民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

工业企业营收和利润改善，去库存仍在继续

——11 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2019 年 12 月 27 日

报告摘要：

2019 年 1—11 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 56100.7 亿元，同比下降 8.3%，降幅比 1—10 月份收窄 0.9 个百分点；按可比口径计算同比下降 2.1%，降幅比 1—10 月份收窄 0.8 个百分点。其中，11 月当月同比增长 5.4%，增速较 10 月份回升 15.3 个百分点。

- **工业企业利润降幅收窄**

11 月份工业企业利润增速由负转正主要受益于量价好转，工业生产和销售增长明显加快，工业品出厂价格降幅收窄。利润总额同比增速与可比口径同比增速之间的差异逐渐收敛表明工业企业整体的营收和盈利得到改善。

分大类来看，采矿业盈利能力相对较高，但利润增速回落；电热气水生产供应业盈利能力改善，利润加速增长；制造业利润仍处于负区间不利于制造业投资增速企稳。

分企业性质来看，私营企业营收与盈利能力均有所改善。国有企业盈利能力恶化，而营收增速与上月持平，利润增速改善仅仅是由于基数效应。

- **企业利润增速结构分化**

分行业来看，计算机行业景气度回落，汽车行业利润降幅收窄；医药、饮料制品业利润增长率与营业收入利润率均维持两位数，但盈利增速有所回落。造纸、电力、石化、有色等重点行业利润明显回暖。

- **去库存仍在继续**

去库存仍在继续，补库存还没到来。2019 年 11-12 月，美、欧、日等制造业 PMI 均再度出现回落，需警惕全球需求再次下行风险。2020 年一季度起房地产投资面临快速下滑压力，工业企业利润仍存压力。

- **风险提示**

经济下行超预期，政策效果不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号： S0100119010023

电话： 021-60876720

邮箱： maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

目录

一、工业企业利润降幅收窄 3
（一）工业企业利润降幅收窄 3
（二）公用事业工业企业利润加速增长，制造业利润下滑 4
（三）私营企业利润增速加快 5
二、企业利润增速结构分化 5
（一）计算机行业景气度回落，汽车行业利润降幅收窄 6
（二）医药、饮料盈利增速回落 6
（三）造纸、电力、石化、有色等重点行业利润明显回暖 6
三、去库存仍在继续 7
风险提示 7
插图目录 8
表格目录 8

2019 年 1—11 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 56100.7 亿元，同比下降 8.3%，降幅比 1—10 月份收窄 0.9 个百分点；按可比口径计算同比下降 2.1%，降幅比 1—10 月份收窄 0.8 个百分点。其中，11 月当月同比增长 5.4%，增速较 10 月份回升 15.3 个百分点。

我们认为，11 月份工业企业利润增速由负转正主要受益于量价好转，工业生产和销售增长明显加快，工业品出厂价格降幅收窄。利润总额同比增速与可比口径同比增速之间的差异逐渐收敛表明工业企业整体的营收和盈利得到改善。

分大类来看，采矿业盈利能力相对较高，但利润增速回落；电热气水生产供应业盈利能力改善，利润加速增长；制造业利润仍处于负区间不利于制造业投资增速企稳。

分企业性质来看，私营企业营收与盈利能力均有所改善。国有企业盈利能力恶化，而营收增速与上月持平，利润增速改善仅仅是由于基数效应。

分行业来看，计算机行业景气度回落，汽车行业利润降幅收窄；医药、饮料制品业利润增长率与营业收入利润率均维持两位数，但盈利增速有所回落。造纸、电力、石化、有色等重点行业利润明显回暖。

去库存仍在继续，补库存还没到来。2019 年 11-12 月，美、欧、日等制造业 PMI 均再度出现回落，需警惕全球需求再次下行风险。2020 年一季度起房地产投资面临快速下滑压力，工业企业利润仍存压力。

一、工业企业利润降幅收窄

（一）工业企业利润降幅收窄

2019 年 1—11 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 56100.7 亿元，同比下降 8.3%，降幅比 1—10 月份收窄 0.9 个百分点；按可比口径计算同比下降 2.1%，降幅比 1—10 月份收窄 0.8 个百分点。其中，11 月当月同比增长 5.4%，增速较 10 月份回升 15.3 个百分点。

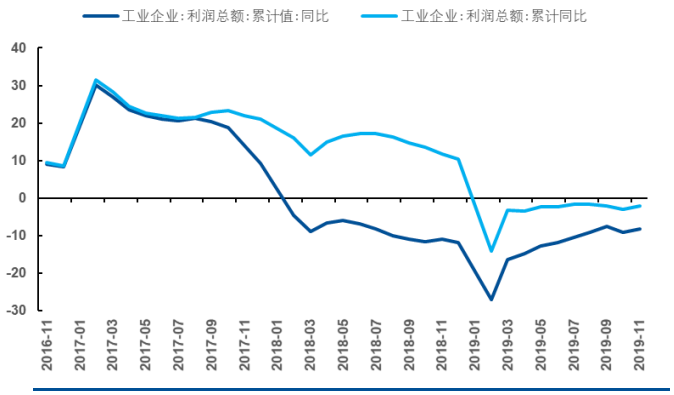
2019 年 1—11 月份全国规模以上工业企业实现营业收入 95.00 万亿元，同比下降 1.8%，降幅比 1—10 月份收窄 0.6 个百分点；按可比口径计算同比增长 4.4%，增幅较 1—10 月份扩大 0.2 个百分点。

11 月份工业企业利润增速由负转正的主要原因有：一是工业生产和销售增长明显加快。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，增速比 10 月份加快 1.5 个百分点；工业企业营业收入同比增长 5.3%，增速比 10 月份加快 3.8 个百分点。企业生产规模扩张带来了盈利增加。二是工业品出厂价格降幅收窄。11 月份，工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，降幅比 10 月份收窄 0.2 个百分点；工业生产者购进价格同比下降 2.2%，降幅比 10 月份扩大 0.1 个百分点。初步测算，11 月份工业品价格变动影响全部规模以上工业企业利润增速比 10 月份回升 4.0 个百分点。

利润总额同比增速与可比口径同比增速之间的差异逐渐收敛表明工业企业整体的营收和盈利得到改善。根据统计局给出的解释，利润总额同比增速与可比口径同比增速之间的差异主要原因有：（1）统计范围调整，部分企业因规模变小而退出调查范围，可比口径统计数据为比较健康的企业；（2）数据挤水分，对统计执法检查中发现的不符合规模以

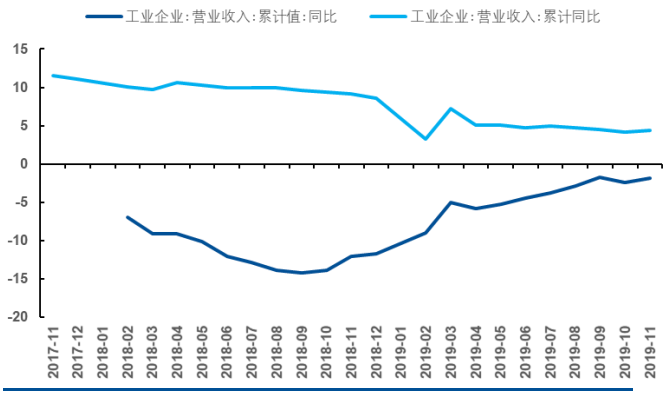
上工业统计要求的企业进行了清理，剔除跨地区、跨行业重复统计数据；（3）营改增导致企业将服务业活动剥离。其中，数据挤水分和营改增均发生在 2017 年 3 季度末和 4 季度初，2018 年以来，亏损企业亏损额累计同比增速维持高位，拖累工业企业整体盈利。到了 2019 年，二者之间的差距主要体现为幸存者偏差。

图 1：工业企业利润降幅收窄（%）



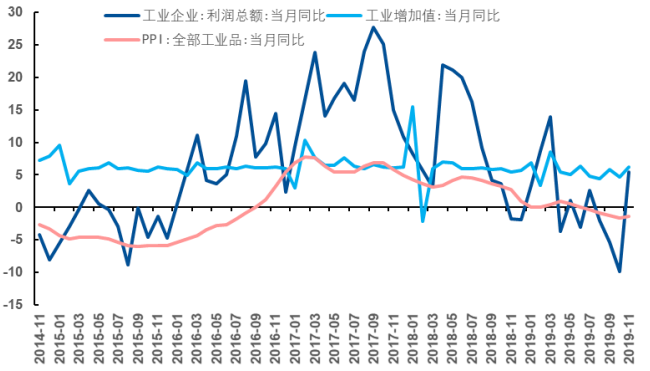
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：工业企业需求降幅收窄（%）



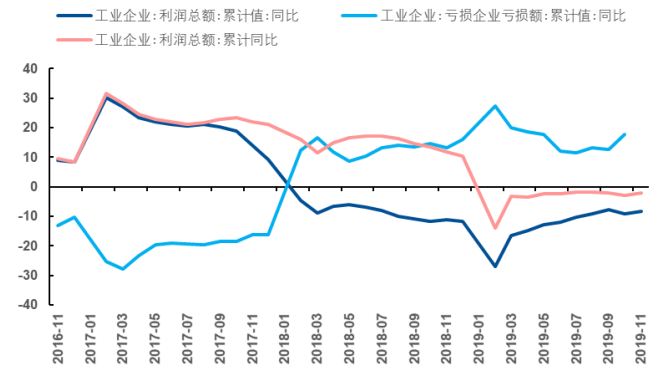
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：工业企业利润由负转正（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

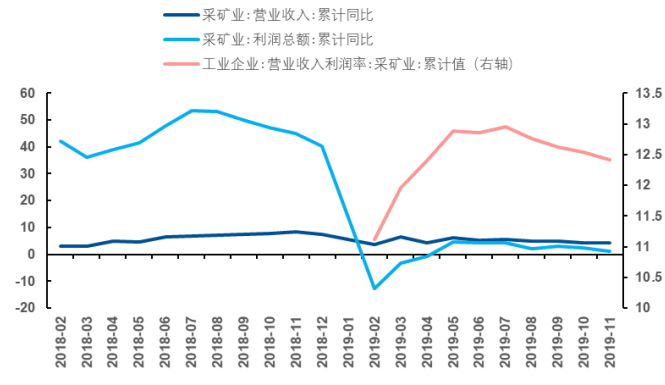
图 4：亏损企业拖累整体盈利（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

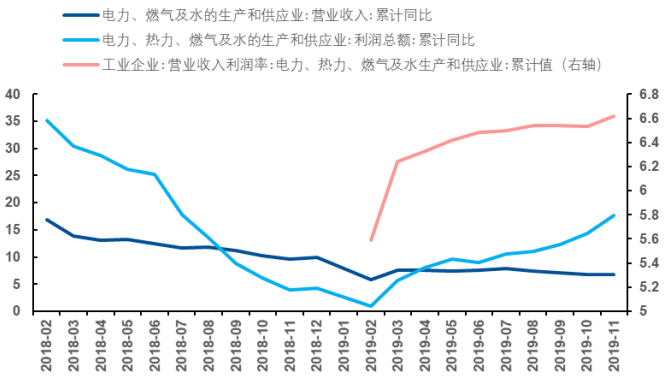
（二）公用事业工业企业利润加速增长，制造业利润下滑

图 5：采矿业盈利能力相对较高（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：电热气水生产供应业盈利能力改善（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

分大类行业来看，1—11 月份，采矿业实现利润总额 5174.0 亿元，同比增长 1.0%，

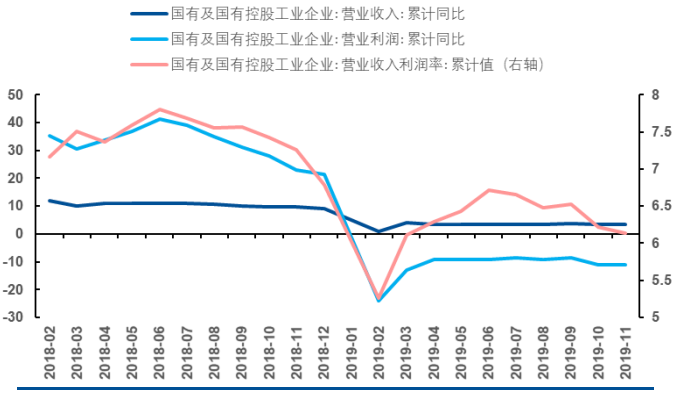
增速较 1-10 月回落 1.4 个百分点；制造业实现利润总额 46283.4 亿元，下降 4.1%，增速较 1-10 月回升 0.8 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 4643.3 亿元，增长 17.7%，增速较 1-10 月回升 3.3 个百分点。

采矿业盈利能力相对较高，但利润增速回落；电热气水生产供应业盈利能力改善，利润加速增长；制造业利润仍处于负区间不利于制造业投资增速企稳。

（三）私营企业利润增速加快

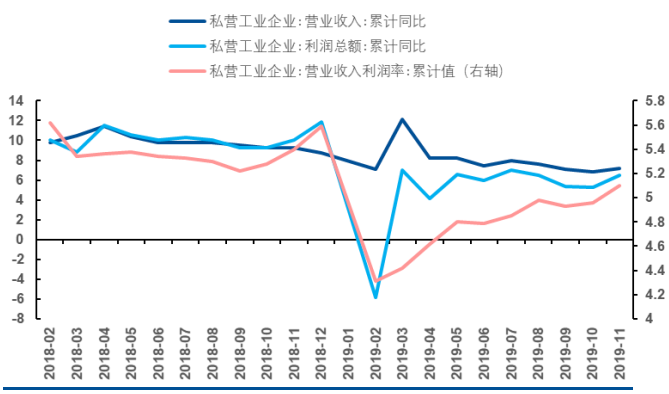
私营企业营收与盈利能力均有所改善。国有企业盈利能力恶化，而营收增速与上月持平，利润增速改善仅仅是由于基数效应。分企业性质来看，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 16036.6 亿元，同比下降 11.2%，降幅较 1-10 月收窄 0.9 个百分点；股份制企业实现利润总额 40482.3 亿元，下降 1.6%，降幅较 1-10 月收窄 0.8 个百分点；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 14111.2 亿元，下降 3.3%，降幅较 1-10 月收窄 0.7 个百分点；私营企业实现利润总额 15893.3 亿元，增长 6.5%，增幅较 1-10 月扩大 1.2 个百分点。其中，11 月份，私营企业和小型企业利润同比分别增长 14.7%和 8.6%，增速比 10 月份分别加快 9.9 和 5.6 个百分点。

图 7：国有企业盈利能力恶化（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：私营企业盈利能力改善（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：规模以上工业企业主要财务指标对比（%）

指标	企业利润总额同比增长		营业收入同比增长		营业收入利润率	
	1-10 月	1-11 月	1-10 月	1-11 月	1-10 月	1-11 月
总计	-2.9	-2.1	4.2	4.4	5.85	5.91
其中：采矿业	2.4	1	4.4	4.4	12.54	12.41
制造业	-4.9	-4.1	4	4.2	5.47	5.52
电力、热力、燃气及水生产和供应业	14.4	17.7	6.8	6.8	6.53	6.62
其中：国有控股企业	-12.1	-11.2	3.5	3.5	6.22	6.14
股份制企业	-2.4	-1.6	5.7	5.9	5.72	5.74
外商及港澳台商投资企业	-4	-3.3	-0.4	-0.3	6.62	6.66
其中：私营企业	5.3	6.5	6.8	7.2	4.96	5.1

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

二、企业利润增速结构分化

（一）计算机行业景气度回落，汽车行业利润降幅收窄

1—11 月份，汽车制造业利润同比下降 13.9%，降幅比 1—10 月份收窄 0.8 个百分点；计算机通信和其他电子设备制造业利润同比增长 4。1%，增速比 1—10 月份回落 1.7 个百分点。

（二）医药、饮料盈利增速回落

医药、饮料制品业利润增长率与营业收入利润率均维持两位数。1—11 月份，医药制造业利润同比增长 10%，增幅比 1—10 月份回落 0.6 个百分点；酒、饮料和精制茶制造业利润同比增长 17.4%，增幅比 1—10 月份回落 0.2 个百分点。

（三）造纸、电力、石化、有色等重点行业利润明显回暖

11 月份，主要受市场需求有所回升、产品价格上涨等因素影响，造纸、电力、石化、有色销售增速加快，利润增长回暖。1—11 月份，造纸业利润同比下降 10.7%，降幅比 1—10 月份收窄 6.3 个百分点；电力、热力生产和供应业利润同比增长 20.6%，增幅比 1—10 月份扩大 4.4 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业利润同比下降 47.2%，降幅比 1—10 月份收窄 4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 8.7%，增幅比 1—10 月份扩大 3.3 个百分点。

表 2：500 亿利润以上规模以上工业企业主要财务指标（%）

行业	利润总额(亿元)	同比增速	增速变化	营业收入利润率
造纸和纸制品业	589.7	-10.7	6.3	4.89
电力、热力生产和供应业	3827.7	20.6	4.4	6.40
石油、煤炭及其他燃料加工业	1200.5	-47.2	4	2.75
有色金属冶炼和压延加工业	1091.5	8.7	3.3	2.13
农副食品加工业	1566.7	8.3	3.2	3.76
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	585.3	13.8	3	5.11
食品制造业	1479	11.1	2.4	8.64
化学原料和化学制品制造业	3310	-23.3	2	5.56
黑色金属冶炼和压延加工业	2352.9	-42.3	1.9	3.63
通用设备制造业	2175.2	4.4	1.6	6.42
专用设备制造业	1963.4	13.6	1.6	7.54
燃气生产和供应业	520.3	1.8	1.1	6.77
仪器仪表制造业	609.3	6.3	0.9	9.71
汽车制造业	4615.9	-13.9	0.8	6.39
煤炭开采和洗选业	2662.7	-1.7	0.4	11.85
非金属矿物制品业	4094.7	10.7	-0.2	8.53
橡胶和塑料制品业	1189.2	13.7	-0.2	5.22
酒、饮料和精制茶制造业	1976.5	17.4	-0.2	14.38
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	604.2	5.7	-0.4	5.69
医药制造业	2842.8	10	-0.6	13.16
纺织业	836.5	-7	-0.6	3.87

纺织服装、服饰业	773.5	-4.9	-1.5	5.36
电气机械和器材制造业	3381.5	13.3	-1.7	5.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	4437.3	4.1	-1.9	4.37
金属制品业	1340.2	8.4	-2.5	4.36
石油和天然气开采业	1695	-0.4	-3.8	21.69
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	504.6	8.7	-4.4	5.13
烟草制品业	1057.9	12.1	-7.2	9.98

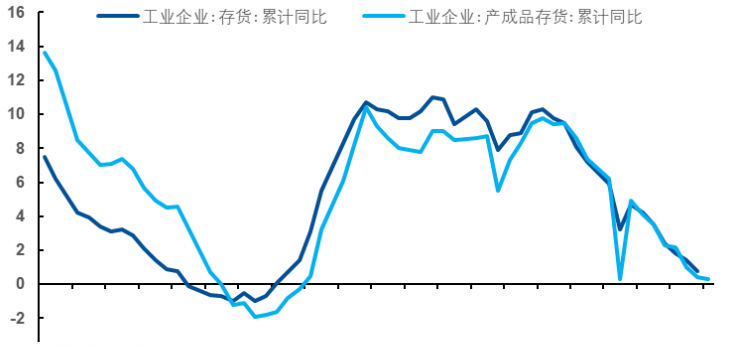
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

三、去库存仍在继续

去库存仍在继续，补库存还没到来。截至 11 月末，产成品存货累计同比 0.3%，较上月继续小幅下降 0.1 个百分点。从 PPI 判断库存周期，历史上有过三次明显误判，分别是 200303-200306，201005-201008，201901-201904，均是 PPI 暂时转向而库存周期未转向。2019 年 11-12 月，美、欧、日等制造业 PMI 均再度出现回落，需警惕全球需求再次下行风险。

四季度不用担忧，明年一季度压力重现。近期重化工行业需求改善，主要来自地产和基建。我们研究发现，今年房地产投资和销售韧性很强，源于开发商抢施工抢销售的行为。但广义库存不断累积已近两年，抢施工抢销售并不能一直持续，2020 年一季度起房地产投资面临快速下滑压力，不依赖于地产的制造业内生动能才是未来的支撑力量。

图 9：工业企业主动去库存（%）



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_8103