

总量研究

新增利润向中上游集中，盈利不平衡凸显

——2021年5月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-06-27）

要点

本周聚焦：

5月工业企业利润持续稳定增长，但盈利不平衡状况较为突出，下游消费持续承压。一是受大宗商品价格上涨影响，企业利润高增主要集中于上游采矿和原材料制造行业，下游消费品行业成本压力不断加大，利润持续受到挤压；二是小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速低于规模以上工业平均水平，企业效益改善仍不平衡。

向前看，在监管层对大宗商品价格持续关注下，大宗商品价格将逐步向供求基本面回归，工业企业盈利分化状况将得到缓解。同时，PPI同比将进入高位磨顶阶段，年内上行空间有限，中上游利润高增将受到一定影响，回归稳固增长态势；而对于终端消费业，伴随上游价格回落以及下游需求恢复，企业盈利将逐步改善。

海外观察：

英国新增病例有所扩散，印度每日新增持续下降，各国疫苗接种加速推进。美国10年期国债收益率上行，通胀预期略有上升；美国10年期和2年期国债利率期限利差上行。美联储资产规模、欧央行和日央行的资产规模均有所上升。

海外政策：

拜登和参议员就约1万亿美元基建计划达成一致；中印同意妥善解决边界西段剩余问题；华盛顿美国高级官员表示，若在可预见的未来不能弥合分歧，美国可能重新考虑对伊朗的态度；美众议院批准最后一项反垄断提案，科技巨头不甘束手就擒；冰岛宣布自6月26日起取消所有国内限制。

全球资产：

美国股市收涨，道琼斯、纳斯达克、标普500分别上涨3.44%、2.35%及2.74%；欧洲股市、亚洲股市普遍收涨，上证指数、恒生指数分别上涨2.34%、1.69%。大宗商品价格方面，黄金、白银、工业品、原油普遍上涨，焦煤、焦炭和铜铝涨幅较大，DCE焦炭上涨4.96%，DCE焦煤上涨4.60%，LME铜上涨3.13%。

央行观察：

匈牙利央行和捷克央行宣布加息。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格环比上涨，铜价、铝价环比下跌。**中游：**高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，供应面积同比增速下行，猪价、菜价、水果价格环比下跌。**流动性：**十年期国债收益率上行。

国内政策：

人民银行就虚拟货币交易炒作问题约谈部分银行和支付机构；上海环境能源交易所正式公布全国碳排放权交易相关事项；人民银行、银保监会、国家发展改革委、市场监管总局联合推出进一步降低支付手续费等措施。

下周财经日历：中国PMI（周三）；美国ADP就业人数（周三）

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebsecn.com

相关研报

拜登时代，中美科技角逐将如何演绎？——大国博弈系列第六篇（2021-06-24）

美国供应链恢复的堵点在哪里——光大宏观周报（2021-06-19）

“疫苗护照”推出在即，群体免疫还有多远？——全球疫情及疫苗跟踪系列第三篇（2021-06-17）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

PPI年内上行动能有限，中下游涨价分化——2021年5月价格数据点评（2021-06-09）

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》系列第五篇（2021-06-10）

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021年5月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和——2021年宏观中期策略报告（2021-06-03）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-06-01）

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-30）

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

目 录

一、本周聚焦：新增利润向中上游集中，盈利不平衡凸显	4
1.1 驱动：产销量价齐升，利润率持续改善	4
1.2 结构：行业利润分化显现，下游消费品行业利润承压	6
1.3 库存：制造业主动补库延续，制造业复苏加速推进	7
1.4 展望：大宗商品价格频受关注，PPI 年内上行动能有限	9
二、海外观察	9
2.1 海外疫情：英国新增有所扩散，疫苗接种加速推进	9
2.2 金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期略有上升	10
2.3 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品多数收涨	11
2.4 央行观察：匈牙利央行和捷克央行宣布加息	12
2.5 海外政策：拜登和参议员就约 1 万亿美元基建计划达成一致	12
三、国内观察	15
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价环比下跌	15
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	16
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌	17
3.4 流动性：十年期国债收益率上行	18
3.5 国内政策：人民银行就虚拟货币交易炒作问题约谈部分银行和支付机构	18
四、下周财经日历	19

图目录

图 1：5 月工业企业利润延续高增态势	5
图 2：工业生产景气延续，销售保持高速增长	5
图 3：PPIRM 上行速度快于 PPI	5
图 4：企业运营效率改善，利润率显著提升	6
图 5：企业利润率达到历史较高水平	6
图 6：行业利润分化显现，下游消费品利润承压	7
图 7：产成品存货增速有所回升	8
图 8：分行业产成品库存分位数情况（%）	8
图 9：英国新增病例有所扩散（7 天移动平均）	9
图 10：全球疫苗接种持续推进	9
图 11：美国 10 年期国债收益率上行	10
图 12：英国、德国 10 年期国债收益率上行	10
图 13：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差上行（%）	10
图 14：美国投资级企业债利差保持不变（%）	10
图 15：美联储资产规模略增加	11
图 16：欧、日央行资产规模均略有上升	11
图 17：全球股市普遍上涨	11
图 18：大宗商品价格多数上涨	11
图 19：原油价格环比上涨	15

图 20: 动力煤、焦煤价格环比上涨, 环比增幅缩窄	15
图 21: 铜价环比下跌, 库存同比下降	15
图 22: 铝价环比下跌, 库存同比上涨	15
图 23: 高炉开工率环比下跌	16
图 24: 水泥价格指数环比下跌	16
图 25: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	16
图 26: 钢坯库存同比上涨	16
图 27: 商品房成交面积增幅缩窄	17
图 28: 土地供应面积同比增速下行	17
图 29: 猪价、菜价、水果价格环比下跌	17
图 30: 乘用车日均零售销量跌幅扩大	17
图 31: 货币市场利率趋势分化	18
图 32: 十年期国债收益率上行	18

表目录

表 1: 2021 年 5 月, 工业企业利润稳定修复	4
表 2: 美欧日央行官员表态以及央行动态	12
表 3: 美国经济热力图	13
表 4: 欧元区经济热力图	14
表 5: 英国经济热力图	14
表 6: 日本经济热力图	14
表 7: 下周全球经济数据热点	19

一、本周聚焦：新增利润向中上游集中，盈利不平衡凸显

事件：2021年6月27日，国家统计局公布1-5月工业企业盈利数据。1-5月，规模以上工业企业利润同比增长83.4%，与2019年同期相比，利润增长48.0%，两年平均增长21.7%；5月份，规模以上工业企业利润同比增长36.4%，与2019年同期相比，利润增长44.6%，两年平均增长20.2%。

核心观点：5月工业企业利润持续稳定增长，但盈利不平衡状况较为突出。一是受大宗商品价格上涨影响，企业利润高增主要集中于上游采矿和原材料制造行业，下游消费品行业成本压力不断加大，利润持续受到挤压；二是小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速低于平均水平，企业效益改善仍不平衡。

向前看，在监管层对大宗商品价格持续关注下，大宗商品价格将逐步向供求基本面回归，工业企业盈利分化状况将得到缓解。同时，PPI同比将进入高位磨顶阶段，年内上行空间有限，中上游利润高增将受到一定影响，回归稳固增长态势；而对于终端消费业，伴随上游价格回落以及下游需求恢复，企业盈利将逐步改善。

表 1：2021 年 5 月，工业企业利润稳定修复

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率	产成品 存货同比
2020 年	11 月实际值	15.5	2.4	0.1	6.10	7.3
	12 月实际值	20.1	4.1	0.8	6.08	7.5
	1-2 月实际值	178.9	178.9	45.5	6.60	8.6
	3 月实际值	92.3	137.3	38.7	6.64	8.5
2021 年	4 月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
	5 月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	5 月光大预期值	38.6	—	—	—	—
	相比于 2019 同期	44.6	48.0	20.8	—	—

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

1.1 驱动：产销量价齐升，利润率持续改善

2021年5月，工业企业利润同比增长36.4%，受去年同期基数逐步抬高影响，增速较4月份回落20.6个百分点。与2019年同期相比，利润增长44.6%，两年平均增长20.7%，与4月份基本持平，企业利润持续稳定增长，基本延续了2020年下半年以来较快增长态势。

5月工业企业利润延续高增态势，主要受到三方面的因素驱动：

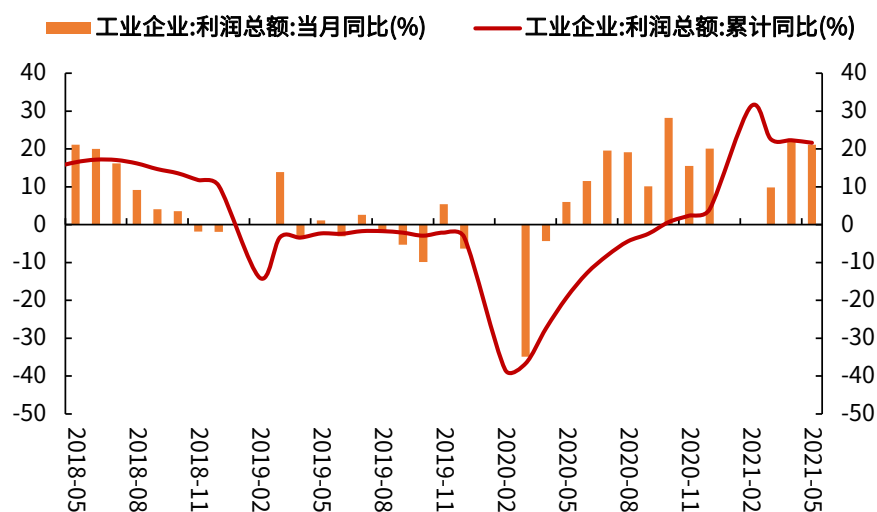
一是，生产销售较快增长，为企业效益改善奠定良好基础。2021年5月，规上工业增加值同比增长8.8%，比2019年同期增长13.6%，两年平均增长6.6%，与4月基本持平，工业生产延续了稳定恢复的良好态势；营业收入增长33.6%，

相比于 2019 年同期增长 20.8%，两年平均增长 9.9%。生产销售均实现高速增长，有力推动企业利润扩张；

二是，工业品价格继续上行，拉动中上游企业利润扩张，但下游企业利润承压。2021 年 5 月，PPI 同比增长 9.0%，PPIRM 同比增长 12.5%，PPIRM 上行速度大幅快于 PPI，原材料价格的上升拉动中上游企业利润扩张，但下游企业利润受到挤压；

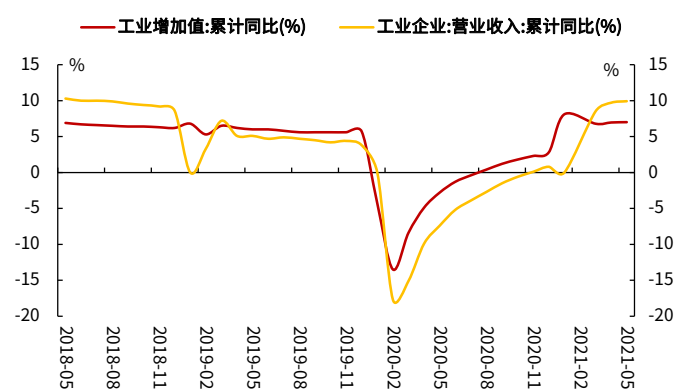
三是，企业运营效率改善，利润率显著提升。2021 年 1-5 月，规上工业企业营业收入利润率为 7.11%，比 1-4 月提升 0.24 个百分点，同比提高 2.11 个百分点，比 2019 年同期提高 1.39 个百分点，利润率达到历史较高水平。

图 1：5 月工业企业利润延续高增态势



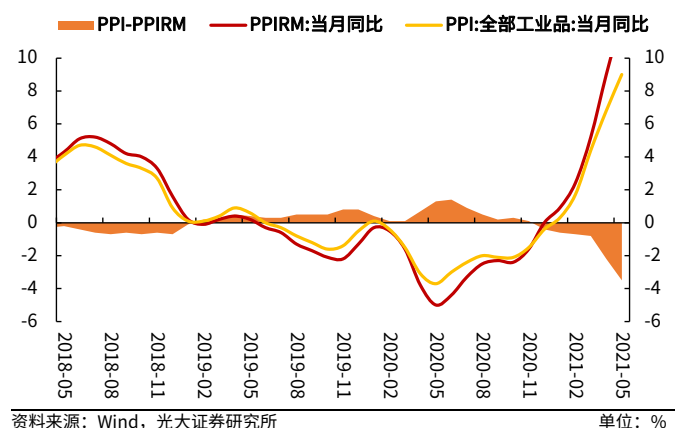
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年平均增速）

图 2：工业生产景气延续，销售保持高速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年平均增速）

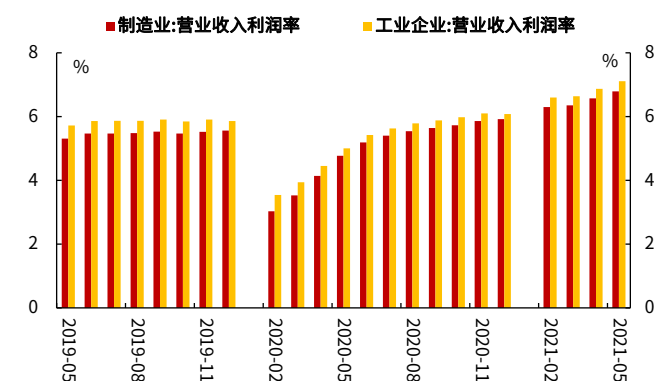
图 3：PPIRM 上行速度快于 PPI



资料来源：Wind，光大证券研究所

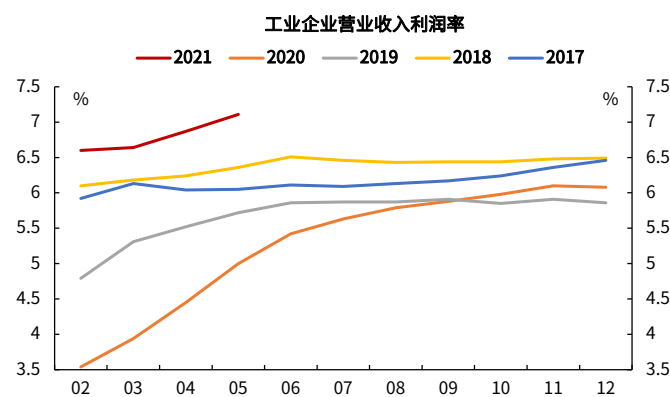
单位：%

图 4：企业运营效率改善，利润率显著提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：企业利润率达到历史较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2 结构：行业利润分化显现，下游消费品行业利润承压

根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游主要包括重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘；中游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；下游产业以中游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，可区分为靠近中游的下游制造业与靠近终端消费的下游消费品业。

5月上下游企业利润继续分化，主要受到需求恢复不均衡、以及上下游产品价格差的影响。

中上游：企业利润普遍增长，利润扩张加快。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上游采矿业和原材料制造业利润增长明显加快。2021年1-5月，采矿业利润同比增长135.5%，比2021年1-4月加快32.5个百分点；原材料制造业利润同比增长111%，两年平均增长32.0%，显著高于规上工业平均水平，带动企业盈利较快增长。其中，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业利润增长较快，两年平均增速均在38%—66%之间，与2021年1-4月相比，中上游行业利润继续维持在高增区间。

下游：制造业保持良好恢复态势，消费品行业恢复相对缓慢。

对于下游制造业，装备制造和高技术制造业继续保持良好态势，2021年1-5月份，计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业利润同比分别增长49.3%、45.5%、38.4%，两年平均分别增长41.8%、16.6%、27.0%，与1-4月利润表现基本持平，处于稳定恢复态势；

对于下游消费品，纺织业、纺织服装、家具制造业利润同比分别增长4.7%、27.9%、44.7%，两年平均分别增长-3.1%、-4.8%、-4.0%，两年平均增速持续为负，成本压力不断加大，仍未恢复到疫情前同期水平。

图 6：行业利润分化显现，下游消费品利润承压

产业链条	行业分类	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05
上游	煤炭开采和洗选业	-27.7	-24.5	-21.1	28.7	16.7	18.2	20.0
	石油和天然气开采	-68.5	-70.8	-83.2	-6.1	-2.7	-2.2	-5.0
	黑色金属矿采选业	46.4	45.0	74.9	134.8	114.4	103.2	91.0
	有色金属矿采选业	9.3	15.1	14.7	28.1	13.6	17.0	28.3
	非金属矿采选业	-1.5	0.8	4.2	11.8	11.8	13.2	14.6
中游	石油、煤炭加工	-52.8	-44.0	-26.5				
	木材加工	-12.4	-12.6	-8.8	-5.2	-3.2	-2.4	0.4
	造纸及纸制品	14.7	15.3	21.2	48.3	41.8	42.1	39.5
	化学原料制造	2.8	10.5	20.9	41.8	38.7	39.1	38.3
	化学纤维	-30.0	-26.3	-15.1	41.8	62.3	72.4	85.8
	橡胶、塑料	23.8	25.3	24.4	37.2	28.8	27.1	23.2
	非金属矿物制品	0.9	1.4	2.7	8.5	5.6	6.3	7.1
	黑色金属加工	-12.9	-9.9	-7.5	56.0	47.0	43.0	42.9
	有色金属加工	5.0	10.1	20.3	114.4	99.6	86.7	65.5
	金属制品	2.3	4.4	4.1	20.1	14.9	17.9	17.3
下游制造业	通用设备	12.0	12.5	13.0	25.7	14.6	17.6	16.6
	专用设备	22.9	23.0	24.4	49.7	26.6	31.2	27.0
	医药制造	8.7	11.9	12.8	31.9	26.1	29.2	34.5
	汽车制造	6.6	7.2	4.0	131.4	36.7	11.1	9.7
	电子设备	12.6	15.7	17.2	179.1	45.8	46.3	41.8
	运输设备	1.5	1.1	-1.5	22.5	7.3	3.4	3.8
	仪器仪表	13.7	13.3	11.6	44.1	18.7	21.4	20.9
	电气机械	3.5	6.6	6.0	29.9	18.9	19.7	15.1
下游消费品	纺织业	7.6	7.5	7.9	-0.7	-7.3	-3.3	-3.1
	纺织服装、服饰	-21.3	-20.8	-21.3	-9.0	-10.0	-5.2	-4.8
	皮毛羽及制品	-22.8	-21.5	-20.7	-10.0	-8.2	-8.5	-9.3
	印刷	-7.6	-5.8	-5.7	3.5	-4.3	-0.1	0.4
	家具制造	-19.7	-17.3	-11.1	0.4	-5.1	-2.8	-4.0
	文娱	-14.2	-13.0	-9.2	-3.0	-0.6	-1.2	-0.9
	农副产品	14.6	8.9	5.9	22.1	19.7	18.3	14.9
	食品制造	10.0	6.0	6.4	5.8	5.1	5.4	6.5
	酒、饮料、茶	5.1	5.6	8.9	13.9	13.1	12.6	11.9
	烟草	28.3	33.3	25.4	29.3	23.5	20.0	21.7

资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年平均增速）

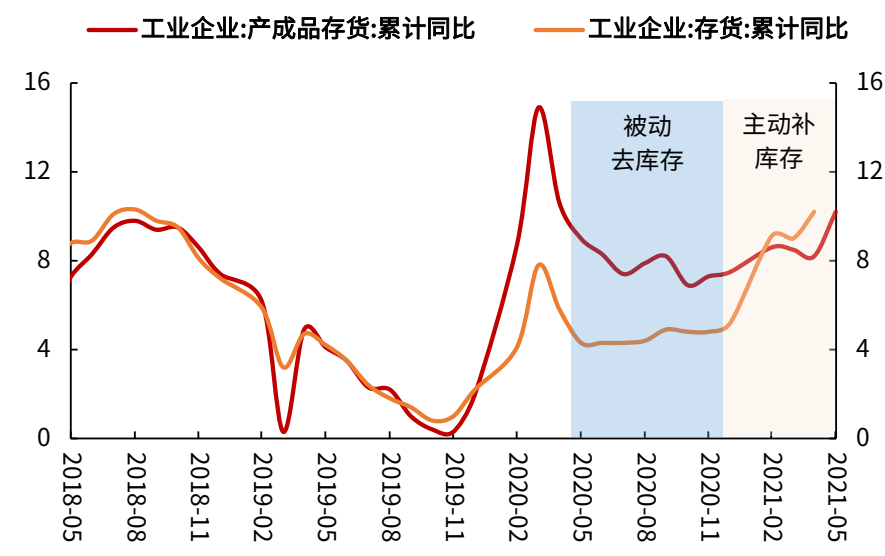
单位：%

1.3 库存：制造业主动补库延续，制造业复苏加速推进

产成品存货同比回升，制造业补库延续。2021 年 5 月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长 10.2%，比 4 月末回升 2 个百分点，2020 年三季度以来，企业经营状态逐步改善，国内外需求持续推动企业供应能力提升，库存周期从“被动去库存”进入“主动补库存”的阶段，推动制造业稳固恢复。

5 月制造业投资复苏进程加速推进，制造业单月投资增速相比于 2019 年同期增长 7.5%，在 4 月份基础上继续提升。考虑到 2019 年同期的基数抬升效应，今年 5 月在高基数下增速依然出现上行，更显复苏韧性。

图 7：产成品存货增速有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：分行业产成品库存分位数情况 (%)

产业链条	行业分类	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	库存状态
房地产、基建	黑色金属	85.6	73.0	66.5	53.5	53.5	56.7	52.6	65.6	64.7	21.4	29.3	38.6	去库存
	有色金属	72.1	28.8	25.6	29.8	31.2	33.0	34.0	46.5	38.1	24.2	37.2	58.6	补库存
食品	农副产品	38.1	32.6	27.9	20.9	27.4	26.5	26.0	36.7	32.6	45.6	50.2	60.5	补库存
	食品	53.5	61.4	55.3	51.2	64.2	17.7	18.6	8.8	12.6	52.6	53.0	51.2	补库存
	酒、饮料、茶	27.0	36.7	15.8	17.7	10.2	8.4	6.5	12.6	17.7	54.0	60.9	60.9	补库存
	烟草	14.0	3.7	1.9	0.9	5.6	1.4	2.3	7.0	22.3	49.3	42.8	25.6	去库存
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	75.3	71.6	69.3	61.9	54.0	48.4	28.4	33.5	37.7	32.1	15.8	11.6	去库存
	纺织服装	36.3	44.2	31.2	15.8	10.7	6.0	2.8	4.2	1.4	3.3	4.7	0.9	去库存
	皮、毛、羽及制品	66.5	67.9	59.1	48.4	68.4	67.0	63.3	62.8	50.7	20.5	35.3	28.4	去库存
	木材加工	64.7	53.5	58.1	51.6	53.5	53.5	48.4	43.3	41.9	57.2	31.2	33.0	去库存
	家具	49.3	40.5	40.5	27.0	40.0	27.9	25.6	28.8	41.9	64.7	44.2	54.4	补库存
	化学纤维	50.7	41.9	68.8	62.3	60.9	53.0	28.8	21.4	26.0	0.9	7.4	35.8	补库存
	造纸	63.3	41.9	19.1	19.1	35.3	43.3	29.3	62.8	40.5	7.9	17.2	28.8	补库存
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	35.3	69.3	49.3	37.7	34.0	60.9	38.6	33.0	27.9	79.1	57.2	23.7	去库存
	通用设备	47.9	51.6	46.5	48.8	52.6	59.5	61.9	57.7	64.7	70.7	64.2	60.9	补库存
	专用设备	54.9	52.6	63.7	57.7	66.0	56.3	55.3	61.9	63.7	88.8	85.1	87.4	补库存
	金属制品	85.1	83.7	71.6	69.3	57.7	52.1	41.9	53.0	60.9	42.8	44.7	52.6	补库存

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_20410