

## 工业企业营收和利润分化背后

### 主要结论：

- 年初以来，工业企业营业收入和利润总额累计同比出现分化。2019年3月至8月，工业企业利润累计同比由-3.3%升值-1.7%，而工业企业营收累计同比由7.2%降至4.7%。从量上看，工业增加值当月同比由8.5%降至4.4%；从价上看，PPI同比由0.4%降至-0.8%。量价齐跌导致营收下降，但企业利润仍有所改善。
- 年初以来，哪些行业营收和盈利在改善？因为工业企业中大部分为制造业企业（制造业2018年利润总额占工业企业利润总额的85%），因此我们选取主要的制造业相关行业进行观察。数据显示，年初以来盈利改善的行业主要有：金属制品、运输设备、电气机械、有色金属、计算机通讯电子；营业收入改善的行业有：运输装备。盈利下滑的行业主要有：化学原料、汽车、黑色金属、石油煤炭加工。营收下滑的行业主要有：化学原料、医药、汽车、计算机通讯电子、通用设备、石油加工。可以看出，营收方面，下滑行业数明显多于改善的，说明各个行业需求确实在下行。盈利方面改善的多集中于装备制造，下滑的多集中于传统制造业。
- 工业企业营收下滑但盈利改善，背后的意义在于总需求下行背景下，减税降费效果有所显现。从增值税减税对企业产品定价的影响来看，理论上无非两种情况，一是降价提量，即增值税下调导致的价格下行，最终企业总收入变化方向不确定，但企业利润总额在量升的基础上得到改善；二是量价不变，即企业未改变价格，增值税下调增厚了单个产品的盈利，企业利润总额仍得到改善。因此无论哪一种情况对应的都是企业盈利好转。2019年以来我们观察到工业企业整体呈现营收与盈利分化的趋势，背后的原因就在于减税降费对于成本端的改善部分对冲了需求下行，带动利润边际上的改善。计算机通讯电子是典型的营收下滑但盈利改善的行业，其营业收入中出口占比50%以上，受中美贸易摩擦影响，需求下滑导致营收下降；但减税效应带来成本端下降，从而出现盈利回升。基于一些假设，我们测算计算机通讯电子行业受美国加征关税影响造成的利润损失约为30亿元；但受益于减税降费，利润总额将增厚80亿元。总体来看，减税对企业盈利改善具有支撑。
- 中观层面，9月生产仍然偏弱。从需求来看，9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨；9月以来100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅缩小；9月乘用车汽车零售同比跌幅缩小。从生产来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比由跌转涨；全国高炉开工率均值同比由涨转跌。从价格来看，9月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升，钢铁和煤炭价格均值下降，预计9月PPI环比为零，PPI同比位于负区间；9月以来猪肉价格均值涨幅扩大，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计CPI环比涨幅收窄，CPI当月同比维持高位。
- 金融市场方面，资金价格下降，债券收益率分化，人民币兑美元贬值，全球股市整体下跌，工业品价格分化。货币市场方面，上周央行净回笼资金800亿元，资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数上行，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格下跌，原油价格下跌，国内工业品价格分化。

**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

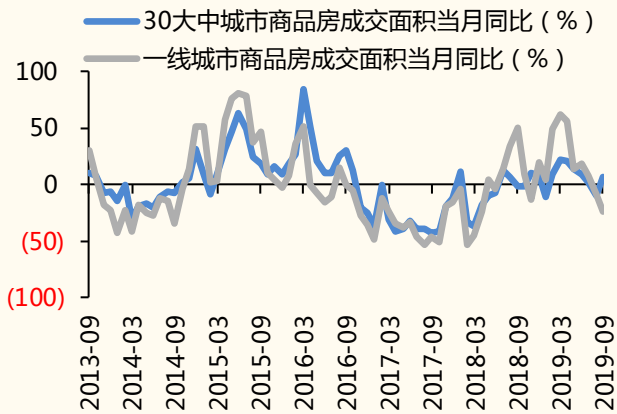
**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

**高翔** 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，9月生产仍然偏弱

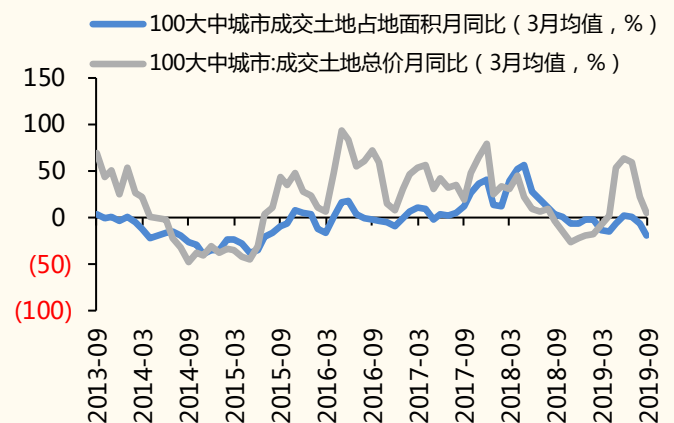
- 9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨。内部结构上，一线城市跌幅扩大，二、三线城市同比均由跌转涨。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为6.9%（前值-9.2%）。一线城市同比-23.3%（前值-8.7%）、二线城市同比15.3%（前值-4.9%），三线城市同比17.1%（前值-15.5%）。北京、广州商品房销售面积同比由正转负，上海跌幅缩小，深圳由负转正。
- 9月土地成交面积同比跌幅扩大，而土地成交总价同比涨幅缩小；商品房用地成交面积同比跌幅走扩，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-35.4%（前值-12.3%），土地成交总价同比为2.9%（前值为8.6%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-30.5%（前值-7.5%），工业用地成交面积同比为-45.5%（前值为-18.1%）。
- 9月汽车零售同比跌幅缩小。具体来看，截止9月22日，乘联会车市零售同比为-17.0%（前值-21.0%），乘联会车市批发同比为-19.0%（前值-19.0%）。

图表1：9月以来商品房日均销售面积同比由跌转涨



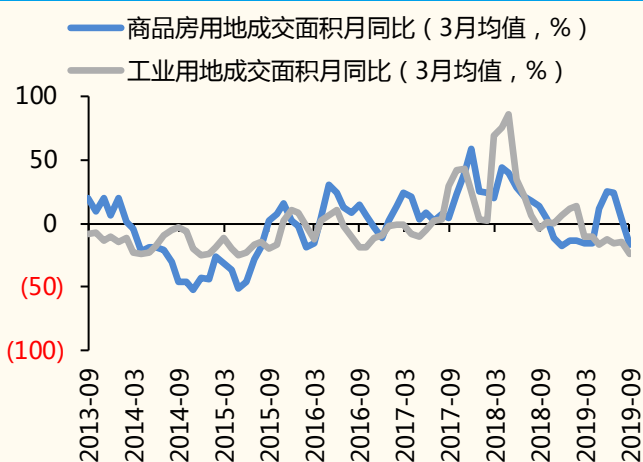
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：9月土地成交面积同比跌幅扩大



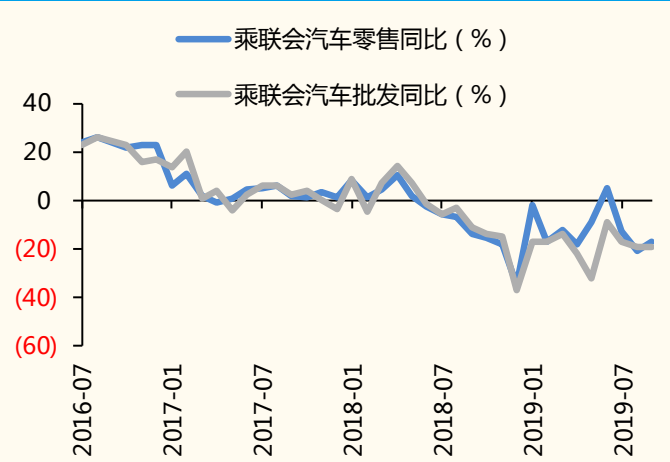
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：9月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

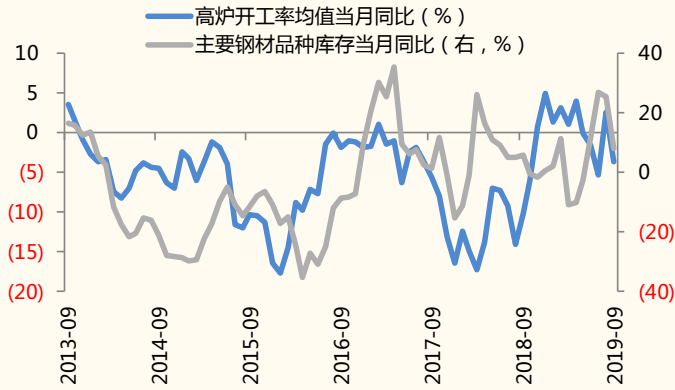
图表4：9月汽车零售同比跌幅缩小



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

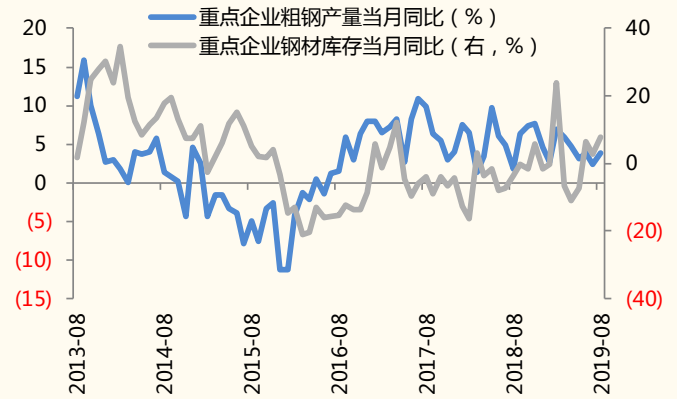
- 9月以来高炉开工率均值同比由涨转跌，钢铁社会库存同比涨幅走扩。具体来看，9月以来高炉开工率均值为65.5%，同比为-3.6%（前值2.6%）。钢铁社会库存同比为7.8%（前值2.7%）。
- 9月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由跌转涨。具体来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比为6.0%（前值-2.2%）。

图表5：9月以来高炉开工率同比由涨转跌



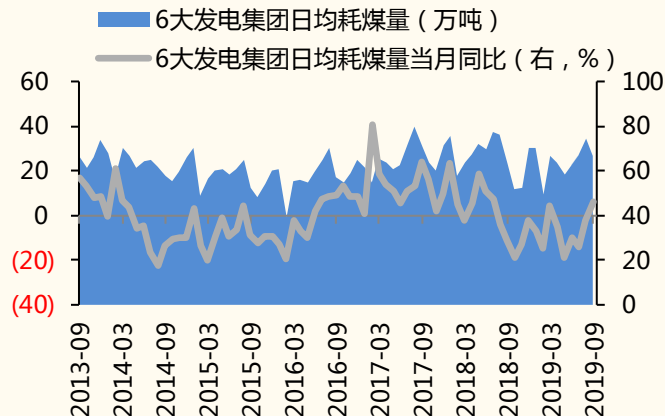
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：8月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



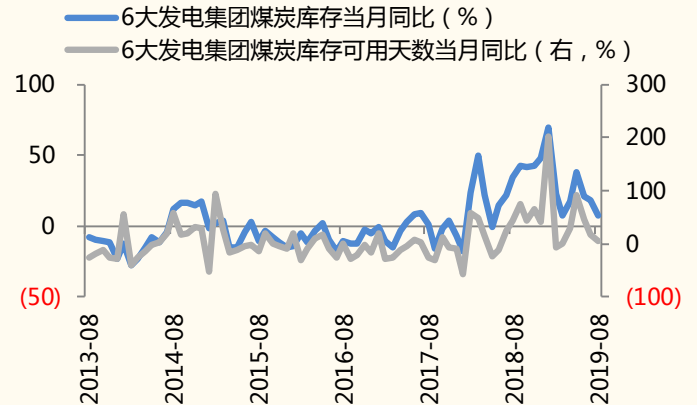
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：9月以来6大发电集团日均煤耗同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

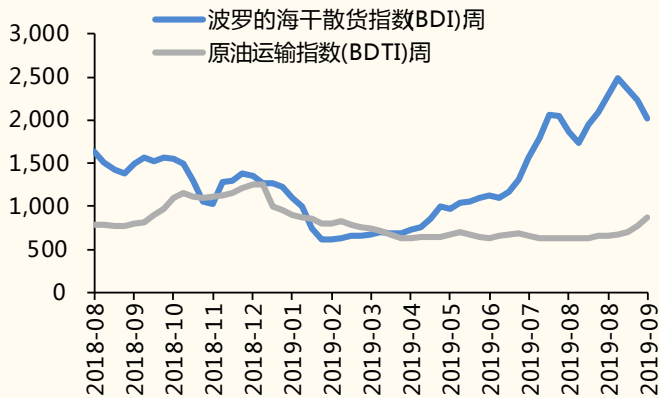
图表8：8月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

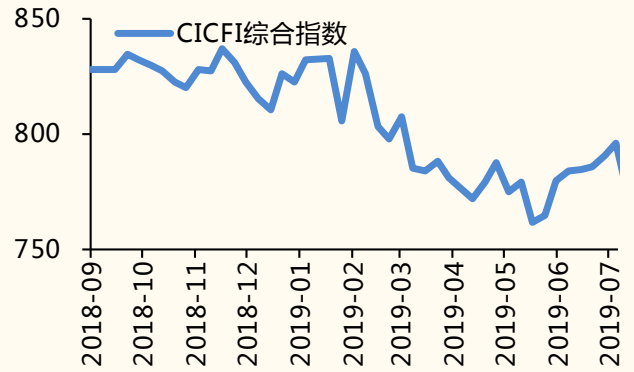
- 上周BDI下降，BDTI上升；CICFI下降，CCFI下降。
- 上周铁矿石日均疏港量下降，港口库存下降。上周焦炭港口库存上升，焦炭企业库存下降。

图表 9: 上周 BDI 下降, BDTI 上升



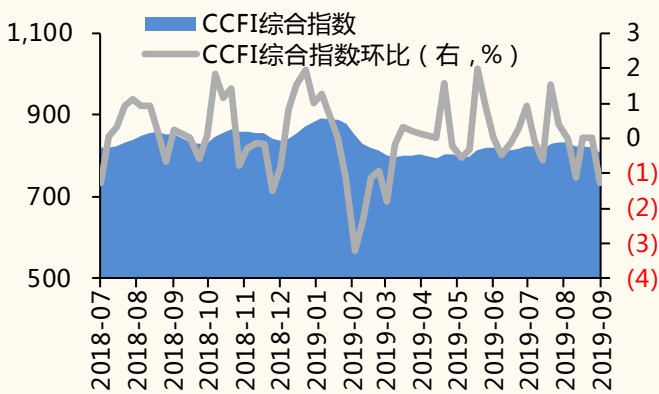
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 下降



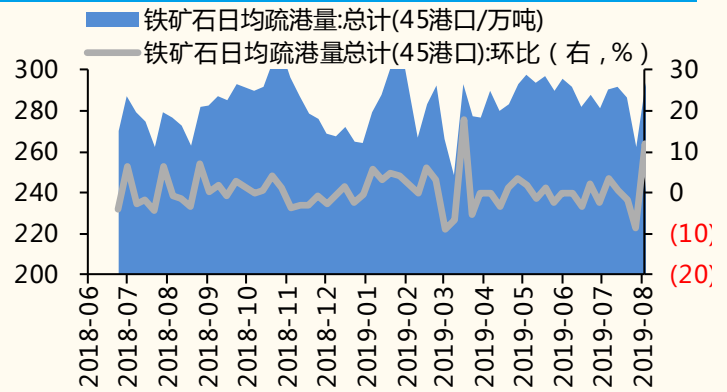
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



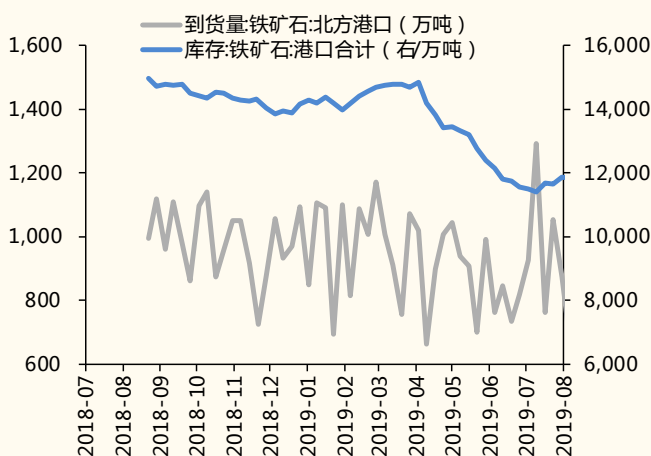
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



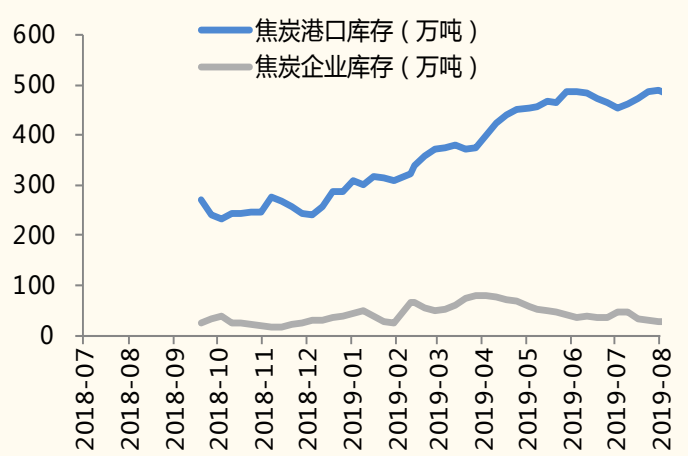
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存下降, 港口库存上升

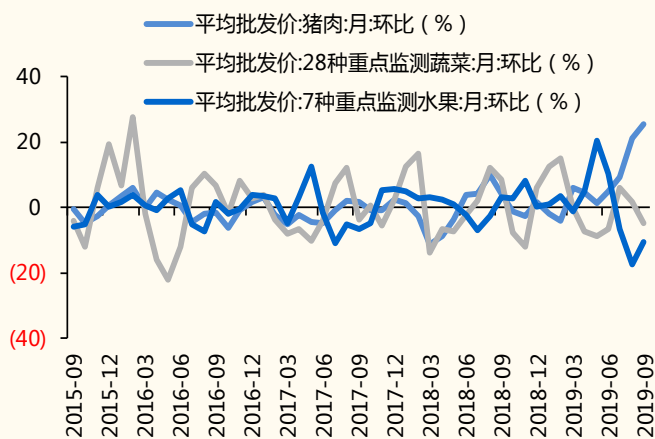


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大, 蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌, 有色金属、原油、水泥价格均值上升, 钢铁和煤炭价格均值下降。农产品方面, 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大 (25.5%, 前值 21.0%), 蔬菜价格均值下跌

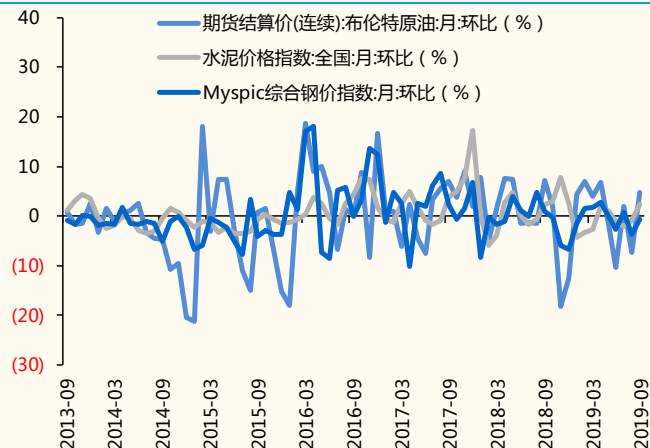
(-4.7%，前值 1.5%)，水果价格均值下降 (-10.4%，前值-17.3%)；工业品方面，煤炭价格均值下降 (-0.4%，前值-1.2%)，原油价格均值上涨 (4.9%，前值-7.3%)，水泥价格均值上涨 (2.3%，前值-0.9%)，钢铁价格均值下降 (-0.6%，前值-3.7%)，有色金属价格均值上升 (3.4%，前值 1.9%)。

图表 15：9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：9 月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升

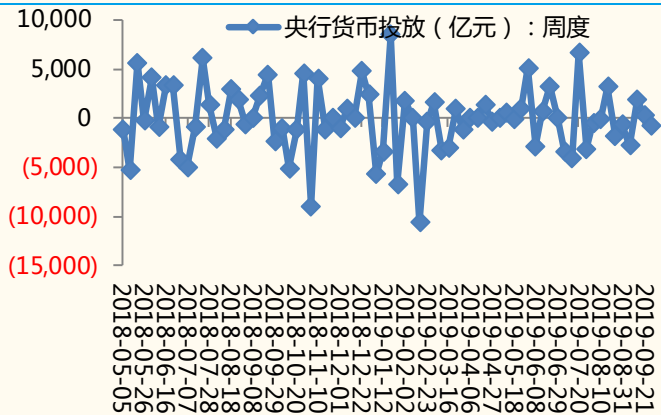


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

## 二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率分化，人民币兑美元贬值，全球股市整体下跌，工业品价格分化

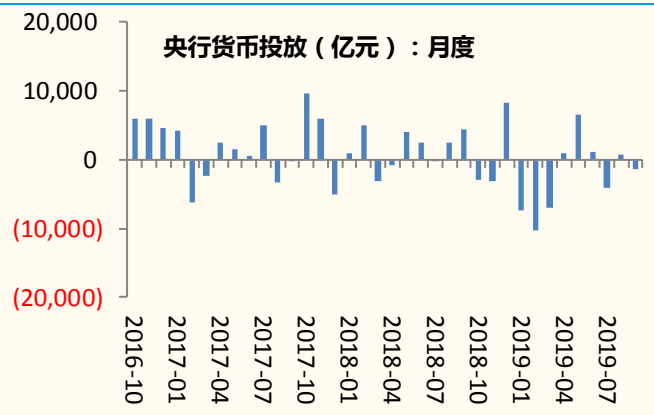
- **货币市场方面，上周央行净回笼资金 800 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。**从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 800 亿元，其中 7 天逆回购到期 1900 亿元，投放 2100 亿元，国库现金定存到期 1000 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 155bp，R007 下行 101bp；DR001 下行 147bp，DR007 下行 42bp。R001-DR001 下行 7bp，R007-DR007 下行 60bp，表明银行融出意愿较为上升，非银金融机构融资成本下降。
- **债券市场方面，到期收益率分化，期限利差分化，信用利差分化。**具体来看，1Y 国债到期收益率下行 3bp，1Y 国开债到期收益率下行 7bp；10Y 国债到期收益率上行 5bp，10Y 国开债到期收益率上行 3bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、1YAA 企业债到期收益率下行 3bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 3bp、10YAA 到期收益率下行 3bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数上行，人民币即期交易量上升。**上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数上行，美元兑日元、欧元、英镑升值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格下跌，原油价格下跌，国内工业品价格分化。**国内股市方面，上证综指下跌 2.5%；创业板指下跌 3.4%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 0.4%，纳斯达克指数下跌 2.2%，德国 DAX 下跌 0.7%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 1.4%，铁矿石价格上涨 1.2%，焦炭价格下跌 3.2%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 1.4%；ICE 布油价格下跌 4.0%，LME 铜上涨 0.1%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 9月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 09/23-09/27 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	1.31	(155)	(132)	(121)
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.02	(101)	(79)	(112)
存款类机构质押式回购加权利率: 1天(DR001)	1.30	(147)	(128)	(118)
存款类机构质押式回购加权利率: 7天(DR007)	2.38	(42)	(29)	(66)
R001-DR001(bp)	2	(7)	(5)	(3)
R007-DR007 (bp)	(37)	(60)	(51)	(46)
SHIBOR:隔夜	1.31	(143)	(126)	(124)
SHIBOR:1周	2.59	(14)	(8)	(31)
7日年化收益率:余额宝	2.26	(1)	(5)	(36)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.94	(3)	(14)	(45)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.99	0	5	(73)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	14.55	(118)	(149)	(60)

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20：09/23-09/27 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
<b>债券到期收益率</b>						
中债国债到期收益率:1年	3.15	2.54	2.54	(3)	(8)	(6)
中债国债到期收益率:10年	3.15	3.10	3.15	5	9	(8)
中债国开债到期收益率:1年	2.78	2.70	2.70	(7)	(8)	(5)
中债国开债到期收益率:10年	3.54	3.50	3.54	3	6	(11)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.14	3.12	3.14	3	6	(45)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.20	4.17	4.17	(3)	(9)	(16)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.49	3.46	3.46	(3)	(5)	(67)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.26	5.23	5.23	(3)	(9)	(19)
<b>期限利差(10Y-1Y, bp)</b>						
中债国债期限利差	61	54	61	8	17	(2)
中债国开债期限利差	83	73	83	10	14	(6)
中债企业债期限利差(AAA)	107	103	103	(6)	(15)	29
中债企业债期限利差(AA)	178	176	177	(0)	(4)	48
<b>信用利差(企业债-国债, bp)</b>						
中债企业债信用利差(AAA):1年	60	56	60	6	14	(39)
中债企业债信用利差(AAA):10年	110	102	102	(8)	(18)	(8)
中债企业债信用利差(AA):1年	93	91	92	(0)	3	(61)
中债企业债信用利差(AA):10年	216	208	208	(8)	(18)	(11)
<b>国债期货</b>						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	-0.3%	-0.4%	0.2%
CFETS 10年期国债期货	99	98	98	-0.5%	-0.9%	0.3%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：09/23-09/27 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.14	7.10	7.12	0.4%	-0.4%	3.7%
美元兑离岸人民币	7.15	7.10	7.14	0.2%	-0.3%	3.9%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	179	-157	179	-125	14	135
即期询价成交量：美元兑人民币			270.4	11.7	-8.1	-9.0
USDCNY: NDF 1年			7.19	0.6%	-0.2%	4.3%
CFETS人民币汇率指数			91.25	0.0%	0.1%	-2.2%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.16	117.80	118.16	0.0%	0.4%	-0.5%
巨潮人民币名义有效汇率指数	111.73	111.39	111.73	0.0%	0.4%	-2.3%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.85	7.78	7.78	-0.7%	-1.3%	-1.0%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.64	6.60	6.61	0.5%	-1.6%	6.3%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.88	8.75	8.79	-1.3%	0.9%	1.3%
美元指数	99.32	98.29	99.11	0.6%	0.3%	3.2%

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\\_9865](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9865)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn