

研究报告

2017年第117期

2017.11.10

执笔人：杨荇

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

工业企业利润高增、结构分化可持续吗？

要点

- 2017年1-9月份，我国规模以上工业企业利润同比增长22.8%，增速较上半年加快0.8个百分点。其中，9月份利润同比增长27.7%，为近7个月来新高。工业企业利润增速加快的同时，结构继续分化，部分偏上游企业和国有企业盈利改善更为明显。尤其值得关注的是，工业企业利润高增的同时，主营业务收入增速、投资增速均较上半年有所下降。
- 本文认为，出现上述状况的主要原因有：第一，供给侧改革持续发力改变上游行业供需关系，价格上涨仍是带动工业企业利润增加的主要原因。第二，利润高速增长的同时，在不同行业、企业之间明显分化，对下游企业和民营企业形成挤压。第三，利润高增长也有同期低基数的原因，而且体现了其对企业经营周期反映更为灵敏的特征；主营业务收入虽然绝对值有所改善，但增速变动相对平缓。第四，工业企业投资增速的持续下行，反映了供给侧改革受益行业对投资的拉动有限，而市场信心仍然低迷。展望四季度，在涨价放缓、需求回落的影响下，预计工业企业利润增速也会相应放缓，经济增速将稳中有降。

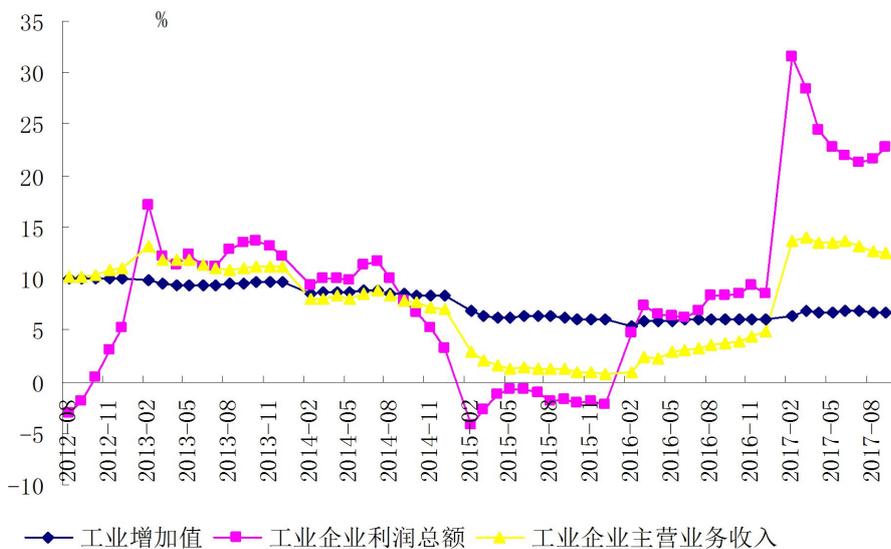
重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

工业企业利润高增、结构分化可持续吗？

10月27日，国家统计局发布的工业企业财务数据显示，2017年1-9月份，规模以上工业企业利润同比增长22.8%，增速较上半年加快0.8个百分点。其中，9月份利润同比增长27.7%，为近7个月来新高。同时工业企业利润结构继续分化，部分偏上游企业和国有企业盈利改善更为明显。尤其值得关注的是，工业企业利润高增长的同时，主营业务收入增速、投资增速均较上半年有所下降。本文拟对上述现象的原因进行剖析，并展望下一阶段工业企业利润走势及对中国经济的影响。

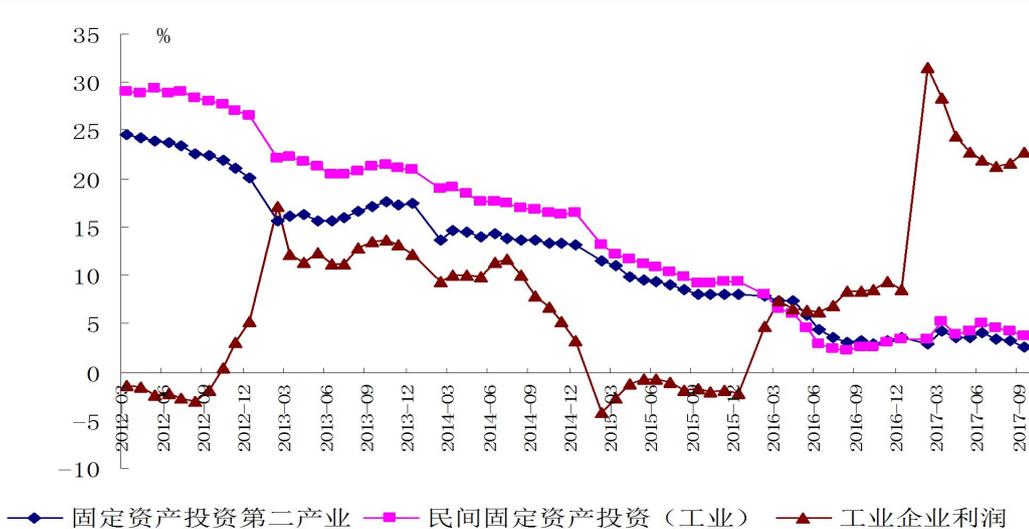
一、前三季度工业企业利润增速加快，而主营业务收入、投资增速均较上半年下降

数据显示，自2016年2月以来，工业企业利润增速由负转正，并在2017年2月达到31.5%的阶段高点（2011年4月以来），之后虽然有所下滑，但9月再度上升。2017年1-9月，我国规模以上工业企业利润总额同比增长22.8%，较上半年提高0.8个百分点。与此同时，1-9月，规模以上工业企业主营业务收入增长12.5%，较上半年下降1.1个百分点。第二产业固定资产投资完成额、工业民间固定资产投资完成额累计同比增速也均呈明显下降趋势，分别从2016年2月的7.9%、8.1%降至2017年9月的2.6%和3.7%。



数据来源: WIND

图1 工业增加值、主营业务收入和企业利润总额累计增速



数据来源: WIND

图2 第二产业投资完成额、工业民间固定资产投资完成额和工业企业利润累计增速

二、为什么工业企业利润能够持续高增长？

（一）供给侧改革持续发力改变上游行业供需关系，价格上涨仍是带动工业企业利润增加的主要原因

1-9 月份，工业企业主营业务收入和主营业务成本增速分别为 12.5% 和 12.2%，比上月分别降低 0.2 和 0.3 个百分点。1-9 月份收入增速高于成本增速，导致累计利润增速比 1-8 月份提高 1.2 个百分点。根据统计局测算，仅在 9 月份，由于价格因素带来工业企业利润多增 1362 亿元。事实上，9 月份，工业生产者出厂价格同比上涨 6.9%，涨幅比 8 月份提高 0.6 个百分点；工业生产者购进价格同比上涨 8.5%，涨幅比 8 月份提高 0.8 个百分点。初步测算，因出厂价格上涨，企业主营业务收入增加约 6526 亿元；因购进价格上涨，企业主营业务成本增加约 5164 亿元。收支相抵，利润增加约 1362 亿元，比 8 月份多增加约 89 亿元。这主要基于两方面原因：

第一，国际大宗商品价格出现恢复性上涨。从外部来看，由于世界经济有所复苏，金属和工业原料带动国际大宗商品价格上涨；从内部来看，中国经济 2016 年下半年以来在房地产和基建投资的推动下出现企稳，中国需求保持稳定增长，也推动了国际大宗商业价格上涨。2017 年 9 月，我国原材料 PPIRM 和 PPI 分别为 11.9% 和 6.9%，前者高于后者 5.0 个百分点，两者之差进一步扩大。

第二，供给侧改革持续发力改变上游行业供需关系，部分过剩产能行业的产品价格出现上涨。2016 年四季度以来下游房地产基建的拉动和上游、中游去产能、环保限产对供给的压缩共同促使原材料价格大幅上涨，直接改善相关上游、中游行业利润，推动行业集中度继续提升。2017 年 9 月份工业企业利润当月同比增速提升至新高，显示工业扩张的惯性仍在，涨价带来的短期“繁荣”还未消退。

一般而言，改善利润主要有需求扩张和供给收缩两种方法。当由需求扩张驱动时，终端消费品最先涨价，再通过中间品向原材料传导，利润改善呈现出



下游向中上游传递的特点。而如果由供给收缩驱动时，最先涨价的是生产受限的行业，再通过原材料或中间品的价格影响其他产品的价格。在供给侧改革的推动下，去年以来钢铁、有色等工业大宗商品价格快速上涨，带动原材料工业主营业务收入和利润增速出现回升，尤其是收入的增加速度超过了成本的增加速度。所以对本次工业企业利润的增速提升影响较大的，仍然还是黑金、煤炭、石油、化工等行业。

(二) 利润高速增长的同时，在不同行业、不同所有制企业之间明显分化，对下游企业和民营企业形成挤压

首先，从行业来看，这一轮工业企业利润改善，呈现出上游、中游明显好于下游的特征。1-9月份在41个工业大类行业中，39个行业利润总额同比增加，其中，上游、中游行业利润增长明显：煤炭开采和洗选业利润总额同比增长7.2倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长1.2倍，有色金属冶炼和压延加工业增长47.1%，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长38.4%，化学原料和化学制品制造业增长37.9%，非金属矿物制品业增长24.6%，通用设备制造业增长15.8%，专用设备制造业增长24.5%。与之相应的，则是纺织、食品、汽车、计算机等电子设备这些偏下游的行业利润增速落后，1-9月农副食品加工业增长6%，纺织业增长3.7%，汽车制造业增长10.3%，电气机械和器材制造业增长8.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长17.6%。

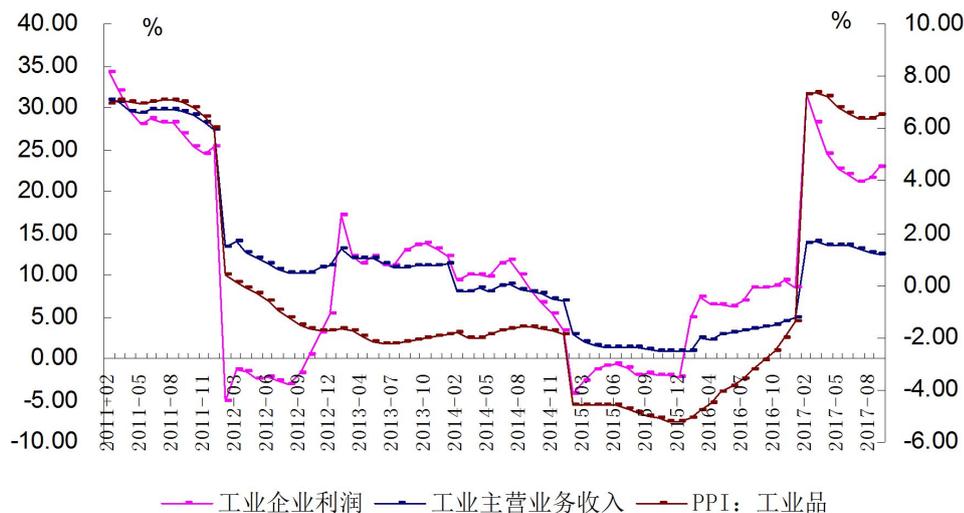
而盈利改善的另一个链条是基建、地产相关行业。今年一二线城市的房地产销量虽然持续负增，但上半年三四线城市的房地产销量维持较高增速，整体看房地产企业盈利继续改善，房地产上市公司上半年实现超过20%的利润增速。在此驱动下与地产相关的行业需求旺盛，比如家用电器中的空调今年销量大幅增加，1-8月同比增长38%；化学原料中广泛用于建筑、地产的纯碱、氯碱需求也大幅增加，相关上市公司上半年总利润实现翻倍；机械设备行业中工程机械和重型机械子行业实现扭亏为盈，例如三一重工2017年上半年利润总额同比增长了8倍。

其次，从企业类型来看，本轮工业企业利润改善体现出明显的“国进民退”特征。1-9月份国有工业企业利润累计同比增长47.6%，继续领先其他类型企业。股份制企业 and 外资企业利润增速相对较好，分别为24.6%和18.5%，私营企业和集体企业利润增速相对靠后，分别为14.5%和4.3%。在国企利润增速显著加快的同时，私营企业和集体企业利润增速却继续下滑，显示了当前去产能跟环保督查趋严对于中小型私营企业影响较大。本轮工业企业经营改善具有明显补库存特征，在原材料和工业品价格持续上涨环境下，最先启动和改善幅度最大的都是上游、中游大型工矿类企业，该类企业以国有企业为主体，这也成为2016年下半年以来国有企业利润整体增长的主要原因。

（三）利润高增长也有同期低基数的原因，而且体现了其对企业经营周期反映更为灵敏的特征；主营业务收入虽然绝对值有所改善，但增速变动相对平缓

1-9月，规模以上工业企业每百元资产实现的主营业务收入为113.2元，同比增加4.8元；人均主营业务收入为134.2万元，同比增加16万元。从增速来看，工业企业主营业务收入1-9月增长12.5%，而上年同期仅为3.7%，上升了8.8个百分点。

但是，利润增速的变动更为灵敏。2015年，受产能严重过剩影响，工业企业利润连续12个月出现负增长，一度跌至-4.2%低位。在2016年开始反弹之后，其增速就一直高于主营业务收入增速，并在2017年2月两者之差达到17.8%的峰值。



数据来源：WIND

图3 工业企业主营业务收入、利润和PPI的历史比较

如前所述，原材料价格上涨是本轮工业企业利润复苏的主要因素，理论上，这也将带来中下游企业生产成本的上升，甚至可能引发亏损的现象。但实际情况是，在主营业务收入增加的同时，成本费用却有所下降。1-9月份，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.9元，同比降低0.5元；其中，每百元主营业务收入中的成本为85.56元，同比降低0.23元；每百元主营业务收入中的费用为7.34元，同比降低0.27元。我们认为，这可能是在下游产业中，人工成本占了很大一部分，这部分成本保持相对稳定，在一定程度上抵御了PPIRM上涨所带来的冲击。加之整个工业企业存货周转与资金周转都在加快，效率改善使得工业企业在主营业务收入增速下降的情况下实现了利润加速。

从工业企业主营业务收入、利润和PPI的历史数据比较分析，我们可以看出以下规律：一是利润增长速度高于主营业务收入增长并非常态。二是相对于主营业务收入增长，利润增长波动更大。三是在经济景气时期，利润的增长速度往往要高于主营业务收入增长速度；而在经济陷入低迷时期，利润增速下降幅度要大于主营业务收入增速下降幅度。四是PPI可以成为利润增速是否高于主营业务收入增长的重要先行指标，当PPI出现较高增速时，利润增速往往要

高于主营业务收入增速。五是如果 PPI 长期保持高位，那么由于下游产业利润长期受到挤压，最终利润增速将放慢至主营业务收入增速以下。

（四）工业企业投资增速的持续下行，反映了供给侧改革受益行业对投资的拉动有限，而市场信心仍然低迷

一方面，如前所述，当前毛利率改善的行业主要集中于受益于供给侧改革的行业，如黑色金属冶炼和压延加工业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业、造纸和纸制品业等，在去产能政策调控的背景下，这些行业利润的改善对投资拉动有限。

另一方面，10 月份原材料库存和产成品库存双双回落，制造业 PMI 原材料库存指数下降 0.3 个百分点至 48.6，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续减少；工业企业产成品存货同比增长 7.8%，较上月继续回落 0.1 个百分点，连续第五个月下滑；产成品周转天数维持在 13.7 天，同比减少 0.6 天，环比持平。这表明当前工业企业可能已进入去库存周期，而这与投资尤其是房地产投资增速的下降密切相关。从历史数据不难发现，我国企业库存周期和房地产投资周期关系密切，并且后者是前者的领先指标。由于房地产投资已从 1-4 月的 9.3% 缓慢回落至 1-9 月的 8.1%，预计未来在房地产调控政策的影响下，投资增速还将继续回调。

从 10 月 PMI 数据来看，制造业扩张明显放缓，也反映了市场信心仍然低迷。10 月我国官方制造业 PMI 为 51.6%，较 9 月下降 0.8 个百分点，其中生产指数 53.4%，较 9 月下降 1.3 个百分点；新订单指数 52.9%，较 9 月下降 1.9 个百分点；原材料购进价格指数 63.4%，较 9 月下降 5.0 个百分点。由此可见，10 月我国制造业扩张放缓，主要分项供给、需求与价格全部回落。另外，从其他分项指数来看，10 月进出口回落较快，库存继续下降。

三、下一阶段工业企业利润走势及对中国经济的影响

从发电量情况来看，10 月六大发电集团日均耗煤量同比增长 17.6%，增速较 9 月下降 6.8 个百分点。从钢铁的生产情况来看，10 月全国高炉开工率均值



为72.7%，较9月下滑2.8个百分点。上述指标表明上游、中游原材料行业增速已现见顶迹象。综合分析，工业扩张虽有惯性，但终端需求的平淡将抑制下游行业进一步改善的空间。一方面，制造业投资增速低位徘徊，对资本的吸引力仍然不足；在调控政策趋严环境下，房地产销售的回落将传导至投资，四季度房地产拉动作用还会减弱；稳增长压力减轻的情况下，基建托底力度略有减弱，年底前预计基本稳定；出口在欧美等发达经济体温和复苏的条件下相对乐观，但也存在复苏放缓的风险；消费伴随经济反弹力度的减弱会有一定回落，但相对较为稳定。

另一方面，进入10月，工业企业主营业务收入增速已在回落，工业增加值增速也开始回落，尤其是本轮经济反弹受益最多的原材料行业，从增加值和产量两个维度都出现下行迹象。目前补库存已入尾声，下游需求出现回落，工业企业利润高增速未来也将向正常水平回归。考虑到经济的惯性延续，中国经济仍表现出一定的韧性，从全年增长来看，可能略高于预定增长目标。经济基本面的相对平稳也为当前金融监管的稳步推进，实体经济和金融系统的去杠杆提供了政策操作空间。展望四季度，在涨价放缓、需求回落的影响下，预计工业企业利润增速将会相应放缓，经济增速将稳中有降。