

总量研究

下游制造继续承压，宏观政策亟待发力

——2021年7月工业企业盈利数据点评

要点

事件：1-7月，工业企业利润累计同比增长57.3%，比2019年同期增长44.6%，两年平均增长20.2%；7月份，工业企业利润当月同比增长16.4%，比2019年同期增长39.2%，两年平均增长18.0%。

核心观点：

7月工业企业盈利保持较高增速，但主要由采矿业与原材料制造业贡献，下游制造业持续承压。一，7月国内疫情多点散发，叠加部分地区出现汛情，冲击制造业生产和销售；二，大宗商品价格继续高位运行，上下游价格差仍处高位，下游企业盈利空间不断受到挤压。

向前看，经济恢复不均衡问题短时间内难以缓解，中小企业的成本压力仍在，宏观政策亟待发力。对此，7月30日召开的政治局会议指出，一方面要加大对制造业的支持力度，助力中小企业和困难行业持续恢复；另一方面，继续保持对大宗商品价格关注，先立后破，稳保物价。我们认为，下半年货币将持续放松，财政政策将积极发力，助力实体经济稳固恢复。

驱动：7月工业企业盈利保持较高增速，主要受到三个因素影响。

一是，量的驱动作用在减弱。疫情反复以及极端天气，冲击工业企业的生产销售，7月规上工业增加值同比增长6.4%，增速较6月回落1.9个百分点；1-7月，营业收入累计增长25.6%，增速较1-6月回落2.3个百分点。

二是，价格支撑作用犹在。7月工业品价格高位运行，PPI同比增长9.0%，比6月上升0.2个百分点，PPIRM同比增长13.1%，与6月持平。

三是，利润率略有回落，但依然显著高于历史同期均值。1-7月，规上工业企业营业收入利润率为7.09%，比1-6月略微回落0.02个百分点，同比提高1.46个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.95个百分点。

结构：7月上下游企业利润继续分化，经济复苏不均衡持续存在。

上游采矿业与中游原材料制造业，受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，企业利润增速持续处于高位，成为工业企业利润增长的主要贡献力量；

下游制造业利润增速继续放缓，成本压力不断加大；对于下游消费品业，必选品类稳步复苏，可选品类继续承压，仍未恢复到疫情前同期水平。

此外，私营、小微企业盈利恢复相对较慢，经济效益改善不均衡问题仍较为突出。

库存：补库延续，但库存运行阶段可能已发生切换。2021年7月末，规上工业企业产成品存货同比增长13.0%，比6月末上升1.7个百分点，制造业补库趋势延续，但考虑到工业企业营收增速已呈现见顶回落趋势，制造业库存运行阶段可能已经切换，由主动补库阶段转入被动补库阶段。

从制造业投资数据来看，7月制造业投资复苏进程被打断，以2019年为基数，7月单月增速5.7%，大幅低于6月的12.3%，厂商产能扩张速度也在边际放缓。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebscn.com

相关研报

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？
——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会(2021-08-26)

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五
(2021-08-20)

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评(2021-08-16)

下半年基建投资将迎来持续反弹——光大宏观周报(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期
——2021年7月美国CPI点评(2021-08-12)

5500亿及3.5万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期——《大国博弈》第八篇(2021-08-12)

为什么社融明显弱于市场预期？——2021年7月金融数据点评(2021-08-11)

经济隐忧不减，政策易松难紧——2021年二季度货币政策执行报告点评(2021-08-09)

美国最想减免哪些产品的对华关税？——《大国博弈》系列第七篇(2021-08-04)

财政开始平滑发力，基建投资如何演绎？——《见微知著》第三篇(2021-08-03)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四(2021-07-22)

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评(2021-07-21)

投资消费引领，经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评(2021-07-15)

目 录

一、下游制造继续承压，宏观政策亟待发力.....	3
二、驱动：量的驱动作用减弱，价格支撑作用犹在.....	3
三、结构：结构分化持续显现，下游制造继续承压.....	5
四、库存：补库延续，但库存运行阶段可能已发生切换.....	7
五、展望：经济不均衡犹在，宏观政策亟待发力.....	8

图目录

图 1：7 月工业企业利润保持较高增速.....	4
图 2：工业生产边际回落.....	4
图 3：工业品价格继续高位运行.....	4
图 4：7 月企业利润率略微回落，但仍高于历史同期水平.....	5
图 5：上游采矿业利润率持续上升，制造业利润率回落.....	5
图 6：上下游利润分化持续存在.....	6
图 7：私营企业盈利增速持续低于国有企业.....	6
图 8：私营企业杠杆率上升较多.....	6
图 9：企业利润分化犹在，下游企业持续承压.....	7
图 10：7 月产成品库存增速继续上升.....	8
图 11：7 月制造业单月投资增速大幅下滑.....	8

表目录

表 1：2021 年 7 月，工业企业利润保持较高增速.....	3
----------------------------------	---

一、下游制造继续承压，宏观政策亟待发力

事件：2021年8月27日，国家统计局公布1-7月工业企业盈利数据。1-7月，工业企业利润累计同比增长57.3%，比2019年同期增长44.6%，两年平均增长20.2%；7月份，工业企业利润当月同比增长16.4%，比2019年同期增长39.2%，两年平均增长18.0%。

核心观点：7月工业企业盈利保持较高增速，但主要由采矿业与原材料制造业贡献，下游制造业继续承压。一则，7月国内疫情多点散发，叠加部分地区出现汛情，冲击企业的生产和销售；二则，大宗商品价格继续高位运行，上下游价格差仍处高位，下游企业盈利空间不断受到挤压。

向前看，经济恢复不均衡问题短时间内难以缓解，中小企业成本压力仍在，宏观政策亟待发力。对此，7月30日召开的政治局会议指出，一方面要加大对制造业的支持力度，助力中小企业和困难行业持续恢复；另一方面，继续保持对大宗商品价格关注，先立后破，稳保物价。我们认为，下半年货币将持续放松，财政政策将更加积极发力，助力实体经济稳固恢复。

表 1：2021 年 7 月，工业企业利润保持较高增速

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
	4 月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
2021 年	5 月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	6 月实际值	20.0	66.9	27.9	7.11	11.3
	7 月实际值	16.4	57.3	25.6	7.09	13.0
	相比于 2019 同期	39.2	44.6	20.7	—	—

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：量的驱动作用减弱，价格支撑作用犹在

7月工业企业利润保持较高增速。2021年7月，工业企业利润同比增长16.4%，增速较6月份回落3.6个百分点。与2019年同期相比，利润增长39.2%，两年平均增长18.0%，较6月份上升2.3个百分点，7月企业利润增速保持在较高增速区间。拆分影响企业利润的三因素来看：

一是，量的驱动作用减弱。7月规上工业增加值同比增长6.4%，增速较6月回落1.9个百分点；营业收入累计增长25.6%，增速较1-6月回落2.3个百分点。

7月受疫情反复以及极端天气影响，生产销售均受到一定冲击，驱动企业生产销售边际走弱；

二是，价格支撑作用犹在。7月工业品价格高位运行，PPI同比增长9.0%，比6月上升0.2个百分点，PIRM同比增长13.1%，与6月持平；

三是，利润率略有回落，但仍显著高于历史同期水平。1-7月，规上工业企业营业收入利润率为7.09%，比1-6月略微回落0.02个百分点，比2020年同期提高1.46个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.95个百分点。

图1：7月工业企业利润保持较高增速

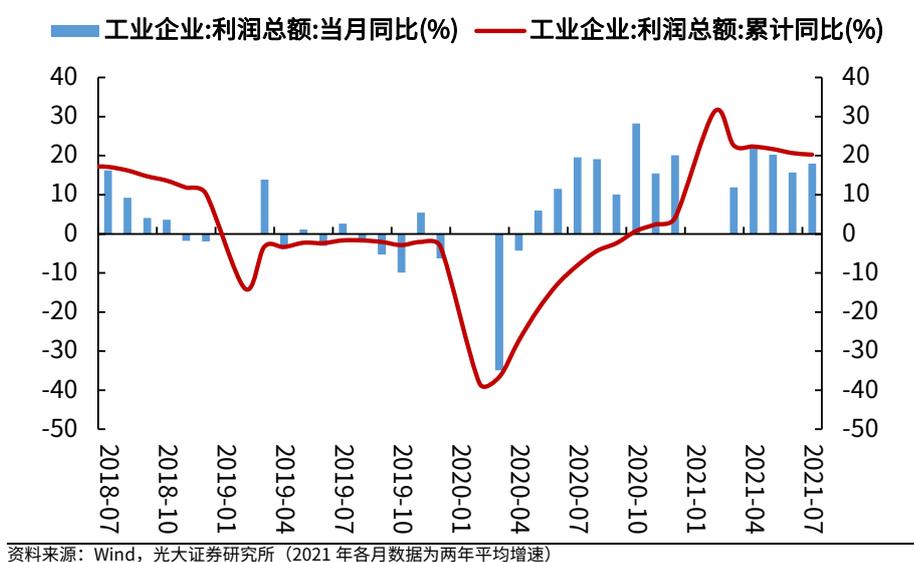


图2：工业生产边际回落

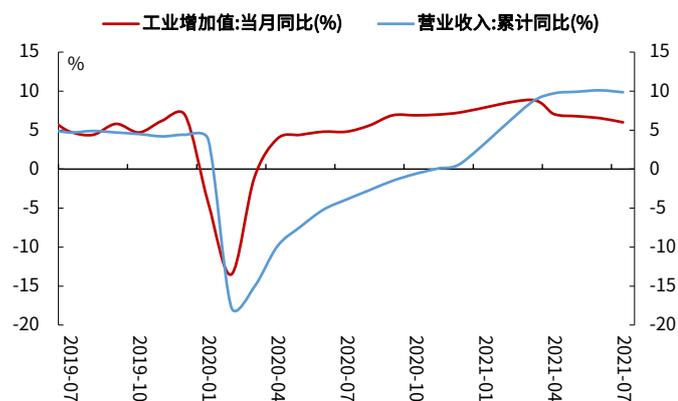


图3：工业品价格继续高位运行

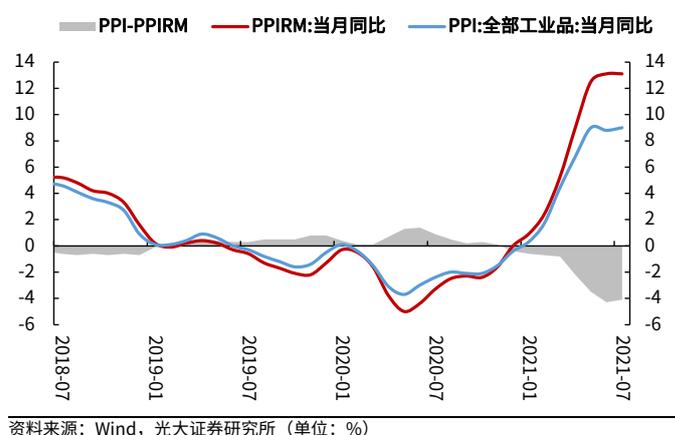
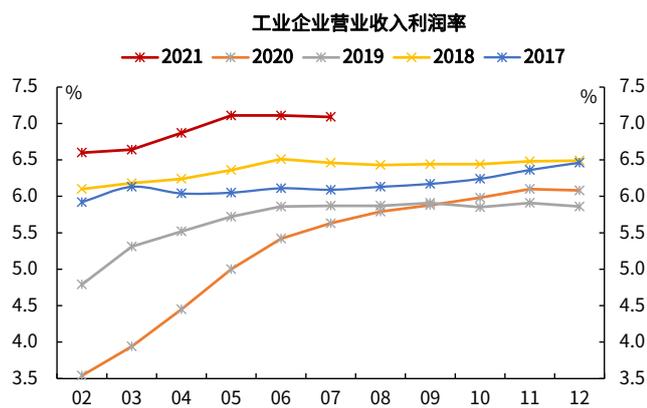
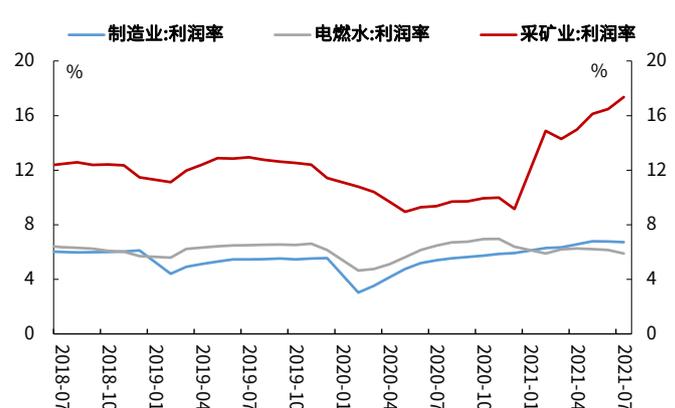


图 4：7 月企业利润率略微回落，但仍高于历史同期水平



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2021 年 7 月）

图 5：上游采矿业利润率持续上升，制造业利润率回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、结构：结构分化持续显现，下游制造继续承压

7 月上下游企业利润分化继续显现，经济恢复不均衡问题仍较为突出。上游采矿业与中游原材料制造业的利润增速持续维持高位，下游装备制造业增速继续放缓，可选品制造业受国内消费复苏进程相对较慢，及疫情反复的干扰，恢复态势依然较差。

上游采矿业与中游原材料制造业：企业利润增速持续维持高位。

受市场需求向好、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继续维持高位。7 月，采矿业、原材料制造业利润同比分别增长 202.8%、50.9%，增速均比 6 月份继续加快，并且明显快于平均水平，成为 7 月工业企业利润增长的主要带动力量。

具体细分行业来看，7 月油气开采、石油加工、煤炭、化工行业利润同比分别增长 384%、216%、211%、107%，均比 6 月份有所加快。

下游装备制造业：增速继续放缓，成本压力加大。

下游制造业是工业企业利润的核心构成，占据工业企业利润比重近 40 个百分点，7 月下游制造业继续边际走弱，成本压力加大。

7 月下游装备制造业利润增速继续放缓。1-7 月份，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 43.2%、25.7%、17.7%，与 2019 年同期相比，两年平均分别增长 35.8%、13.9%、20.9%，相比 1-6 月分别回落 0.2、1.4、4.9 个百分点。

4 月至 7 月的 PMI 新出口指数持续下行，7 月，出口数据出现明显回落信号。向前看，欧美供需缺口逐步收敛，出口进入下行区间，也会拖累装备制造业盈利复苏的进程。

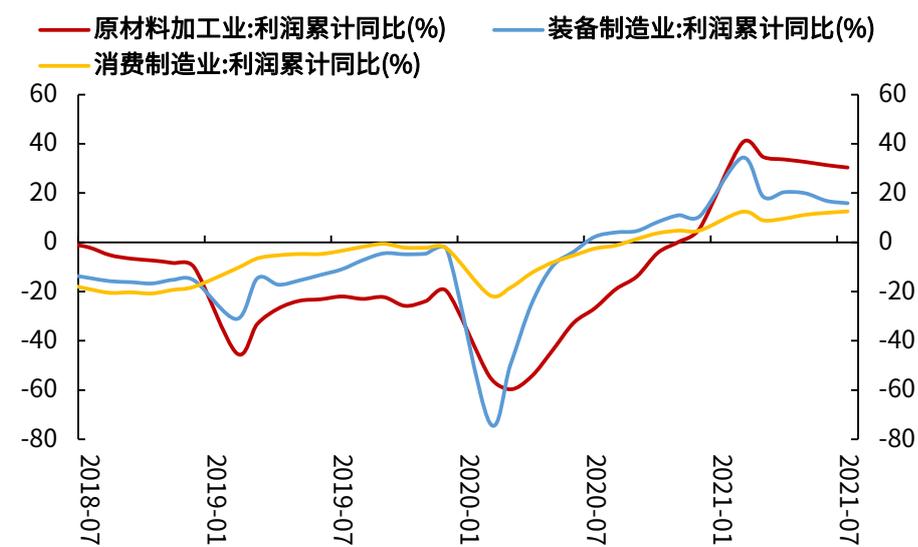
下游消费品业：必选品类有所恢复，可选品类继续承压。

7月消费品内部出现一定的分化，必选品类有所恢复，可选品类继续承压。

在必选品制造业中，1-7月，食品制造与饮料制造同比分别增长7.2%、12.2%，两年平均分别增长7.2%、12.2%，与1-6月基本持平。

而对于可选品制造业，1-7月，纺织服装、皮革羽毛与鞋制造利润同比分别增长9.8%、-1.4%，两年平均分别增长-10.0%、-12.5%，相比于1-6月继续回落，成本压力不断加大，仍未恢复到疫情前同期水平。7月居民消费的复苏进程也被疫情散发所打断，预计防疫工作在三季度会持续收紧，继续拖累消费复苏进程。

图6：上下游利润分化持续存在



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）

此外，上半年小微企业与大中型企业之间的效益改善不均衡问题，在7月份依然较为突出。7月，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国有企业的格局延续，企业之间效益改善不均衡问题仍较为突出。

图7：私营企业盈利增速持续低于国有企业

图例：国有企业:利润同比增长(%) 私营企业:利润同比增长(%)

图8：私营企业杠杆率上升较多

图例：资产负债率:私营企业(%) 资产负债率:国有控股企业(%)

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_25920

