

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利润初现向中下游传导的迹象

2021年6月28日

摘要:

- **工业企业利润同比保持在高位, 利润率再创历史新高。**1—5月份, 全国规模以上工业企业利润两年平均增长21.7%, 较4月份增速回落0.9个百分点。根据三因素框架拆解本期工业企业利润, 量稳, 价升, 利润率再创新高。1-5月份, 全国规模以上工业增加值两年平均增速与上月持平, 对利润增长并未产生边际贡献。PPI累计同比增速较上月加快1.1个百分点, 是本期利润的主要拉动因素。1-5月利润率为7.11%, 较上月继续提高0.24个百分点, 同比提高2.11个百分点, 再次刷新1996年有数据以来新高。
- **虽然中上游利润占比进一步提高, 但并不意味着对中下游利润造成了挤压。**大宗商品价格上行, 叠加需求改善, 中上游利润充分释放, 占比进一步提高。但在中上游利润大幅上升的背景下, 下游制造业占比与上月基本持平, 说明下游制造业表现不弱。下游虽然占比出现下降, 但5月两年平均增速超过了3月与4月。近期, 市场上有观点认为因为大宗商品价格上升过快导致中下游利润受到挤压。综合观察4个大类行业, 中上游利润占比提高来源于自身利润增速较快, 而下游制造业和消费品利润在近期出现了明显的改善。因此我们认为, 中上游利润占比提高并不是中下游利润受到挤压的表现, 上中下游行业呈现共同向好的态势。
- **利润初现向中下游传导的迹象。**观察细分行业, 下游制造业利润率增长, 下游消费品利润率边际改善, 说明利润出现向中下游传导的迹象。下游制造业中, 除去运输设备制造业, 其余行业利润率均高于疫情前水平。环比来看, 下游制造业的8个行业中6个行业利润率较上个月提升, 其原因推测有两点, 一是出口延续高景气, 二是下游制造业PPI在5月出现回升。再看消费品行业, 10个细分行业中, 仅有3个好于疫情之前, 但有5个环比回升, 意味着消费品利润率出现边际改善。
- **展望未来, 利润率高增有望带动制造业投资加速回升。**回顾历史, 工业企业利润率和制造业投资有较为紧密的联系。1-5月份, 制造业投资回暖, 同比增长20.4%, 两年平均增速为0.6%, 上月为下降0.4%。今年以来中上游利润率持续高增, 本月中下游利润率也出现了较为明显的改善。制造业投资有望在高利润率的带动下加速回升。利润结构上, 如果未来中上游利润对中下游的传导继续加强, 结构不均衡的问题能够得到一定缓解。
- **风险因素:**国内政策变化超预期; 通货膨胀超预期等。

目录

一、工业企业利润同比保持在高位，利润率再创新高	3
二、利润出现向中下游传导的迹象	5
三、主动补库存呈加速态势	6
四、利润率高增有望带动制造业投资加速回升	7
风险因素	7

图目录

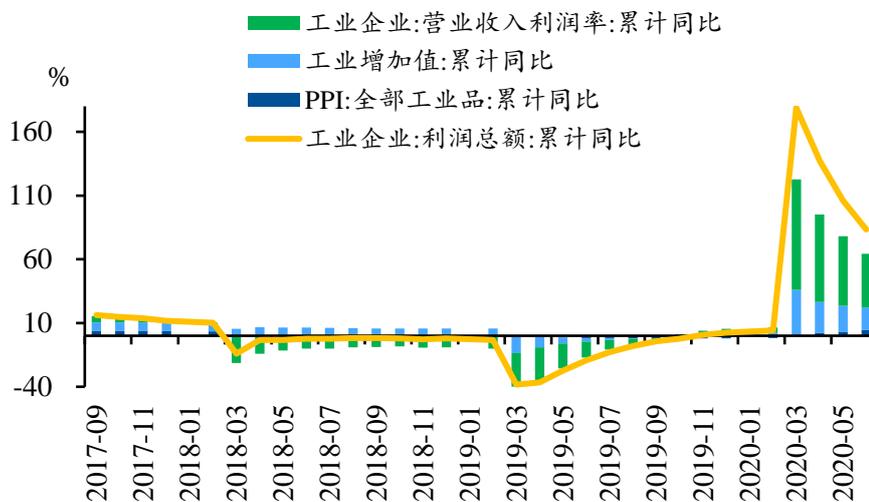
图 1：1-5 月工业企业利润同比保持在高位	3
图 2：利润率再创历史新高	3
图 3：私营企业利润增速下滑幅度较大	4
图 4：中上游利润占比进一步提高	4
图 5：各大类行业的利润率走势分化较大	5
图 6：下游制造业利润率增长，下游消费品利润率边际改善	6
图 7：下游制造业 PPI 在 5 月出现回升	6
图 8：5 月主动补库存呈加速态势	7
图 9：利润率和制造业投资有较为紧密的联系	7

一、工业企业利润同比保持在高位，利润率再创新高

1-5月工业企业利润同比保持在高位。1—5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额34247.4亿元，同比增长83.4%，比2019年1—5月份增长48.0%，两年平均增长21.7%，较4月份增速仅回落0.9个百分点。5月份当月，规模以上工业企业利润同比增长36.4%，比2019年同期增长44.6%，两年平均增长20.2%，与前值相比回落了2.3个百分点。环比增速为8.0%，与上个月持平。

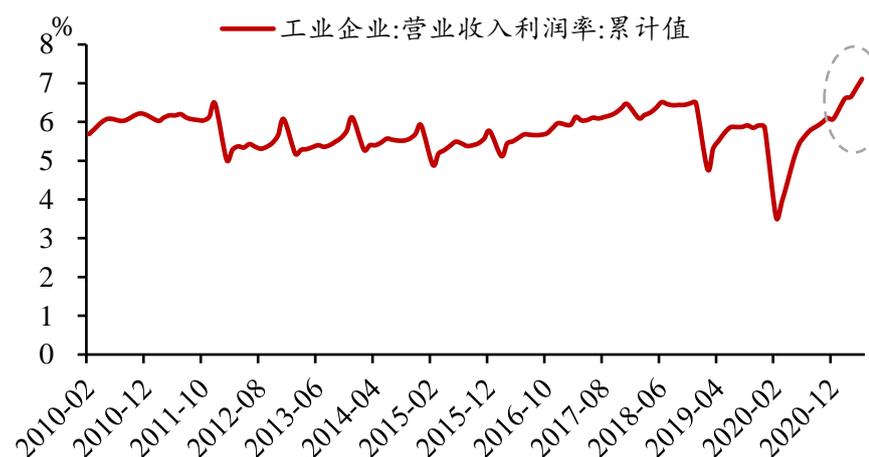
根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量稳，价升，利润率再创历史新高。5月份，全国规模以上工业增加值同比增长8.8%，增速较上月回落1.0个百分点；两年平均增长7.0%，与上月持平，对利润增长并未产生边际贡献。PPI累计同比增长4.4%，较上月加快1.1个百分点，是本期利润的主要拉动因素。1-5月利润率为7.11%，较上月提高0.24个百分点，同比提高2.11个百分点，再次刷新1996年有数据以来新高。虽然利润率环比有明显提升，但是同比增速有所放缓。1-4月利润率同比提高2.42个百分点，致使本期利润率的贡献小幅回落。1—5月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为83.48元，与上月持平。

图 1：1-5月工业企业利润同比保持在高位



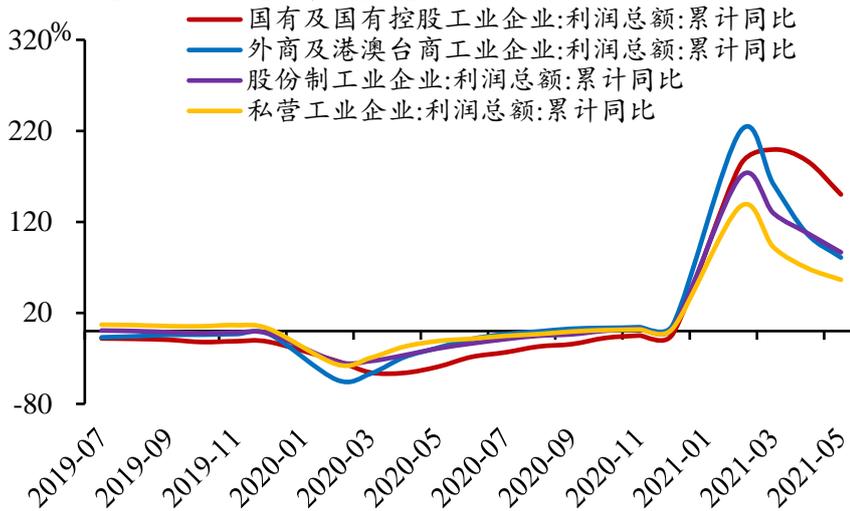
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：利润率再创历史新高



资料来源：万得，信达证券研发中心

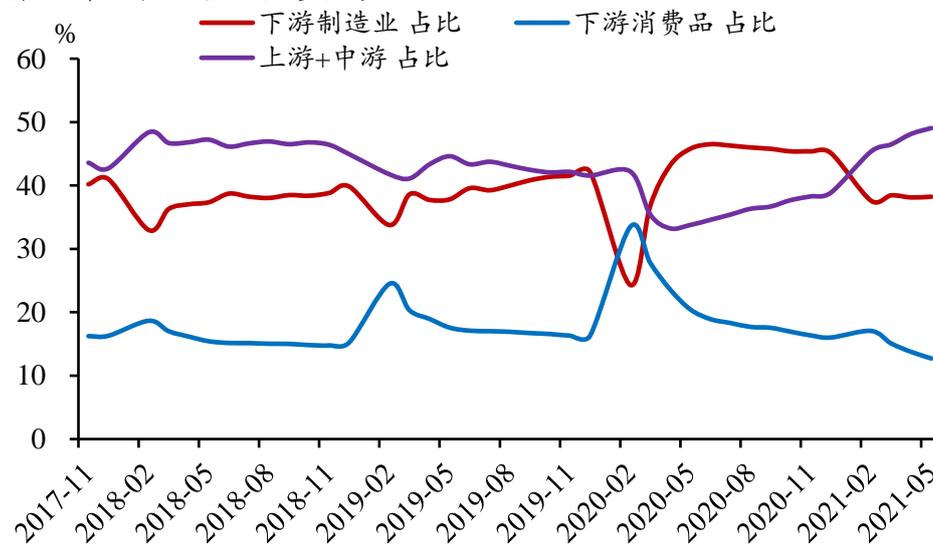
私营企业利润增速下滑幅度较大，对整体利润改善形成拖累。1—5月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额11049.9亿元，同比增长1.50倍；股份制企业实现利润总额24133.0亿元，增长86.5%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额9394.4亿元，增长80.8%；私营企业实现利润总额10198.0亿元，增长56.3%。私营企业利润增速下滑幅度较大，对整体利润改善形成拖累。此外，小微企业利润增速低于大中型企业。

图 3：私营企业利润增速下滑幅度较大


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

分行业来看, 虽然中上游利润占比进一步提高, 但并不意味着对中下游利润造成挤压。按照我们对于上中下游行业的分类, 2021 年 1-5 月, 上游采选业利润同比增长 1.41 倍, 中游原材料加工业同比增长 1.96 倍。大宗商品价格上行, 叠加需求改善, 中上游利润充分释放, 占比进一步提高。其中, 有色金属冶炼和压延加工业利润总额同比增长 3.87 倍, 黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.77 倍, 石油和天然气开采业增长 2.73 倍, 化学原料和化学制品制造业增长 2.11 倍, 煤炭开采和洗选业增长 1.09 倍。在中上游利润大幅上升的背景下, 下游制造业占比与上月基本持平, 说明下游制造业表现不弱。医药制造业增长 85.7%, 汽车制造业增长 81.1%, 电气机械和器材制造业增长 49.8%, 计算机、通信和其他电子设备制造业增长 49.3%。下游虽然占比出现下降, 但 5 月两年平均增速为 19.2%, 高于 4 月的 19.0% 与 3 月的 17.1%。

近期, 市场上有观点认为因为大宗商品价格上升过快, 中下游利润受到挤压。综合观察 4 个大类行业, 中上游利润占比提高来源于自身利润增速较快, 而下游制造业和消费品利润也出现了明显的改善。因此我们认为, 中上游利润占比提高并不是中下游利润受到挤压的表现, 上中下游行业呈现共同向好的态势。

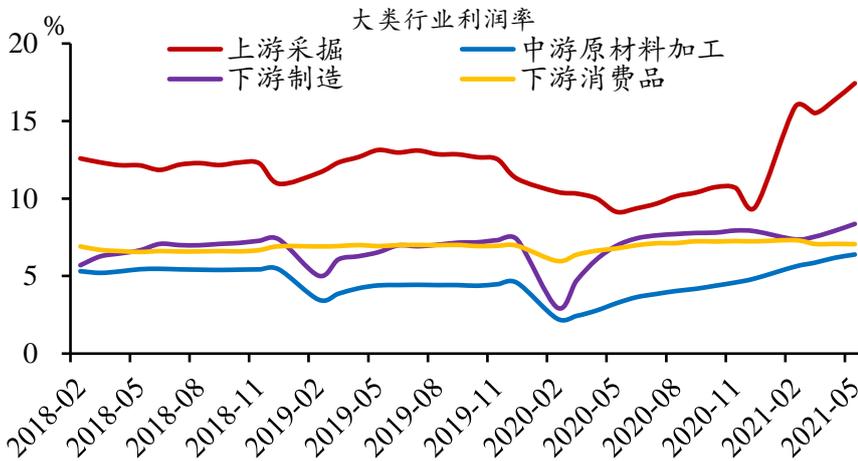
图 4：中上游利润占比进一步提高


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、利润出现向中下游传导的迹象

上游、中游以及下游制造业利润率大幅上升驱动利润率再创新高。我们使用每期公布的分行业营收与利润总额计算各行业的利润率。各大类行业的利润率走势分化较大。上游和中游利润率于今年三月超过了疫情前水平，随后在 PPI 大幅上升的带动下一路走高，5 月两大类行业的利润率均处于历史高位，拉动了整体工业企业利润率的高增。下游制造业利润率在 2 月份出现了阶段性下降，而 3 月以后再次进入上升通道，近两个月均有明显改善。消费品则维持在 2018 年以来的平均水平。

图 5：各大类行业的利润率走势分化较大



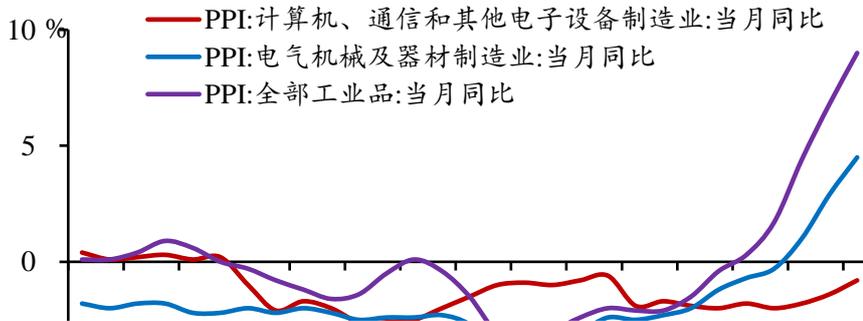
资料来源:万得, 信达证券研发中心

观察细分行业，下游制造业利润率增长，下游消费品利润率边际改善，说明利润出现向中下游传导的迹象。下游制造业中，除去运输设备制造业，其余行业利润率均高于疫情前水平。其中，医药、汽车制造、通信电子、仪器仪表的利润率增幅超过了 1 个百分点，改善较为明显。环比来看，下游制造业的 8 个行业中 6 个行业利润率较上个月提升，其原因推测有两点，一是出口延续高景气，二是下游制造业 PPI 在 5 月出现回升。再看消费品行业，10 个细分行业中，仅有 3 个好于疫情之前，但有 5 个环比回升，3 个环比基本持平，意味着消费品利润率出现边际改善。下游制造业和下游消费品利润率回暖，说明中上游利润出现向中下游传导的迹象。

图 6：下游制造业利润率增长，下游消费品利润率边际改善

单位：%	指标名称	2019-5	2020-9	2020-10	2020-11	2020-12	2021-2	2021-3	2021-4	2021-5
上游采矿	煤炭开采	11.67	10.91	11.12	11.36	11.11	16.06	14.39	15.00	16.50
	石油开采	25.13	8.62	8.78	7.94	3.85	18.29	20.77	21.65	22.50
	黑色采选	6.03	9.29	9.62	9.41	9.63	12.50	11.67	12.93	13.57
	有色采选	9.70	12.71	13.43	14.04	13.29	16.86	15.23	15.94	17.17
中游加工	燃料加工	2.73	0.96	1.41	1.66	2.09	7.36	7.44	7.19	7.05
	木材加工	4.21	3.70	3.75	3.83	4.13	3.13	3.11	3.29	3.59
	造纸	4.09	5.28	5.54	5.85	6.35	7.29	7.28	7.24	7.06
	化学原料	6.38	5.72	6.07	6.51	6.75	8.82	9.59	10.09	10.21
	化学纤维	3.06	2.25	2.46	2.71	3.30	5.19	6.34	6.89	7.15
	橡胶制品	4.87	6.40	6.61	6.80	6.79	6.30	6.26	6.33	6.28
	非金属	8.18	8.16	8.34	8.49	8.52	6.53	6.60	7.25	7.83
	黑色冶炼	4.09	3.06	3.15	3.25	3.39	3.87	4.25	5.21	5.91
	有色冶炼	2.16	2.16	2.25	2.39	2.66	3.59	3.86	4.12	4.39
	金属制品	4.19	4.10	4.23	4.41	4.58	4.07	3.93	4.20	4.40
下游制造	医药制造	12.77	14.34	14.21	14.30	14.11	19.23	17.51	18.36	20.11
	通用设备	6.10	6.95	6.98	7.15	7.14	5.92	6.41	6.77	6.94
	专用设备	6.69	8.43	8.42	8.59	8.64	8.45	8.57	9.04	8.92
	汽车制造	5.89	6.44	6.59	6.61	6.25	6.43	6.24	6.25	6.90
	运输设备	5.23	5.20	5.23	5.29	5.46	3.09	4.07	4.14	4.34
	电气机械	5.11	5.80	5.82	5.93	5.90	4.63	5.00	5.22	5.24
	通信电子	3.21	4.70	4.72	4.84	4.89	4.19	4.62	4.76	4.98
消费品	仪器仪表	7.32	10.39	10.46	10.82	10.70	7.00	7.96	8.87	9.48
	农副食品	3.39	3.94	3.95	3.98	4.18	4.09	3.78	3.67	3.49
	食品制造	8.67	9.33	9.15	9.03	9.14	8.36	8.07	8.03	7.92
	酒饮料茶	14.96	16.10	15.80	15.69	16.28	19.38	18.76	17.82	17.16
	烟草制品	11.57	13.50	13.28	12.86	10.11	15.55	15.05	14.81	14.64
	纺织	3.89	4.36	4.43	4.53	4.85	3.28	3.22	3.55	3.76
	服装服饰	4.95	4.40	4.57	4.67	4.68	4.37	3.90	4.41	4.47
	皮革制品	5.43	5.23	5.23	5.28	5.46	5.08	5.01	4.93	4.88
	家具制造业	5.75	5.09	5.20	5.49	6.08	4.35	4.11	4.28	4.63
	印刷业	5.86	6.04	6.10	6.27	6.43	4.64	4.64	5.01	5.26
文教娱乐	4.86	4.46	4.57	4.80	5.19	4.06	4.13	4.25	4.35	

资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 7：下游制造业 PPI 在 5 月出现回升


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_20400



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>