

宏观点评报告

2020 年 2 月 4 日

利润增速弱于预期，新冠疫情拉低 1 季度利润

2019 年 12 月工业企业利润点评

核心内容：

分析师

第一、2019 年工业企业利润增速-3.3%，2019 年制造业疲软使得利润相应下行。12 月份利润增速下滑速度加快，与产品价格和生产量相背离。我们认为企业加快生产主要是为了春节备货，产成品库存同期上行，企业当月销售其实是下滑的。

2019 年 12 月，工业企业利润增速当月同比-6.3%，但从量价两方面来看，12 月份工业增加值增速和 PPI 增速都同时上行，工业企业利润单月大幅走低较为异常。我们认为企业为春节备货导致虽然生产规模上行，但是销售并未同期增加。

12 月份营业收入同比增速 3.8%，比上个月回落 0.8 个百分点，12 月份产成品库存增速 2%，比上月上行 1.7 个百分点。企业 12 月份销售收入减少，但产成品库存增加，表明企业当月虽然生产上行，但产成品并未销售，而是为了马上要到来的春节备货。12 月份企业的销售有所下行，利润增速相应回落。

第二、12 月份私营企业利润下滑速度最快，比上月下滑 4.3 个百分点。我们倾向于年末小企业集中偿还债务，私营企业资产负债率 12 月份下降 0.5 个百分点至 57.4%。中小企业面对不利的经营环境，稍有改善资金状况时可能优先收缩资产负债表，进入“日本状态”。12 月份从产品来看，上游产品利润走高，下游产品利润下滑最快，私营企业多集中在下游行业，利润下滑最快。

第三、12 月份企业产成品库存上行至 2%，产成品库存升高主要是企业需要为春节备货。企业存货连续 4 个月处于低位，工业企业并未出现大幅的补充材料动作。同时中游产成品库存仍然处于去库存状态，下游行业虽然进入库存低位，但其反弹可能仍然需要需求的配合。鉴于此，产成品库存回升可能等待时间较长。

第四、新冠疫情对企业利润带来影响：（1）疫情严重影响了终端消费，企业产品销售可能出现大幅回落，1~2 月份的利润增速可能出现大幅下滑；（2）企业复工生产受到影响，但支出并未减少，对利润带来冲击；（3）企业产成品库存并未得到消耗，产品周转率下降，影响企业利润；（4）企业消化现有产品库存需要时间，推迟了再次备货生产的时间，影响了未来的企业利润。

由于疫情持续时间未定，对企业的整体生产经营带来较大影响，产品需求也出现大幅下滑，由此带来的国际影响使得出口受阻，这些不利因素需要等待疫情结束。

我们预计 1 季度工业企业利润继续下滑，尤其是 1~2 月份下滑速度可能加快，而企业利润恢复速度可能较慢，需要等待产品生产上行和产品价格回升。产品生产上行需要等待疫情结束，而产品价格 PPI 下半年的回升幅度可能弱于预期。2020 年工业企业利润增速预计在 1Q 和 2Q 仍然下滑，下半年会有所上行，上行幅度可能较弱。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

2019 年工业企业利润增速-3.3%，2019 年制造业疲软使得利润相应下行。12 月份利润增速下滑速度加快，与产品价格和生产量相背离。我们认为企业加快生产主要是为了春节备货，产成品库存同期上行，企业当月销售其实是下滑的。

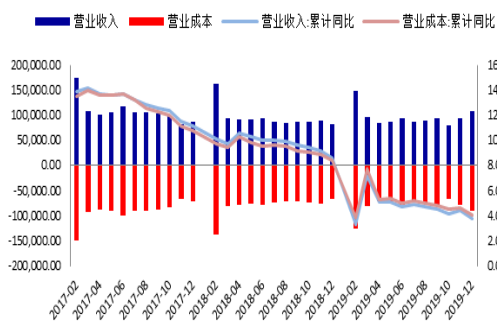
2019 年全年工业企业利润增速回落 3.3%，2019 年全年企业生产下滑，工业增加值走低，而价格方面 PPI 也录得负增长，2019 年企业利润下滑是应有之义。同时，统计规模以上工业企业利润增速，有些工业企业由于生产经营问题被剔除统计样本，导致 2019 年规模以上工业起来实现利润只有 6.1 万亿，实际利润总额低于近 5 年来水平。

2019 年 12 月，工业企业利润增速当月同比-6.3%，但从量价两方面来看，12 月份工业增加值增速和 PPI 增速都同时上行，工业企业利润单月大幅走低较为异常。我们认为企业为春节备货导致虽然生产规模上行，但是销售并未同期增加。

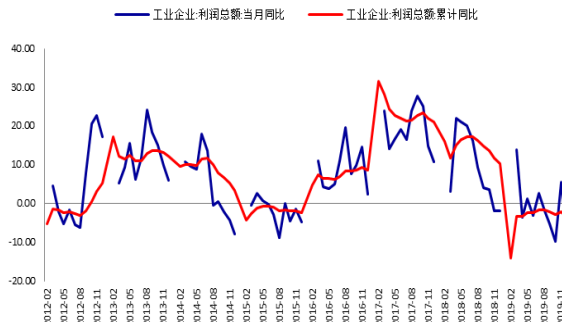
12 月份营业收入同比增速 3.8%，比上个月回落 0.8 个百分点，12 月份产成品库存增速 2%，比上月上行 1.7 个百分点。企业 12 月份销售收入减少，但产成品库存增加，表明企业当月虽然生产上行，但产成品并未销售，而是为了马上要到来的春节备货。12 月份企业的销售有所下行，利润增速相应回落。

图 1：营业收入和成本变化（%，亿元）

图 2：工业企业利润回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

12 月份私营企业利润下滑速度最快，比上月下滑 4.3 个百分点。我们倾向于年末小企业集中偿还债务，私营企业资产负债率 12 月份下降 0.5 个百分点至 57.4%。中小企业面对不利的经营环境，稍有改善资金状况时可能优先收缩资产负债表，进入“日本状态”。12 月份从产品来看，上游产品利润走高，下游产品利润下滑最快，私营企业多集中在下游行业，利润下滑最快。

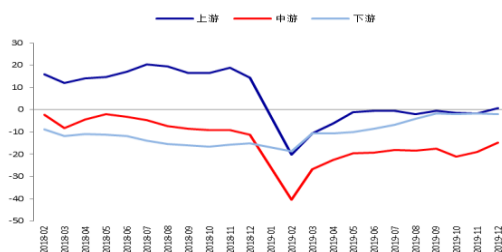
2019 年利润整体回落，国有企业利润回落幅度最深，2019 年国有企业利润下滑 12%，私营企业利润上行 2.2%。但 2019 年上游行业利润累计上行 0.6%，中下游行业利润增速分别为-14.9%和 -1.9%。由于上游行业多是国有企业，私营企业多集中在下游行业，私营企业经营更为艰难。国有企业 2019 年利润下滑更多主要是由于 2018 年供给侧改革使得国有企业利润大幅度上行，2019 年面临基数过高的因素。2019 年整体来看，企业经营更为困难，多为中下游行业的私营企业面临的困难更多。

12 月份，私营企业虽然仍然保持着利润正增长，但单月利润增速下滑较快，其下滑幅度超过其他类型企业。鉴于银行从 10 月份开始缓慢放松对企业贷款的限制，象征企业资金情况的 M1 持续回升，12 月份私营企业资产负债率下滑速度较快，我们倾向于私营企业在年前加速偿还债务。

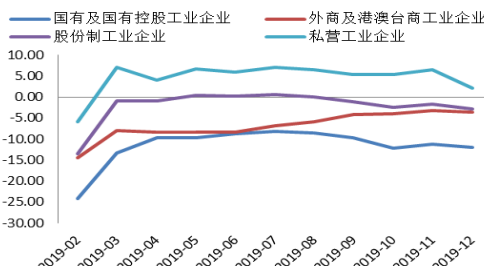
这种情况值得更深入的观察，中小企业在面临不利的经营环境，稍有改善的金融状态时会优先收缩其资产负债表，就是所谓的“日本模式”。

图 3：上中下游行业利润增速（%）

图 4：私营企业利润下滑速度最快（%）



数据来源: WIND 中国银河证券研究院



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

12 月份企业产成品库存上行至 2%，产成品库存升高主要是企业需要为春节备货。企业存货连续 4 个月处于低位，工业企业并未出现大幅的补充材料动作。同时中游产成品库存仍然处于去库存状态，下游行业虽然进入库存低位，但其反弹可能仍然需要需求的配合。鉴于此，产成品库存回升可能等待时间较长。

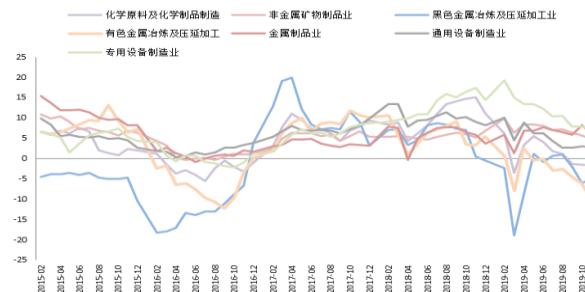
从库存来看，库存已经接近低位，但库存的回升需要需求予以配合，12 月份工业企业销售并不理想，产成品库存增加主要是为了 1 月份春节备货。从上中下游行业来看，上游行业已经进入加库存状态，但速度较为缓慢。中游行业仍然处于去库存的状态，尤其是化学原料及化学制品、非金属矿物制品等大行业去库存仍然没有结束。下游行业虽然已经进入库存低位，但其回升需要需求的配合，如汽车行业需要终端销售的配合才能使得库存上行。

图 6: 产成品库存小幅回升 (%)

图 7: 中游行业处于去库存状态 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

新冠疫情对企业利润带来影响: (1) 疫情严重影响了终端消费，企业产品销售可能出现大幅回落，1~2 月份的利润增速可能出现大幅下滑; (2) 企业复工生产受到影响，但支出并未减少，对利润带来冲击; (3) 企业产成品库存并未得到消耗，产品周转率下降，影响企业利润; (4) 企业消化现有产品库存需要时间，推迟了再次备货生产的时间，影响了未来的企业利润。

由于疫情持续时间未定，对企业的整体生产经营带来较大影响，产品需求也出现大幅下滑，由此带来的国际影响使得出口受阻，这些不利因素需要等待疫情结束。

我们预计 1 季度工业企业利润继续下滑，尤其是 1~2 月份下滑速度可能加快，而企业利润恢复速度可能较慢，需要等待产品生产上行和产品价格回升。产品生产上行需要等待疫情结束，而产品价格 PPI 下半年的回升幅度可能弱于预期。2020 年工业企业利润增速预计在 1Q 和 2Q 仍然下滑，下半年会有所上行，上行幅度可能较弱。

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（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许冬石，宏观行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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_7443

