

如何理解企业盈利开门红？

——1-2月工业企业盈利数据的背后

核心观点

2021年企业盈利开门红，营收利润率高增、低基数是重要原因，未来大概率渐进下行。库存周期逐步进入弱补库阶段，对增长影响较小。

□ 企业盈利：营收利润率高增带动企业盈利大幅上行

1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额11140.1亿元，同比增长1.79倍（按可比口径计算），比2019年1-2月份增长72.1%，两年平均增长31.2%。

关注营收利润率高增，企业成本费用下降是关键。1-2月份，每百元营业收入中的费用同比减少1.38元，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少1.16元，单位成本降至近年较低水平。成本费用的下降扩大了企业盈利空间，营收利润率的高增是带动企业盈利增长的重要来源。1-2月营收利润率达到了6.6%，是有数据统计以来开年最高水平，制造业营收利润率进一步提升至6.4%，较2020年同期上涨3.27个百分点。行业方面，受国际油价拉动和医药制造业出口持续景气的影响，石油、煤炭及其他燃料加工业和医药制造业营收利润率同比增7.69%和5.67%。

与历史同期比较，营收利润率呈现出高增特征，但环比上看与2020年Q4较为接近，降成本是重要原因。一方面产销积极，大部分行业在2020年末产能利用率已经达到近三年新高，规模经济降低成本；部分企业在2020年年末通过计提资产减值损失等方式丢掉“历史包袱”、降低成本；同时为保持政策的连续性，前期降成本政策部分适当延期，对利润率的改善形成支撑。

经济复位，国内外需求稳定恢复，企业营收大幅上行。2021年经济复位，1-2月国内消费、投资、工业数据表现积极，出口景气也延续强势表现，双重利好凸显终端需求对经济的拉动，工业企业营收表现积极，1-2月同比增长45.5%，两年复合增速为9.4%，达到近年来较高水平，高于同期工业增加值增速（两年复合增速为8.1%），需求景气自然也带动生产、盈利表现较好。

低基数叠加春节就地过年、稳岗留工政策影响，企业利润同比增幅大。一方面，去年年初受疫情影响经济下行幅度大，工业企业利润大幅受挫造成低基数，促使今年同比增速高达72.1%，但去除基数影响，工业企业利润较去年12月的同比增速20.1%和11月的同比增速15.5%，仍有较大幅度的提升，经济微过热现象延续。另一方面，就地过年、稳岗留工政策助力工业企业提前复工复产，1-2月份，规模以上工业企业平均用工人数同比增长3.0%，生产、销售加速使得今年利润同比增幅较大。

□ 企业盈利未来怎么看？

受低基数影响，企业盈利开年高增，预计后续将渐进下行，原因有三：

- 1、经济增长将逐步向潜在增速方向收敛，出口景气也会随着未来海外供需缺口的弥合边际趋弱，终端需求的延续性和上行幅度，企业营收对利润的拉动可能逐步下降。
- 2、阶段性减税降费向制度性减税降费切换，前期“疫情扶持政策退出”可能导致企业经营成本的上升，进而影响企业盈利。
- 3、再通胀逻辑带动大宗商品涨价逻辑已经兑现2个季度，目前看还有一定延续性，后续不论是原材料涨价还是维持相对高位，可能会挤压企业利润空间，影响盈利。

□ 利润结构：出口持续景气，再通胀逻辑持续兑现，利润结构分化

出口持续景气，装备制造业长期市场份额提升，永久性替代效应得到印证。装备制造业利润持续高增，1-2月同比增长7.07倍，两年平均增长55.3%。其中，专用设备制造业、通用设备制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比分别增长3.99倍、3.19倍和58.92倍。全球疫情影响下，中国装备制造业强势出海，宏观具有生产要素优势，中观拥有全门类工业体系、畅通的国内大循环，附加传统制造业持续产业升级、高技术制造业引领等逻辑支持，疫后全球供应链重塑，我国装备制造业长期全球市场份额提升。

再通胀逻辑持续印证，大宗商品价格上行支撑原材料制造业利润改善。1-2月份，原

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

材料制造业利润同比增长 3.46 倍，两年平均增长 46.4%。国内外预期改善，下游需求逐步回暖，企业生产采购活动加快，供需错配带来金属类大宗商品价格上涨，原材料制造业利润得到改善。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业同期由亏转盈，新增利润 577.0 亿元；此外，化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业和有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 4.98 倍、2.71 倍和 2.58 倍。上述 4 个行业合计拉动规模以上工业企业利润同比增长 47.9 个百分点。

□ 弱补库渐进演绎，对增长拉动较小

2 月末规模以上企业产成品存货同比增速 8.6%，前值 7.5%。库存小幅上升，幅度有限，继续印证前期判断。我们此前提出 2020 年 Q4 起将逐步从蓄力阶段进入弱补库阶段，目前来看已经逐步进入弱补库阶段。再通胀带动大宗商品涨价兑现，配合全球供需错配我国的利好，带动煤炭、石油、黑金、有色等相关行业基本面改善，带动上游采矿业、中游原材料业的库存企稳回升。

另外，受益于出口景气和国内经济复位改善内需的双重支持，装备制造业库存持续上行，工业消费品和农业消费品也进入弱补库阶段。当下我国经济受益于两个大循环带来的积极利好，未来需求拉动的持续性和上行空间有限，年内维持弱补库或库存高位震荡概率较高。

此外，多数行业产能利用率在 2020 年 12 月末已经超过疫情前水平，其中化学纤维、电气机械、黑金冶炼、有色冶炼、医药制造已经处于 2018 年以来的最高水平。

弱补库周期可能有哪些影响？首先，弱补库周期对经济增长的拉动有限，从拉动角度来看，对经济增长的边际影响在 0.2 个百分点以内。其次，一般来讲，库存周期的变动对工业品价格、生产、营收、盈利等数据的影响更为显著，供需缺口带来的再通胀逻辑会随着缺口收窄而逐步弱化，配合弱补库周期，我国 PPI 同比高点可能在 Q2 出现，工业生产平稳增长，企业营收和盈利将逐步收敛下行。因此，我们认为，弱补库周期下，后续应更关注工业行业基本面的结构性表现。

风险提示：政策不及预期，经济危机爆发，中美关系超预期恶化，病毒变异

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_18618

