

宏观点评

关注 2019 年库存周期变化和民企加杠杆——2018 年工业企业利润数据点评

事件: 2018 年中国规模以上工业企业实现利润总额 66351.4 亿元, 比上年增长 10.3%; 12 月利润总额当月同比下降 1.9%, 降幅比 11 月份扩大 0.1 个百分点, 比 2017 年 12 月扩大 12.7 个百分点。

1、2018 年工业企业盈利增速“腰斩”，随着 PMI 跌破荣枯线、经济继续承压以及 PPI 通缩风险的逐渐暴露，工业企业利润下行趋势短期难扭转。

- 2018 年工业企业利润增速趋势下行, 全年增速“腰斩”(2018 年 10.3%, 2017 年 21.0%); 四季度末转为负增, 并非高基数所能解释, 主因是 PPI 同比增速持续下滑。
- 分行业来看, 上游行业是工业利润的主要来源。2018 年全年, 41 个工业大类行业中 32 个行业利润增速为正, 9 个行业为负。其中, 利润增速最高的五大行业为石油和天然气开采业、非金融矿物制品、黑色金属冶炼和压延加工业、废弃资源综合利用业、酒、饮料和精制茶制造业。

2、2018 年企业主动去库存，2019 年可能转为被动去库存。

- 从 1996 年开始, 我国共经历了 6 轮完整的库存周期, 平均每轮周期的持续时长约为 38 个月, 其中, 主动去库存 11 个月、被动去库存 8 个月、主动补库存 11 个月、被动补库存 8 个月。
- 2017 年 5 月, 第 6 轮库存周期补库存阶段结束, 目前处于第 7 轮库存周期中。截至 2018 年 12 月, 企业去库存时长已达 19 个月。虽当前主动去库存时长已经多于近两轮的平均时长, 但是下游需求并未明显改善, 我们预计 2019 年企业大概率继续处于去库存状态。

3、2018 年民企国企盈利增速仍分化，但差距显著缩窄；2019 年民企将继续加杠杆，但并非需求端引发，更多的可能是被动加杆杆。

- 本轮供给侧改革主要受益的是国企, 但环保和去杠杆主要“受伤”的则是民企。而进入 2018 年尤其是下半年以来, 去产能开始放缓、去杠杆转为稳杠杆, 加之国家多措并举稳民企, 民营企业盈利增速虽尚不及国企, 但 2018 年两者差距已不足 1 个百分点。
- 2018 年私营企业负债率攀升明显, 从 2017 年底的 51.6% 上升至 2018 年 12 月的 56.4%, 而同期国企从 60.4% 下降至 58.7%, 体现了“加杠杆”由国企向民企的转化。往后看, 随着民企纾困政策的相继出台, 民企信用环境有望改善, 民企资产负债率预计仍将上行。
- 需要注意的是, 在整体经济下行期, 民企加杠杆很难由需求端引发, 也即难有主动扩产的意愿。因此, 2019 年民企加杠杆, 可能更多的是“被动加杆杆”, 背后的真实动机应是缓解股权质押风险, 以及确保必要的资金周转进而避免破产倒闭引发失业问题。

风险提示: 1、经济失速下滑; 2、政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱: wangmei@gszq.com

相关研究

- 1、《寻找超预期: 2019 年宏观经济展望 (40 页 PPT)》
2019-01-25
- 2、《2018 年中国经济弱势收官, 2019 年关注四大超预期》2019-01-22
- 3、《信用拐点将至, 可跟踪 4 条线索——2018 年金融数据点评》2019-01-16
- 4、《贸易拐点已现, 跟踪 2019 年出口有四个线索——2018 年进出口点评》2019-01-15
- 5、《宏观年度报告: 寻找超预期——2019 年宏观经济展望》2019-01-09



内容目录

2018年工业企业盈利增速“腰斩”，2019年将继续下行	3
工业企业盈利大幅放缓，主因PPI同比持续下滑	3
分行业看，上游行业是工业利润的主要来源	4
工业企业利润增速下行趋势短期难以扭转	5
2018年企业主动去库存，2019年可能转为被动去库存	5
2018年民企国企盈利仍分化但差距缩窄，2019年民企将继续加杠杆	6
民营企业盈利增速尚不及国企，但2018年两者差距已不足1个百分点	6
2018年民企杠杆率一路攀升，2019年大概率仍走高	7
风险提示	7

图表目录

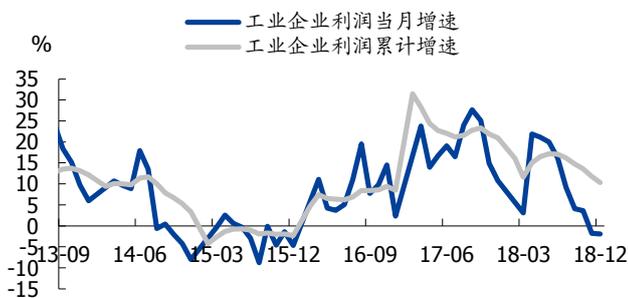
图表 1: 2018年下半年以来，工业企业利润下行压力增大	3
图表 2: 2018年四季度以来，利润增速下滑应主要源于非基数因素	3
图表 3: 2018年工业生产增速趋势下行	3
图表 4: 2018年5月以来工业生产销售增速一路下滑	3
图表 5: PPI同比下行拖累工业企业利润增速	4
图表 6: 2018年1-12月石油和天然气开采业利润总额累计同比大幅提高	4
图表 7: 2018年8月以来，CRB工业原料指数已经连续5个月为负	5
图表 8: PMI新订单指数显示制造业需求已走弱	5
图表 9: 1996年以来，我国共经历6轮完整的库存周期，当前正处于第7轮	5
图表 10: 本轮企业主动去库存始于2017年6月	6
图表 11: 2017年以来我国私营企业盈利增速大幅不及国企，但2018年以来差距逐步缩窄	6
图表 12: 2018年以来私营企业资产负债率逐渐攀升	7

2018年工业企业盈利增速“腰斩”，2019年将继续下行

工业企业盈利大幅放缓，主因PPI同比持续下滑

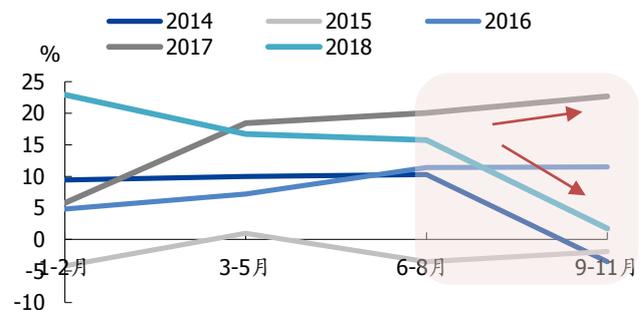
2018年工业企业利润增速趋势下行，全年增速“腰斩”；四季度末转为负增，并非高基数所能解释。2018年1-12月规模以上工业企业利润同比增长10.3%，较1-11月下降1.5个百分点，较2017年同期下滑10.7个百分点。其中，12月份利润同比下降1.9%，降幅比11月份扩大0.1个百分点，比2017年12月扩大12.7个百分点。对比2017和2018年工业企业利润走势的当季同比变化，可以发现2017与2018年全年工业企业利润当季同比负相关关系显著，即2017年增速一路上行、2018年增速趋势下行，指向2018年工业企业利润的下行具有一定的基数原因。不过，2018年四季度以来（9-11月以来），工业企业利润增速的下行幅度大幅高于2017年同期利润增速的上行幅度，表明“非基数效应”应是四季度以来工业企业利润增速下滑的主因，需求拖累下企业盈利压力增大。

图表1：2018年下半年以来，工业企业利润下行压力增大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：2018年四季度以来，利润增速下滑应主要源于非基数因素

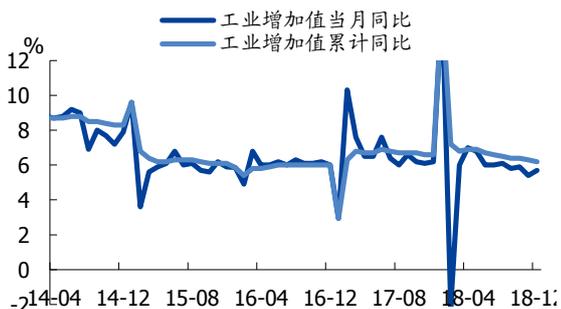


资料来源：Wind，国盛证券研究所

从“非基数效应”角度切入，2018年下半年以来工业企业利润增速下滑幅度加大，主因是工业生产放缓和工业品价格涨幅持续回落。

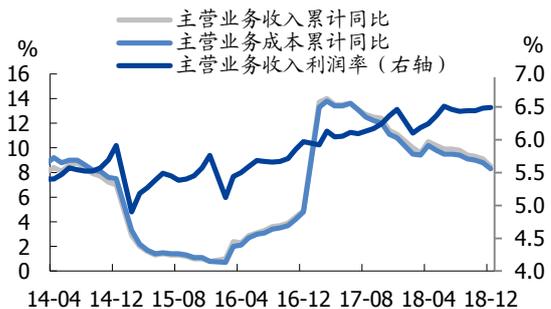
一方面，整体工业生产放缓。2018年全国规上工业增加值同比增长6.2%，较2017年放缓0.4个百分点。单月来看，12月工业增加值同比实际增长5.7%，较11月份加快0.3个百分点，但较2017年同期下滑0.5个百分点。工业增加值稳中缓降指向工业生产缓慢回落，拖累工业生产销售。这也与2018年1-12月工业企业主营业务收入累计同比录得8.5%，较1-11月下滑0.6个百分点，较2017年同期下滑2.6个百分点相对应。

图表3：2018年工业生产增速趋势下行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

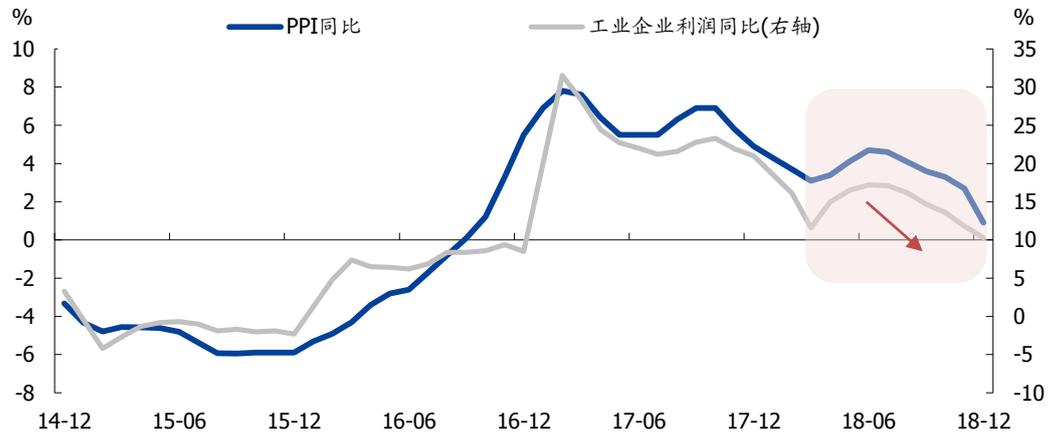
图表4：2018年5月以来工业生产销售增速一路下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

另一方面，2018年下半年PPI同比持续下滑，对工业企业利润形成拖累。2018年PPI全年累计同比上涨3.5%，受高基数影响，全年PPI当月同比均低于2017年同期，增速自6月份达到年内高点4.7%后持续回落，并于12月份达到年内最低点0.9%，同时创下近27个月新低。其中，供给侧改革行业增速回落较快，除高基数外，受内需走弱、环保限产边际放松等因素影响较大。价格失去支撑使得工业企业利润增速继续承压。

图表5: PPI同比下行拖累工业企业利润增速

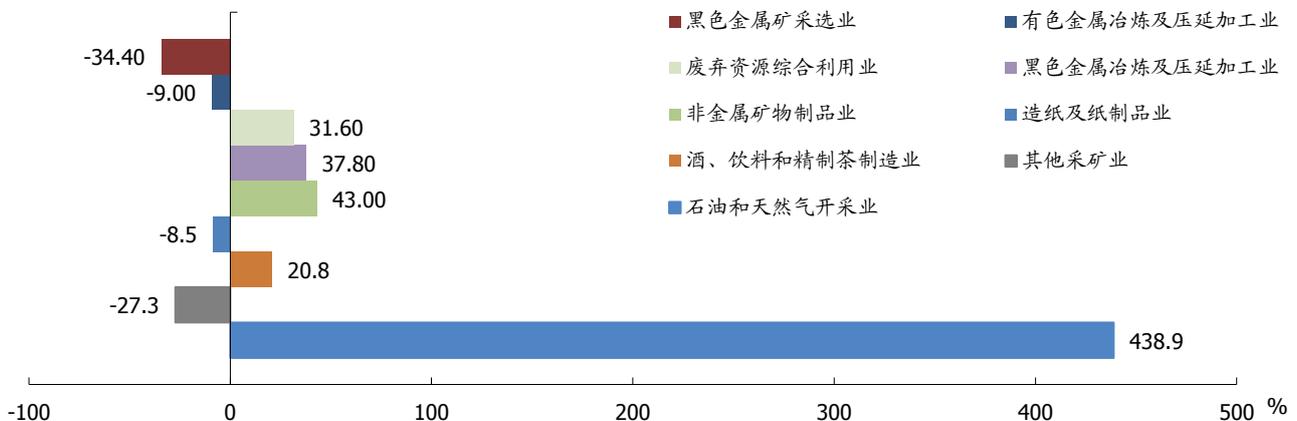


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业看，上游行业是工业利润的主要来源

2018年1-12月，41个大类行业中，共32个行业利润总额同比增速为正，9个行业为负，其中，增速最高的五大行业分别是：石油和天然气开采业（利润总额累计同比增长4.4倍）、非金属矿物制品业（利润总额累计同比43%）、黑色金属冶炼和压延加工业（增长37.8%）、废弃资源综合利用业（增长31.6%）、酒、饮料和精制茶制造业（增长20.8%）。此外，利润增速下降比较大的行业有黑色金属矿采选业（下降34.4%）、其他采矿业（下降27.3%）、有色金属冶炼及压延加工业（下降9%）、造纸及纸制品业（下降8.5%）。

图表6: 2018年1-12月石油和天然气开采业利润总额累计同比大幅提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

工业企业利润增速下行趋势短期难以扭转

2019年宏观经济整体下行。我们预计，2019年GDP增速上半年将逐步回落、下半年走平，全年累计增速6.3%左右，当季增速则有可能跌至6%，二季度压力最大。再结合2018年下半年以来制造业PMI持续下行，12月PMI更是跌至荣枯线下，预计未来工业生产数据难言乐观。

2019年PPI大概率进入通缩，指向企业盈利将继续下滑。在《需防“类滞胀”，更需防PPI下行、可跟踪四条线索——兼评10月通胀》等前期报告中我们多次指出，2019年PPI大概率低位运行且显著低于2018年水平，甚至不排除单月负增。历史数据也表明，工业企业盈利增速和PPI走势高度正相关。

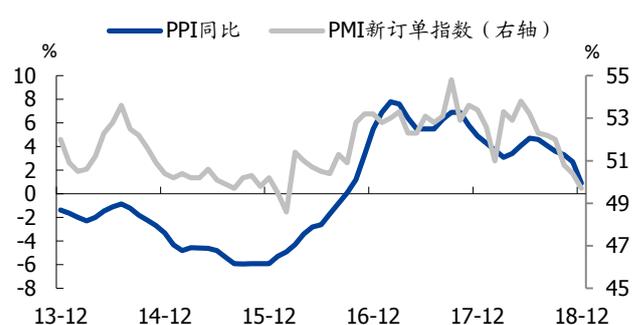
继续提示，跟踪PPI走势有四条线索：一是跟踪内外需变动情况，尤其后续我国扩基建的相关举措；二是跟踪PPI的领先指标，比如CRB工业原料指数严格领先PPI走势1至3个月，截至2018年12月CRB工业原料指数当月同比增速已经连续5个月为负（此前连续25个为正）；三是跟踪油价走势，我们预计，2019年油价中枢大概率下行；四是跟踪我国环保限产力度，已有迹象表明现阶段已大概率边际放松。PPI和工业企业盈利高度正相关，2019年PPI中枢的下行使企业盈利压力加大。

图表7：2018年8月以来，CRB工业原料指数已经连续5个月为负



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：PMI新订单指数显示制造业需求已走弱



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2018年企业主动去库存，2019年可能转为被动去库存

从1996年开始，我国共经历了6轮完整的库存周期，平均每轮周期的持续时长约为38个月（主动去库存11个月、被动去库存8个月、主动补库存11个月、被动补库存8个月）。2017年5月，第6轮库存周期补库存阶段结束，目前处于第7轮库存周期中。

图表9：1996年以来，我国共经历6轮完整的库存周期，当前正处于第7轮

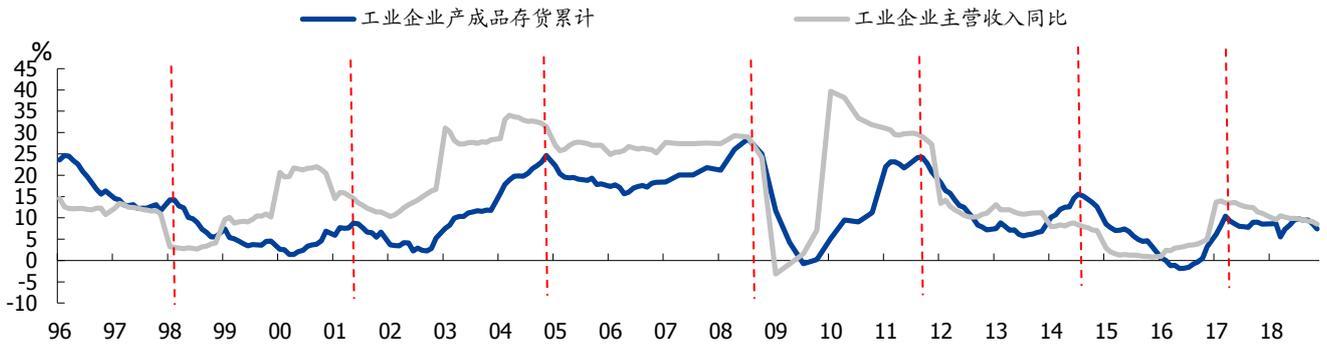
库存周期	总时长	主动去库存			被动去库存			主动补库存			被动补库存		
		开始时间	截止时间	持续月数									
第1轮 (1998.02-2001.06)	41	1998-02	1998-12	11	1999-01	2000-04	16	2000-05	2000-11	7	2000-12	2001-06	7
第2轮 (2001.07-2004.12)	42	2001-07	2002-02	8	2002-03	2002-10	8	2002-11	2004-05	19	2004-06	2004-12	7
第3轮 (2005.01-2008.08)	44	2005-01	2006-03	15	2006-04	2006-05	2	2006-06	2008-05	24	2008-06	2008-08	3
第4轮 (2008.09-2011.10)	38	2008-09	2009-02	6	2009-03	2009-08	6	2009-09	2010-02	6	2010-03	2011-10	20
第5轮 (2011.11-2014.08)	34	2011-11	2012-08	10	2012-09	2013-07	11	2013-08	2013-12	5	2014-01	2014-08	8
第6轮 (2014.09-2017.05)	33	2014-09	2016-02	18	2016-03	2016-08	6	2016-09	2017-02	6	2017-03	2017-05	3
第7轮 (2017.06-?)		2017-06	2018-12	19									

来源：Wind，国盛证券研究所

2018年12月末，工业企业产成品存货累计同比为7.4%，前值为8.6%，继续趋势下行；对应12月工业企业主营收入累计同比8.5%，同样低于前值9.1%。若以2017年6月作为新一轮去库存的起点，截至2018年12月，本轮库存周期已经持续19个月。

历史经验看，2011年以来的两轮库存周期中，去库存时长均多于补库存时长，且主动去库存时间分别为10个月和18个月。虽当前主动去库存时长已经多于近两轮的平均时长，但是下游需求并未明显改善，预计2019年企业大概率继续处于去库存状态。

图表 10: 本轮企业主动去库存始于 2017 年 6 月



来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年民企国企盈利仍分化但差距缩窄，2019 年民企将继续加杠杆

民营企业盈利增速尚不及国企，但 2018 年两者差距已不足 1 个百分点

2017 年以来规模以上国企盈利增速大幅高于民企，2018 年两者差距逐步缩窄。2017 年全年，规上国有企业利润月均增速高出民企 40 个百分点（最高 85.3 个百分点，最低 30 个百分点）。进入 2018 年以来，两者差值已经降至 14.3 个百分点。截至 2018 年 12 月，规上国企利润增速为 12.6%（2017 年同期为 45.1%），仅高出民企 0.7 个百分点。归因看，本轮供给侧改革主要受益的是国企，但环保和去杠杆主要“受伤”的则是民企。而进入 2018 年尤其是下半年以来，去产能开始放缓、去杠杆转为稳杠杆，加之国家多措并举稳民企。

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_14415

