面仍存在分歧，利率震荡局面可能还会延续。

风险提示：经济增长超预期，债市波动加大。

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_12911

