

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

工业企业利润超高增长的可持续性存疑

——工业企业利润怎么看？

相关报告

《10年期美债利率与中国资产定价：识得庐山真面目》——2021-03-29

《美联储议息会议告诉了我们什么：联储“口是心非”吗？》——2021-03-19

《供需，美元与真实利率：大宗商品上涨之惑与中国通胀》——2021-02-04

《2021年出口形势展望：2021年中国出口或受三轮冲击》——2020-12-29

《2021年宏观经济展望：周期的拐点》——2020-11-25

事件：

1-2月全国规模以上工业企业实现利润11,140.1亿元，剔除基数效应后，利润增长水平较去年末的较高增速（同比20%）仍高出40-50%，工业企业利润实现了超高增长。在对工业企业利润进行拆解分析后，我们发现收入增长、成本率下降和费用率下降对工业企业的盈利超高增长都有贡献，但是收入增长、利润率与费用率三项数据都存在背离历史趋势的异常情况，因此1-2月工业企业利润的超高增长可持续性可能存疑。

投资要点：

■ 工业企业利润实现超高增长

1-2月全国规模以上工业企业实现利润11140.1亿元，同比增长1.79倍，即使扣除2020年1-2月近40%的负增长造成的低基数后，当前的利润增长水平较2020年末20%的较快增速仍高出40-50%，也就是如果去年不存在低基数，工业企业利润同比增速仍将高达60-70%，历史罕见——且这种高增长是2021年以来突然出现。

■ 工业企业利润的主要影响因素均对其超高增长有明显贡献。

我们发现，工业企业利润40-50%的超额增长有10%左右来自于收入的增长，有30-40%来自于利润率的增加——而利润率的增长则是成本率的进一步下降以及费用率的大幅度减少所带来的。

■ 数据存在三大异常，工业利润高增可能不可持续

然而，我们发现导致工业企业盈利高增长的三大因素都存在一些异常，其可持续性存疑。1) 1-2月工业企业收入的增长大幅超出工业增加值（量）与PPI（价）的增速，且这种超出呈跳变之势；2) 1-2月工业企业成本率达到三年来的历史新低；3) 费用率较去年12月份出现大幅度下滑，或与多种企业税金1-2月低增长有关。历史数据显示收入跳变式的背离与成本率的大幅下滑之后有回归均值的趋势，而当前过低税收增长在未来也很有可能回升。工业企业超高利润增长持续性存疑。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

内容目录

事件：工业企业利润实现超高增长.....	4
1、 工业企业利润怎么拆.....	5
2、 工业利润高增大概率不可持续.....	5
2.1、 收入背离存在跳变而非渐变.....	6
2.2、 成本率很可能回升.....	7
2.3、 相关税收偏低，未来可能回升.....	7
3、 风险提示.....	9

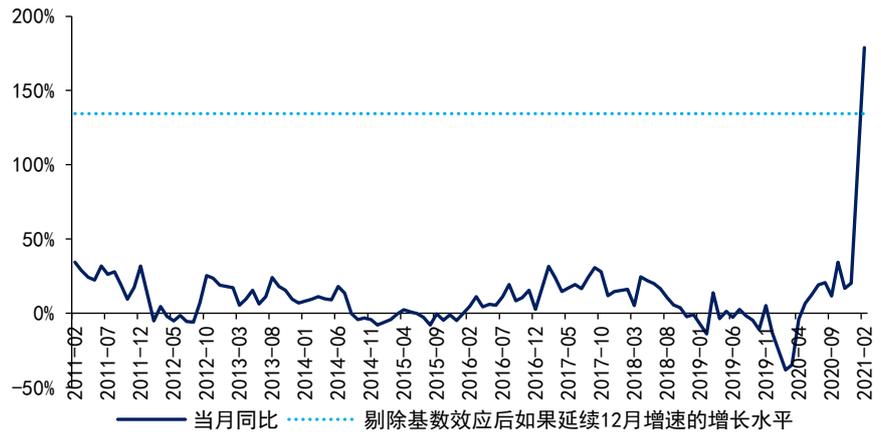
图表目录

图表 1: 1-2 月工业企业利润在去年 12 月基础上实现超高增长.....	4
图表 2: 工业企业利润的主要组成因素.....	5
图表 3: 工业企业收入增速、工业增加值 (VAI) 与 PPI 增速.....	6
图表 4: 工业增加值及 PPI 增速 vs 工业企业应收增速.....	6
图表 5: 季调之后的成本率.....	7
图表 6: 季调之后的费用率大幅下降.....	8
图表 7: 统计局公布费用率 vs 费用及税金附加高度相关.....	8

事件：工业企业利润实现超高增长

1-2月全国规模以上工业企业实现利润 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍，扣除 2020 年 1-2 月近 40% 的负增长造成的低基数后，当前的利润增长水平较 2020 年末 20% 的较快增速仍高出 40-50%。工业企业利润在进入 2021 年以后突然实现了超高增长，引发市场普遍关切。

图表 1：1-2 月工业企业利润在去年 12 月基础上实现超高增长

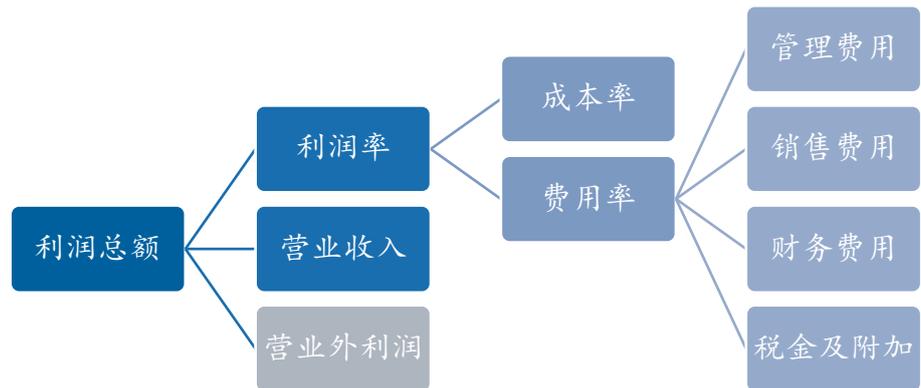


资料来源：Wind, 国海证券研究所

1、工业企业利润怎么拆

为什么 1-2 月的工业企业利润有如此高的增长呢？要回答这个问题，首先需要对工业企业利润总额进行拆分。工业企业利润主要可以拆分为两个部分——利润率与营业收入。而利润率¹又可以进一步拆分为成本率与费用率，费用率主要包含三项费用和税金及附加。

图表 2：工业企业利润的主要组成因素



注：营业外利润占比一般较小，对工业企业利润的影响较为有限。因此我们此处不做详细分析。资料来源：国海证券研究所

我们发现，工业企业利润的超高增长部分有 10% 左右可以由收入的增长所解释，有 30-40% 可以由利润率的增加所解释——而利润率的增长则是成本率的进一步下降以及费用率的大幅度减少所带来的。

- 首先，剔除去年同期近-18%的基数效应后，工业企业收入增速明显高于 2020 年第四季度，大概能够解释 10% 左右的额外增长。
- 其次，工业企业利润率的同比增速在扣除去年同期-25%的低基数后，也远超过去年末的增长水平，大概能够解释工业企业利润 30%-40% 的额外增长。

对利润率做进一步拆分，我们发现：（1）成本率方面，规模以上工业企业成本率在今年 1-2 月份大幅下降显著背离历史趋势，季调后的成本率三年来首次低于 83%；（2）费用率方面，今年 1-2 月份，规模以上工业企业费用率同样出现了明显的下滑。

2、工业利润高增大概率不可持续

我们详细分析了收入高增长、成本率和费用率下滑的历史规律和背后潜在原因，认为这些因素的可持续性可能比较差。

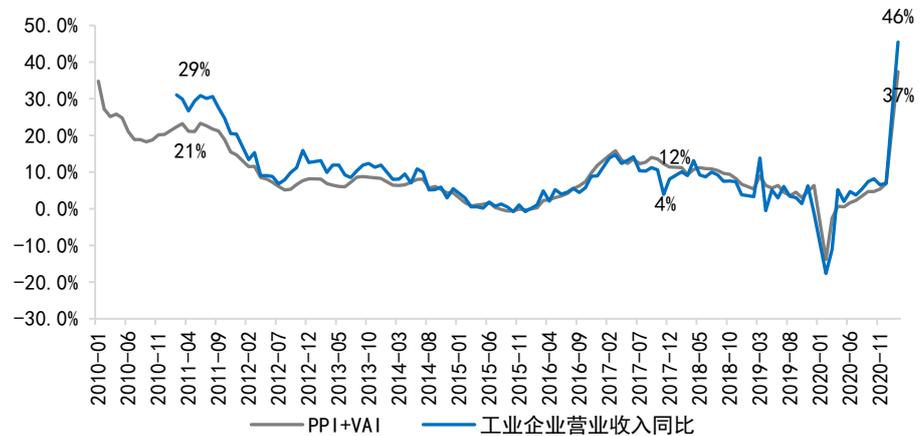
¹ 利润率=1-成本率-费用率

2.1、收入背离存在跳变而非渐变

我们发现 1-2 月工业企业收入的增长不仅仅高，还显著的高于工业增加值和 PPI 的增速之和。观察历史数据，企业营业收入增速与工业增加值（VAI）与 PPI 的增速之和的背离也确实经常出现，当前的背离谈不上过度异常。

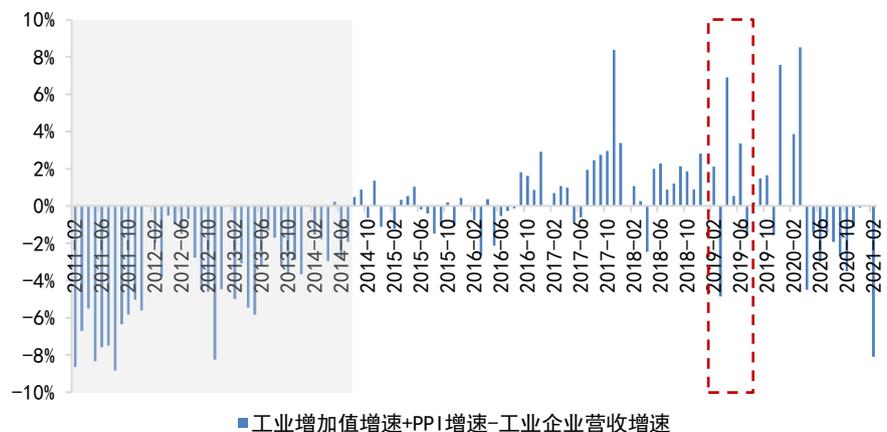
然而仔细研究收入与工业增加值和 PPI 的背离，我们觉得持续背离的可能性不高。背离存在两种情况：渐变与跳变。其中，渐进式背离的阶段（如 2011 年-2014 年中），收入增速与工业增加值与 PPI 增速之和的差距不会在短时间内消失——可能是因为基本面的因素导致收入增速会持续高于工业增加值和 PPI。而出现跳变（如 2019 年 3 月在前一个月两者还高度吻合的情况下，突然间两者的差距就高达 5 个百分点），两种增速间的差距在第二个月份可能就不复存在，甚至出现反向背离。这种情况更可能是因为偶然因素或者统计方面的问题造成。

图表 3：工业企业收入增速、工业增加值（VAI）与 PPI 增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表 4：工业增加值及 PPI 增速 vs 工业企业应收增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

2021 年 1-2 月份的背离属于典型的跳变式背离，未来消失甚至反向波动的可能

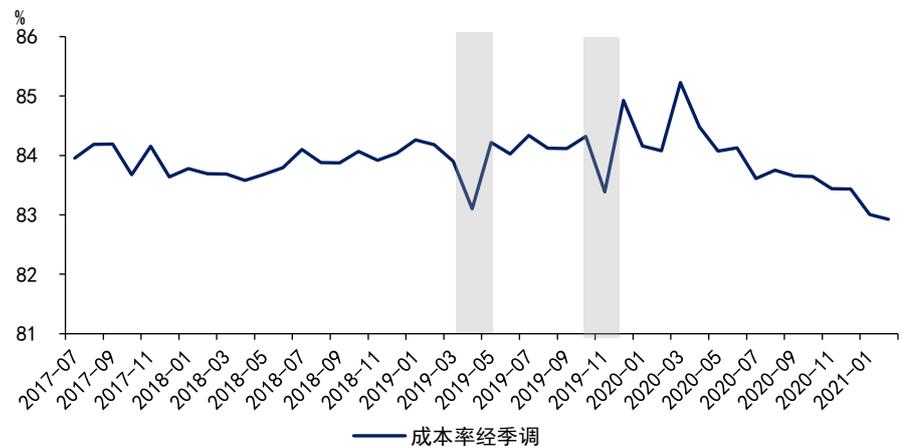
性较高。

2.2、成本率很可能回升

在对成本率进行季调后，我们发现今年 1-2 月份成本率大幅下降，达到三年来的历史新低。

1-2 月成本率的突然的大幅下降也许有一些基本面方面的解释，如工业生产偏旺盛摊薄固定成本、就地过年政策压低人工成本等因素。但是，一方面这些因素不可持续，一方面也可能难以完全解释这种大幅下滑。历史上看这种大幅下滑之后通常会出现向均值回归的现象——例如 2019 年 4 月和 2019 年 12 月。

图表 5: 季调之后的成本率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、相关税收偏低，未来可能回升

导致工业企业盈利增速较高的第三个因素费用率大幅下滑可能与相关税收增速偏低有关，未来如果税收增速回升，可能导致费用率的回升。

费用率指三项费用及税金附加占营业收入的比重。我们注意到费用及税金附加对

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_18595

