

宏观点评

企业盈利的行业分化再加剧，提示4个关注点

事件：1-5月全国规模以上工业企业利润总额累计同比83.4%，较2019年同期增48%，两年复合增速21.7%，前值22.3%；5月当月规模以上工业企业利润总额同比增36.4%，前值57%。

核心观点：后续工业盈利仍有支撑，关注高PPI、疫苗提速、信用收缩、环保限产的影响。

1、量价齐升推动利润延续高增，下半年仍有韧性，但上行空间有限

>1-5月规模以上工业企业利润复合增速21.7%，较1-4月回落0.6个百分点；5月单月增速36.4%，较4月回落20.6个百分点。具体看，高基数拖累本月读数，但受益于量价齐升和成本费用延续下行，5月实际盈利与前几个月大体相当，也继续显著高于疫情前均值。

>往后看，鉴于国内经济延续修复、出口形势仍然乐观、PPI可能维持7%以上高位震荡等因素，企业盈利仍有支撑；但企业成本费用已处低位，继续提示利润率上行空间可能有限。

2、行业分化进一步加剧，上游涨价持续挤压下游利润

>三大产业看：1-5月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速14.1%、21.9%和6.7%，分别环比变动+2.2、+0.2、-1.0个百分点，其中：采矿、制造业增速回升，分别受益于大宗商品涨价和出口延续景气；公用事业增速回落，主因大宗商品涨价对利润的挤压。

>分产业链看：上游大宗商品涨价对下游消费的挤压进一步显现。1-5月上游（采掘+原材料）利润占比提升1.6个百分点至49.6%，创2008年来新高；中游设备制造持平前值；下游消费、公用事业利润占比继续回落。近期主要原材料价格有所回落，预示上游对下游利润挤压边际上可能会有改善，但PPI高位背景下，改善幅度可能有限。

>细分行业看：上游采掘、原材料利润增速仍然明显高于下游消费。按照营收和利润率拆解：1）煤炭采选等多数上游采掘、原材料、公用事业（除电力热力）营收和利润率同时改善；2）通用设备等中游设备制造、农副食品等下游必选消费营收改善而利润率改善不明显，背后的原因在于PPIRM-PPI差值走高；3）下游非耐用可选消费营收、利润率同时恶化。边上，41个行业中，共有23个行业的利润增速相比4月改善，大体可分为三大类：1）其他采矿等前期涨幅不明显的上游采掘，主要受益于PPI继续走高；2）纺织等尚未完全恢复的非耐用可选消费，主要受益于需求增加、营收改善；3）废弃资源等中游设备制造，主要受益于行业景气度提升。

3、库存如期回补，继续提示本轮补库周期可能持续到年底

>整体看，5月工业企业产成品库存同比增10.2%，较前值回升2个百分点（3月、4月为连续2个月回落），属于企业主动补库。往后看，需求端的支撑可能弱化+PPI维持高位，维持此前判断，本轮补库周期可能持续到年底，但可能逐步转为被动补库。

>分产业链看，微观数据显示，当前投资链仍然强于消费链。螺纹钢、线材、水泥、PVC（聚氯乙烯）、沥青等投资链相关产品均已开始补库；而PP（聚丙烯）、PE（聚乙烯）、涤纶长丝等消费链相关产品延续去库，主因在于疫后消费恢复偏慢，企业补库意愿偏低。

4、私企盈利增速仍低于国企，但私企杠杆率显著高于国企

>1-5月国企、私企利润两年复合增速分别为23.2%、17.9%，私企利润增速明显低于国企，主因在于私企主要布局于产业链的中下游，上游涨价对私企利润的挤压更明显。

>杠杆率：5月工业企业整体资产负债率持平前值，其中：国企资产负债率回落0.2个百分点、且已低于疫前；私企资产负债率连续三个月走平至58.2%，高出国企1.4个百分点（为有数据以来最大）。在稳杠杆大背景下，后续整体杠杆率有望趋降，需关注私企压力。

5、往后看，出口景气、PPI高位将继续支撑企业盈利，行业将延续分化，提示4点关注

>下半年PPI有望继续高位、但环比趋缓，继续关注上游涨价对中下游企业利润的挤压。

>国内疫苗接种快于预期，近半月日均接种超2000万剂，按照当前速度线性外推，预计三四个多月后有望实现群体免疫，关注对消费、服务业的带动情况。

>信用收缩已是大趋势，关注对企业经营及债务问题的影响，特别是小微企业、民营企业。

>近期多部委点名绿色低碳发展，关注中上游环保限产的动态，及其对企业盈利的影响。

风险提示：疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-08

2、《5月经济从分化走向均衡，关注4个结构性变化》2021-06-17

3、《“紧信用+稳货币”延续，社融回落速度将趋缓》2021-06-11

4、《下半年PPI仍高，名义GDP增速破13%可期》2021-06-09

5、《下半年出口增速会有多高？—兼评5月贸易数据》2021-06-07

6、《企业盈利的行业特征》2021-05-29



内容目录

量价齐升推动利润延续高增，下半年仍有韧性、但上行空间有限	3
行业分化进一步加剧，上游涨价持续挤压下游利润	3
库存增速如期回升，本轮补库周期可能持续到年底	7
私企盈利仍低于国企，但私企杠杆率高于国企	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 量价齐升支撑营收改善	3
图表 2: 工业企业利润增速仍然明显高于往年同期，利润率小幅提升	3
图表 3: 三大行业利润增速走势继续分化	4
图表 4: 上游（采掘+原材料）利润占比进一步提升	4
图表 5: 部分采掘行业、非耐用可选消费、部分中游设备制造利润增速改善相对明显	5
图表 6: 上游行业利润增速明显高于中下游，上游涨价对中下游利润的挤压进一步显现	6
图表 7: 工业企业库存如期回升	7
图表 8: 4 月存货与产成品存货同比之差大幅提升	7
图表 9: 国企增速仍然高于私企、外企	8
图表 10: 5 月末工业企业资产负债率持平前值 56.3%	8
图表 11: 私企资产负债率仍然高于疫前水平	8

事件: 1-5月全国规上工业企业利润总额累计同比 83.4%，相比 2019 年同期增 48.0%，两年平均增长 21.7%；5 月规上工业企业利润总额同比增 36.4%。

量价齐升推动利润延续高增，下半年仍有韧性、但上行空间有限

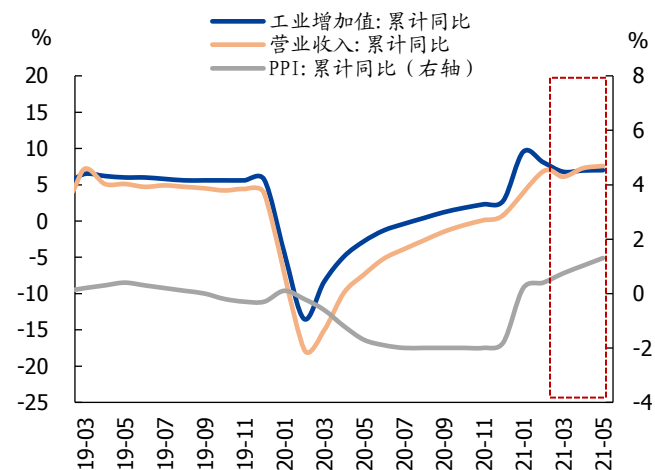
1-5 月全国规上工业企业利润同比增 83.4%，以 2019 年为基期两年复合增速较前值回落 0.6 个百分点至 21.7%，2019 年基数回升应是两年复合增速回落的主因；但是，绝对值仍然显著高于 2011-2019 年同期均值 10.1%，量价齐升、成本低位仍是主要支撑。从营收和利润率两方面来看：

1) 营收方面，1-5 月规上工业企业营收同比增 30.5%，两年复合增速 7.8%，较前值回升 0.5 个百分点。从量、价两方面拆解，1-5 月工业增加值、PPI 分别同比增 17.8%、4.4%，两年复合增速分别为 7.0%、1.3%，其中工业增加值持平前值，PPI 进一步回升 0.3 个百分点，价格回升对于企业营收的支撑有所强化。

往后看，下半年国内经济延续修复，出口形势仍然乐观，基于我们的测算，中性情景下，Q3 和 Q4 出口同比分别 17%、9%；叠加下半年 PPI 可能维持 7%以上的高位震荡，预计后续工业企业营收有望维持较高增速。（具体详见前期报告《5 月经济从分化走向均衡，关注 4 个结构性变化》、《下半年 PPI 仍高，名义 GDP 增速破 13%可期》、《下半年出口增速会有多高？——兼评 5 月贸易数据》）

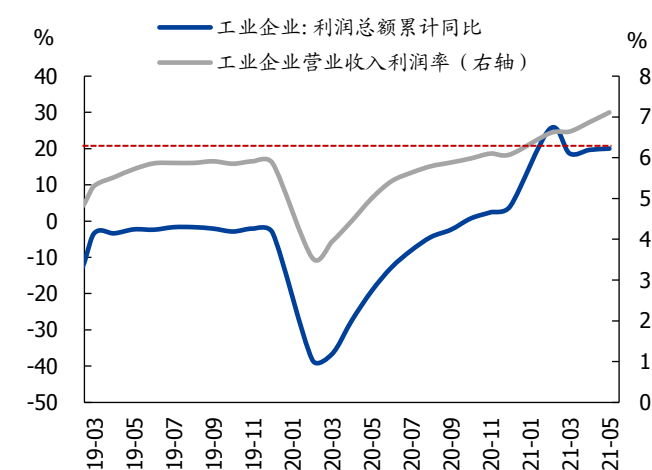
2) 利润率方面，1-5 月利润增速仍然显著高于营收增速，表明利润率的提升仍是驱动盈利高增的重要原因：1-5 月营收利润率 7.1%，同比提升 2.1 个百分点，环比提升 0.2 个百分点，每百元营收中成本增加放缓、费用延续回落是主要支撑。往后看，由于成本、费用均已处低位，继续提示后续工业企业利润率上行的空间可能有限。

图表 1: 量价齐升支撑营收改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 2: 工业企业利润增速仍然明显高于往年同期，利润率小幅提升



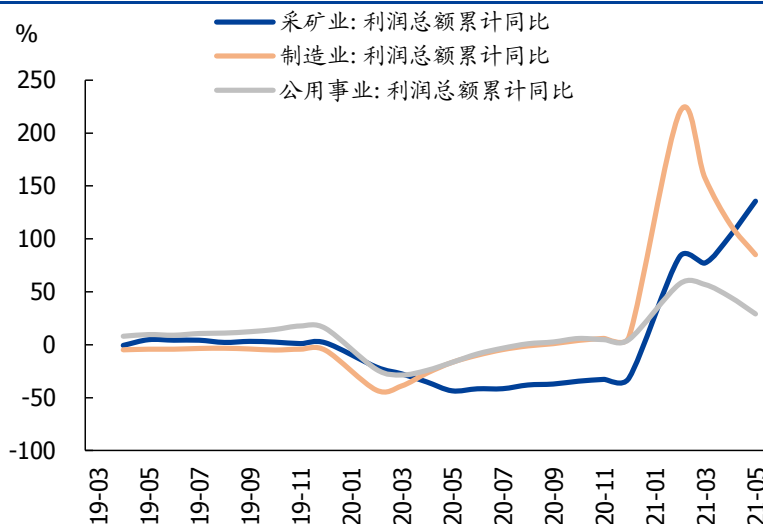
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

行业分化进一步加剧，上游涨价持续挤压下游利润

三大行业看，1-5 月采矿、制造、公用事业利润分别同比增 135.5%、85.2%、29.1%，

采矿业利润增速相比前值提升 32.6 个百分点，主要跟低基数有关；两年复合增速分别为 14.1%、21.9%和 6.7%，相比前值分别变动+2.2、+0.2、-1.0 个百分点。其中，采矿业利润增速明显提升，主要跟大宗商品涨价增厚利润有关；制造业利润延续高增，应与中上游涨价、出口延续景气、国内经济持续恢复有关；公用事业利润明显回落，主要受大宗商品涨价拖累。

图表 3: 三大行业利润增速走势继续分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分产业链看，上游大宗商品涨价对下游消费、公用事业利润的挤压进一步显现。利润占比来看，1-5 月上游（采掘+原材料）利润占比进一步提升 1.6 个百分点至 49.6%，创 2008 年以来新高；中游设备制造利润占比持平前值为 28.6%；下游消费、公用事业利润占比分别回落 1.1、0.5 个百分点至 15.3%和 6.5%。其中，下游消费、公用事业利润占比相比前值明显下降，表明上游大宗商品涨价对下游利润的挤压进一步显现。

近期随着稳价保供政策落地，钢铁、水泥、有色金属等主要工业原材料价格已经出现一定回落；而且，国家发改委相关负责人表示，由于供给增加，夏季水电、太阳能发电增加，7 月开始煤炭价格也将进入下行通道。因此，往后看上游对下游利润的挤压边际上可能会有改善；但 PPI 高位背景下改善幅度可能有限。

图表 4: 上游（采掘+原材料）利润占比进一步提升

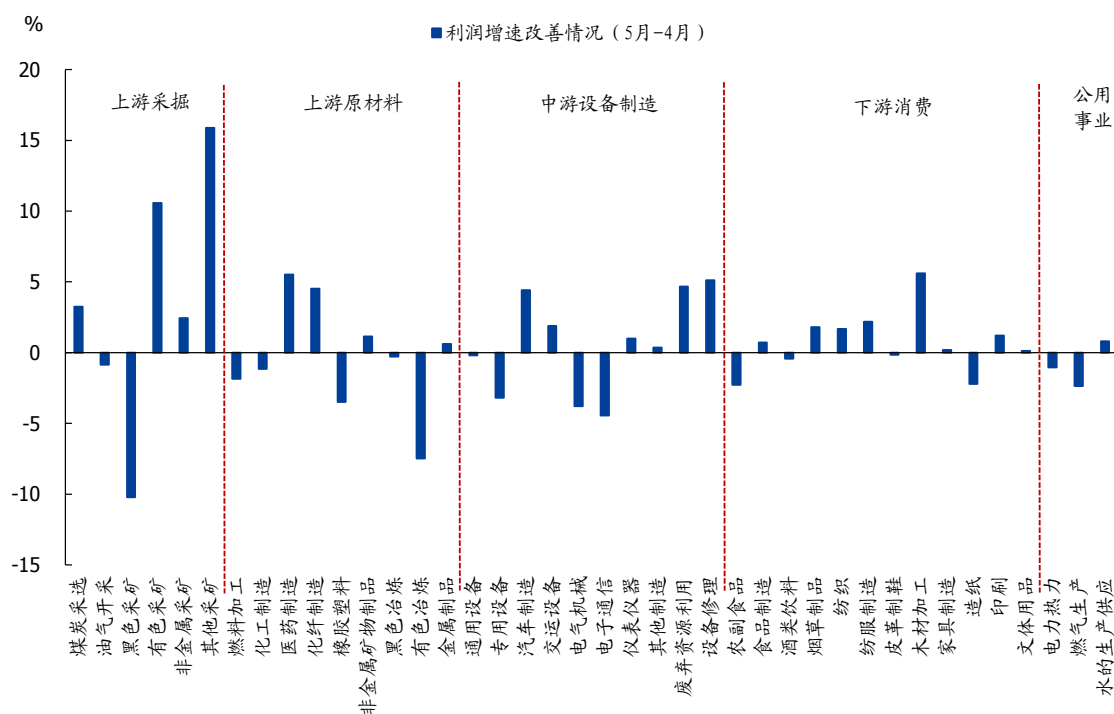
利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-05	8.8%	40.8%	28.6%	15.3%	6.5%
2021-04	8.4%	39.7%	28.6%	16.4%	7.0%
2021-03	8.3%	37.9%	28.5%	17.8%	7.5%
2021-02	8.9%	37.0%	26.6%	19.8%	7.7%
2020-12	5.5%	32.5%	34.9%	19.1%	8.0%
2020-11	6.0%	31.5%	34.8%	19.0%	8.7%
2020-10	6.1%	30.8%	34.6%	19.5%	9.0%
2020-09	6.1%	30.1%	34.8%	20.0%	9.0%
2020-08	6.3%	29.6%	34.8%	20.0%	9.2%
2020-07	6.3%	29.0%	34.9%	20.7%	9.1%
2020-06	6.6%	28.4%	34.8%	21.3%	8.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

细分行业看，1-5 月 41 个重点行业中 28 个营收和利润两年复合增速同时改善，上游采掘、原材料利润增速仍然明显高于下游消费。如果通过营收和利润率对每个行业利润增速进行拆解，可以发现相比疫情之前（参考 2019 年同期）：1）煤炭采选、黑色采矿、黑色冶炼、有色冶炼、化工等多数上游采掘、原材料行业以及公用事业（除电力热力）均同时受益于营收增加和利润率改善，大宗商品涨价是主要支撑；2）通用设备、专用设备、电气机械等多数中游设备制造，农副食品、食品制造等下游必选消费营收改善而利润率改善不明显，背后的原因在于 PPIRM-PPI 差值走高；3）纺织、纺服、木材加工、家具制造等多数营收和利润率同时恶化。

边际上看，相比 1-4 月，其他采矿、有色采矿、木材加工等 23 个行业 1-5 月利润增速改善，大致可以分为三类：1）有色采矿、其他采矿、煤炭采选、非金属采矿等前期涨幅不明显的上游采掘行业，主要受益于 PPI 持续走高；2）木材加工、纺服制造、纺织、印刷等尚未完全恢复的下游非耐用可选消费，主要受益于经济恢复、需求增加、营收改善；3）废弃资源综合利用、汽车制造、设备修理等部分中游设备制造业，主要受益于行业景气度的提升。

图表 5：部分采掘行业、非耐用可选消费、部分中游设备制造利润增速改善相对明显



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6: 上游行业利润增速明显高于中下游, 上游涨价对中下游利润的挤压进一步显现

		利润			营业收入		
		利润同比	营业利润率	2019年同期 营业利润率	营收同比	工业增加值 同比	PPI同比
上游 采掘	煤炭采选	20.6%	16.5%	11.7%	1.4%	4.7%	3.9%
	油气开采	-4.5%	22.5%	25.1%	0.9%	-0.3%	-4.0%
	黑色采矿	90.4%	13.6%	6.0%	27.0%	3.9%	19.3%
	有色采矿	23.6%	17.2%	9.7%	-7.1%	-0.6%	7.8%
	非金属采矿	15.2%	9.4%	8.1%	6.7%	6.2%	1.4%
	开采辅助	—	-0.3%	4.1%	-22.0%	-5.8%	—
	其他采矿	-13.4%	5.3%	3.6%	-28.7%	-4.3%	—
上游 原材料	燃料加工	68.1%	7.1%	2.7%	4.6%	1.7%	-0.3%
	化工制造	34.4%	10.2%	6.4%	6.3%	6.4%	1.9%
	医药制造	32.5%	20.1%	12.8%	5.6%	13.8%	0.2%
	化纤制造	60.4%	7.2%	3.1%	4.9%	5.3%	-3.3%
	橡胶塑料	20.3%	6.3%	4.9%	5.8%	6.2%	-0.3%
	非金属矿物制品	6.7%	7.8%	8.2%	9.0%	8.0%	-0.7%
	黑色冶炼	40.3%	5.9%	4.1%	16.8%	8.0%	8.4%
	有色冶炼	55.6%	4.4%	2.2%	9.2%	4.8%	8.3%
	金属制品	14.2%	4.4%	4.2%	11.5%	11.5%	1.8%
中游 制造	通用设备	14.4%	6.9%	6.1%	7.3%	10.0%	0.2%
	专用设备	27.2%	8.9%	6.7%	10.1%	11.3%	0.0%
	汽车制造	14.7%	6.9%	5.9%	5.9%	9.1%	-0.7%
	交运设备	-5.9%	4.3%	5.2%	3.2%	5.9%	0.4%
	电气机械	10.9%	5.2%	5.1%	9.5%	13.9%	-0.8%
	电子通信	39.6%	5.0%	3.2%	12.2%	12.2%	-1.6%
	仪表仪器	20.2%	9.5%	7.3%	5.6%	8.4%	—
	其他制造	4.2%	5.1%	5.6%	8.7%	0.6%	—
	废弃资源利用	19.3%	3.6%	4.8%	38.7%	18.4%	—
	金属制品、机械 设备修理	-18.9%	3.7%	6.3%	5.8%	-0.7%	—
下游 消费	农副食品	7.5%	3.5%	3.4%	5.9%	2.4%	5.8%
	食品制造	0.2%	7.9%	8.7%	4.8%	4.7%	0.8%
	酒类饮料	10.3%	17.2%	15.0%	3.0%	3.3%	1.4%
	烟草制品	20.7%	14.6%	11.6%	7.3%	5.5%	1.3%
	纺织	-4.7%	3.8%	3.9%	-3.1%	1.7%	-1.9%
	纺织服装	-12.7%	4.5%	5.0%	-8.1%	-1.3%	-0.8%
	皮革制鞋	-11.8%	4.9%	5.4%	-6.9%	-2.5%	—
	木材加工	-7.0%	3.6%	4.2%	0.7%	6.0%	0.0%
	家具制造	-6.6%	4.6%	5.7%	4.1%	4.1%	—
	造纸	36.8%	7.1%	4.1%	4.1%	5.5%	-0.3%
	印刷	-1.0%	5.3%	5.9%	4.5%	5.2%	-0.5%
	文体用品	-5.7%	4.3%	4.9%	-0.2%	3.4%	—
公用 事业	电力热力	2.4%	5.8%	6.4%	7.8%	5.3%	-1.4%
	燃气生产	28.6%	8.0%	5.9%	10.8%	5.4%	-1.0%
	水的生产供应	23.0%	10.0%	8.8%	15.6%	7.1%	0.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 利润、营收、工业增加值、PPI 均采用以 2019 年为基期的两年复合增速, 营业利润率也与 2019 年同期对比; 由于统计原因, PPI 同比中开采辅助、其他采矿等 9 个行业累计同比数据暂缺)

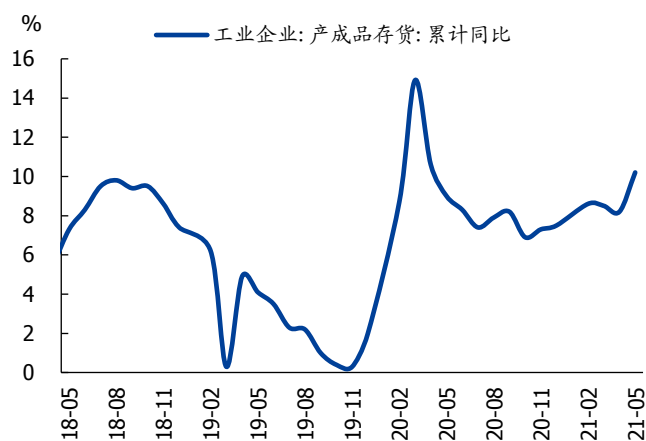
库存增速如期回升，本轮补库周期可能持续到年底

5月规上工业企业产成品库存同比增10.2%，较前值回升2.0个百分点，主要跟企业主动补库、基数下降有关(2020年4-5月工业企业产成品库存分别同比增10.6%、9.0%)。

疫情之后，由于生产和销售错位复苏，我国库存经历了2020年2-3月生产恢复、销售停滞造成的被动补库、4-10月销售复苏后的被动去库以及去年11月以来的主动补库。相比以往各轮库存周期，本轮库存周期各阶段持续时间明显较短；价格因素对名义库存影响较大，如果剔除价格因素，当前仍处被动去库，主因在于生产端的约束。往后看，工业企业生产端仍然存在限制，但是下半年经济可能整体趋回落，需求端的支撑可能弱化，剔除价格因素的实际库存可能触底回升；加上PPI下半年可能维持高位震荡，补库周期大概率持续到年底；而且，伴随需求回落，可能逐步步入被动补库。

而且，高频数据也显示企业可能延续补库：1) M1反映企业资金的充裕程度，领先工业企业产成品存货1年左右，M1在2021年初才出现明显回落，预示企业补库可能持续到年底。2) 企业本身仍有补库意愿。工业企业存货与产成品存货增速之差(前者包括原材料、半成品等，后者只包括产成品，如果前者增速快于后者，就说明企业加速购进原材料)，4月企业存货同比和产成品存货同比之差进一步回升至2.0个百分点，表明企业仍在加速原材料购进和生产。3) 基数效应：去年3月之后疫情逐步好转，企业产成品库存逐月走低。

图表7：工业企业库存如期回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：4月存货与产成品存货同比之差大幅提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所(注：工业企业存货同比数据更新存在滞后，4月为最新数据)

相比宏观、中观数据，微观数据的优势在于更新频率更高，能够更加直接地观察产品库

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_20365

