

营收不佳和营业成本居高不下引致利润与生产背离

——对 2019 年 12 月工业利润点评兼债市策略

固定收益简报

◆ 事件

2020年2月3日，国家统计局公布2019年全国规模以上工业企业利润数据。2019年全国规模以上工业企业实现利润总额61995.5亿元，同比下降3.3%（按可比口径计算），降幅比1-11月份扩大1.2个百分点。2019年12月份，规模以上工业企业实现利润总额5883.9亿元，同比下降6.3%，11月份为同比增长5.4%。

◆ 点评

12月份工业企业利润增速由正转负，与生产出现一定背离，主要原因是企业营收不佳与营业成本居高不下。12月全国规模以上工业企业利润当月利润同比下降6.3%，相比上月下降11.7个百分点，12月同比增速相对11月的下降幅度虽然比近年来最大值的2016年稍小，但数值由正转负，说明企业利润数据短期内快速恶化。规模以上企业利润与增加值之间则出现了明显的背离，企业营业收入下降和成本居高不下是其中的原因。另外一些重点行业对利润下降拉动作用也比较明显。

不同所有制企业利润情况继续分化，私营企业利润增速快速下降。2019年国有控股企业实现利润总额同比下降12%，股份制企业实现利润总额下降2.9%，私营企业实现利润总额增长2.2%，私营企业利润增速出现明显下降。

采矿、热力生产和供应业增速仍保持较快增速，汽车制造业下降幅度有所扩大。汽车制造业利润全年同比增速-15.9%，虽然整体在修复，但短期内下降幅度有所扩大。

◆ 债市观点

目前10Y国债收益率处于历史较低水平，而且在疫情影响下债市行情可能持续一定时间。疫情在第一季度对2020年全年经济影响最大，二季度尤其是下半年后经济基本可恢复正常，而且短期内疫情影响越大，后续经济反弹可能越强，疫情不会改变我国经济长期的发展趋势。我们维持之前的观点，即认为10Y国债年内仍将在一定区间震荡，即难以明显下行又难以明显上行。

◆ 风险提示

此次规模以上工业企业利润统计时点在疫情爆发前，疫情影响基本未得到体现，后期需要进一步跟踪观察。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebcn.com

联系人

李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebcn.com

相关报告

生产放缓明显，被动去库存已近底部——对2020年1月PMI数据点评及债市策略
..... 2020-1-31

基本面短期企稳确认，但存“类滞胀”隐忧——对2019年12月经济数据点评兼债市观点
..... 2020-1-17

去库存接近底部，期限利差后续如何走？从基本面看利率债系列之一
..... 2020-1-7

生产持续加快，补库存未得验证——对2019年12月PMI数据点评及债市策略
..... 2019-12-31

财政2020年如何提质增效？——从政策看利率债系列之二
..... 2019-12-22

提效灵活长效实施政策调控，打赢三大攻坚战——对2019年中央经济工作会议点评
..... 2019-12-13

积极的财政政策如何看？——从政策看利率债系列之一
..... 2019-12-7

事件

2020年2月3日,国家统计局公布2019年全国规模以上工业企业利润数据。2019年全国规模以上工业企业实现利润总额61995.5亿元,同比下降3.3%(按可比口径计算),降幅比1-11月份扩大1.2个百分点。2019年12月份,规模以上工业企业实现利润总额5883.9亿元,同比下降6.3%,11月份为同比增长5.4%。

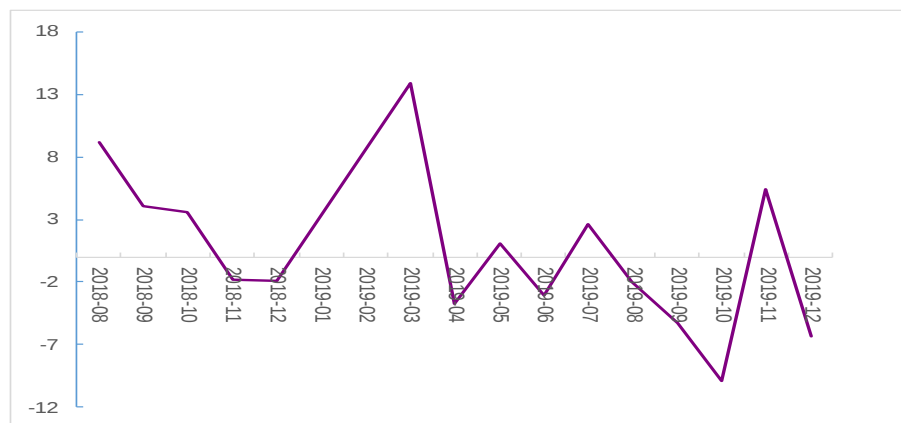
点评

12月份工业企业利润增速由正转负,与生产出现一定背离,主要原因是企业营收不佳与营业成本居高不下

2019年12月全国规模以上工业企业利润当月利润同比增速由正转负,下降6.3%(11月份为增长5.4%)。回看2013年以来规模以上工业企业利润数据,12月同比增速一般相比11月降低,两者差距最大的为2016年,当时11月和12月规模以上工业企业利润增速分别为14.5%和2.3%,相差12.2个百分点。2019年12月规模以上工业企业利润增速相比11月下降11.7个百分点,幅度虽然比2016年稍小,但数值由正转负,说明企业利润数据短期内快速恶化。

2019年全国规模以上工业企业利润同比仍维持负增长(-3.3%),比前值(-2.1%)下降幅度增加1.2个百分点,整体仍处于负值,主要原因同样来自企业营收下降。

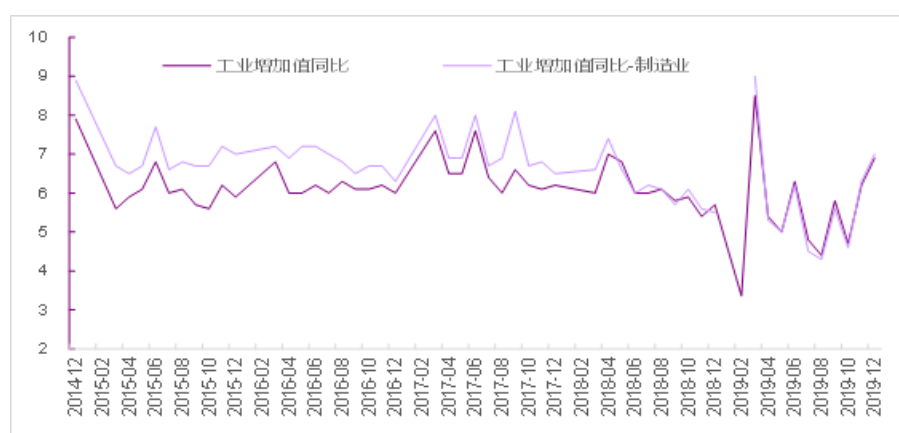
图1: 2019年12月全国规模以上工业企业利润同比由正转负



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

规模以上企业利润与增加值之间则出现了明显的背离。2019年12月份,规模以上企业工业增加值同比实际增长6.9%,比11月(6.2%)加快0.7个百分点。分项来看,2019年12月制造业工业增加值增长7.0%,比上月加快0.7个百分点。而从2019年四季度以来,制造业也出现生产持续回暖的迹象,制造业是推动工业增加值持续向好的主要动力。

图 2：2019 年四季度以来，制造业推动工业增加值持续向好



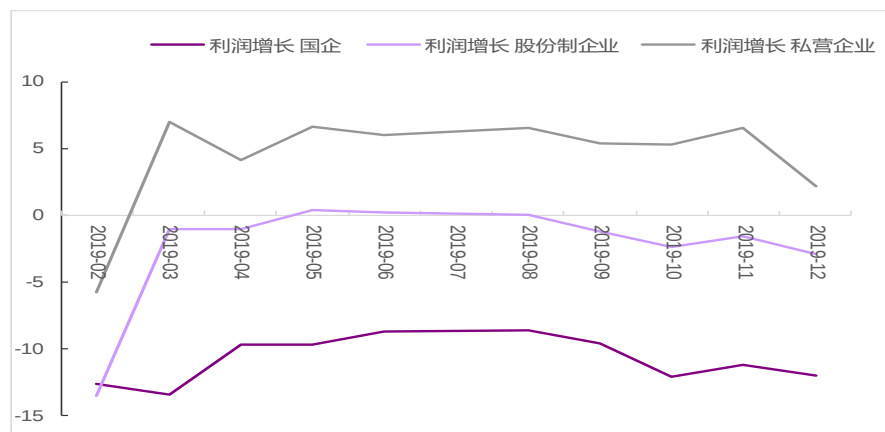
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

我们认为，在生产明显改善的情况下，企业利润却出现快速下降，营收不佳和企业成本上升是关键因素。首先是企业营业收入下降。2019 年 1-12 月规模以上工业企业实现营业收入同比增长 3.8%，首次跌破 4%，增速比 2018 年回落 4.8 个百分点，比 1-11 月累计同比增速下降 0.6 个百分点。第二是企业营业成本居高不下。2019 年规模以上工业企业营业成本同比增长 4.1%，比营业收入增速高出 0.3 个百分点。另外，相关行业对整体利润的影响也是其中重要因素。根据国家统计局的统计，2019 年钢铁、化工、汽车、石油加工行业利润比上年分别下降 37.6%、25.6%、15.9%和 42.5%，合计影响规模以上工业企业利润增速比上年下降 7.4 个百分点，这些重点行业对利润下降拉动作用明显。

不同所有制企业利润情况继续分化，民营企业利润增速快速下降

在规模以上工业企业中，2019 年国有控股企业实现利润总额同比下降 12%，股份制企业实现利润总额下降 2.9%，民营企业实现利润总额增长 2.2%，而 2019 年 1-11 月民营企业利润总额累计同比增长 6.5 个百分点，民营企业利润增速出现明显下降。

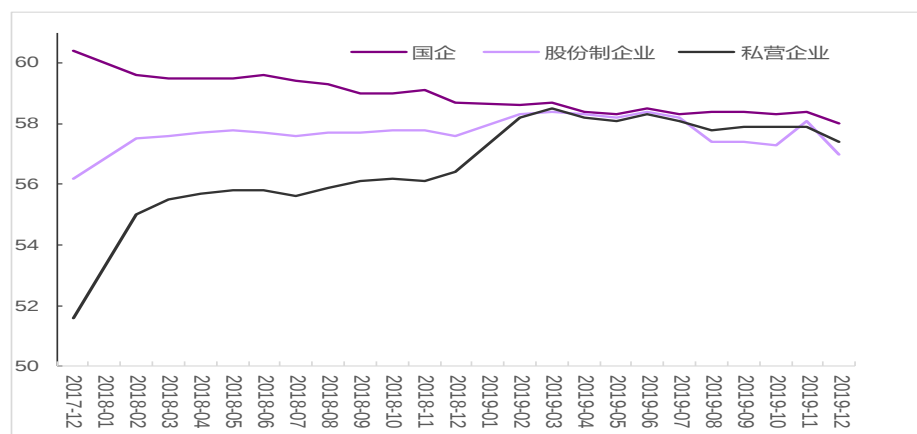
图 3：规模以上工业企业中，民营企业利润增速快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2019 年规模以上工业企业资产总计 119.14 万亿元，比上年末增长 5.8%；负债合计 67.39 万亿元，增长 5.4%；所有者权益合计 51.75 万亿元，增长 6.5%；资产负债率为 56.6%，比上年末降低 0.2 个百分点。不同所有制企业资产负债率在年末均出现下降情况。

图 4：企业负债率整体下降，股份制企业资产负债率小幅增长

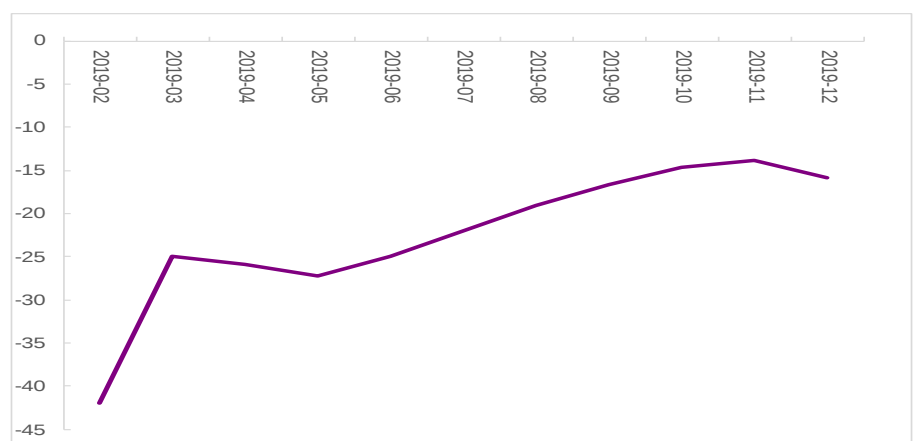


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

采矿、热力生产和供应业增速仍保持较快增速，汽车制造业下降幅度有所扩大

2019 年工业企业利润累计同比增速较高的行业主要集中在采矿业和电力、热力生产和供应业，其中黑色金属矿采选业（同比增长 396.5%）和电力、热力生产和供应业（同比增长 19%），继续延续高速增长态势。汽车制造业利润全年同比增速-15.9%，虽然整体在修复，但短期内下降幅度有所扩大（2019 年 1-11 月份累计同比为-13.9%）。

图 5：汽车制造业利润仍在修复，但 12 月下降幅度有所扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

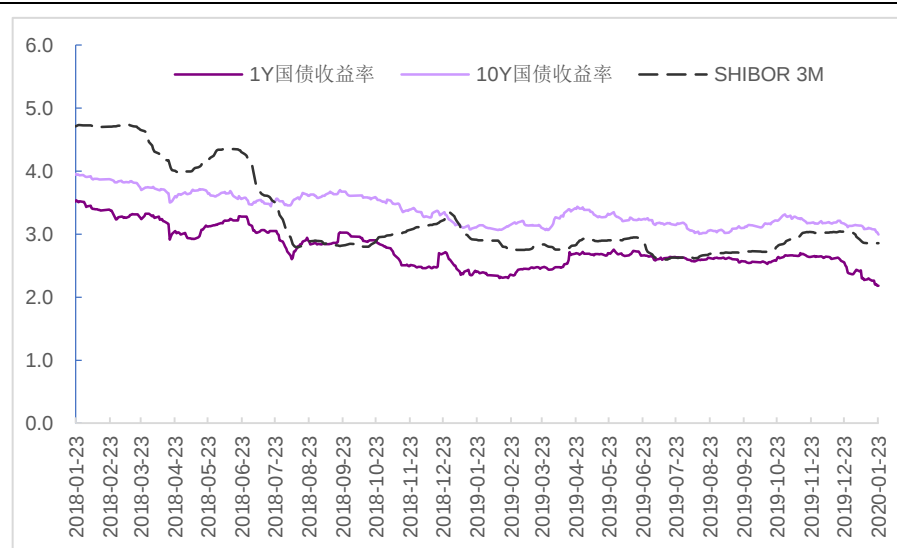
债市观点

近期，工业企业生产规模近期呈现一定扩张迹象，但 12 月利润增速由正转负，后续也将制约工业企业扩张的能力，工业企业扩张的波动性和不确定性依然较大。

为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，央行今日开展了 1.2 万亿元公开市场逆回购操作（今日有 1.05 万亿元逆回购到期），银行体系流动性与去年同期相比相对充裕。另外，在 MLF 降息预期下，10Y 国债收益率已出现了明显的下行，且春节前几日下行速度加快，目前收益率处于历史较低水平，而且在疫情影响下债市行情可能持续一定时间。

对比 2003 年 SARS 疫情（2003 年我国四个季度 GDP 增速分别为 11.1%、9.1%、10% 和 10%），我们认为，疫情在第一季度对 2020 年全年经济影响最大，二季度尤其是下半年后经济基本可恢复正常，而且短期内疫情影响越大，后续经济反弹可能越强，疫情不会改变我国经济长期的发展趋势。我们维持之前的观点，即认为 10Y 国债年内仍将在一定区间震荡，即难以明显下行又难以明显上行。

图 6：国债收益率与 SHIBOR 3M 走势情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至 2020 年 1 月 23 日

风险提示

此次规模以上工业企业利润统计时点在疫情爆发前，疫情影响基本未得到体现，后期需要进一步跟踪观察。

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_7445

