

宏观点评报告

2021 年 3 月 28 日

中上游行业利润上行，密集型出口产品 利润走低

1-2 月工业企业利润点评

核心内容：

- **生产销售旺盛，带动利润上行**我国工业利润增速仍然较高，企业营收曲线上行，工业企业出厂产品增加。1-2 月份规模以上工业企业增加值增速大幅超预期，1-2 月份出口也创出历史新高，企业在订单的支持下生产较为旺盛。
- **生产增速上行，库存小幅增加，终端需求稍显弱势，订单小幅走弱，未来利润会继续回升，但增速会缓慢回落**1-2 月份利润虽然大幅走高，但未来仍然值得注意：(1) 1-2 月份出口创出新高，但劳动密集型产品出口利润不如 2019 年开年，密集型产品出口利润率下行，会影响未来出口增速；(2) 棉花争端正在发酵，对未来棉纺织行业的影响仍然无法估计；(3) 产成品库存上行，说明春节期间库存消化并不理想，同时订单在减弱，产成品库存上行被动多于主动。
- **上游行业利润快速上行，挤压下游利润**1-2 月份，上游行业利润总额占工业企业总额快速上行，这是由于原材料成本的快速走高。由于钢材价格、原油价格处于高位，中游利润占比保持了稳定，下游行业利润遭到挤压。上中下游的利润格局与 2018 年最为相似。
- **上中游行业中化学纤维制造业景气度最高，化学原材料和化学制品业可能高位回落**化学纤维制造业利润修复较好，同时化学纤维制造业的生产处于上行阶段，行业景气度较高。化学原料及化学制品业受到原油价格影响更大，生产在 2020 年末有高位回落的趋势，同时利润修复处于中等水平。
- **黑色产业链的景气度由未来的需求决定**黑色金属矿采选业和黑色金属延压业表现亮眼，黑色金属压延业生产处于高位，黑色采选业生产上行，利润同时也较为可观。我国未来对黑色产品的需求仍然处于观察阶段，尤其是基建的下行和房地产的不确定性使得需求预期下行，而碳中和下的生产预期下行仍然有不确定性。
- **下游行业中仪器仪表行业和计算机、通信和其他电子行业景气度最好**仪器仪表行业景气度可观，生产处于持续上行阶段，同时利润快速上行。计算机、通信和其他电子设备也利润修复最好，其生产从 2020 年 11 月开始恢复，处于上行阶段。
- **造纸行业和汽车行业景气度是否持续需要验证，医药行业利润率不高**造纸行业利润修复较好，生产较为平稳。汽车行业生产高位回落，利润稳定修复。医药制造业景气度仍然较高，医药行业生产处于较高的水平，利润水平较为平稳。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

2021 年 1-2 月份工业企业实现利润总额 11,140.1 亿元，同比增长 178.9%，比 2019 年 2 月上行了 57.4%。

一、生产销售旺盛，带动利润上行

我国工业利润增速仍然较高，企业营收曲线向上，工业企业出厂产品增加。1-2 月份规模以上工业企业增加值增速大幅超预期，1-2 月份出口也创出历史新高，企业在订单的支持下生产较为旺盛。

企业成本收入略有下行，企业收入好转下，企业成本也有所下滑。这种下滑可能主要是由人力资本带来的，原材料上行速度并不慢，财务费用持续增加，人力成本可能下降。由于成本上行速度慢于收入，1-2 月份利润收入高于往年平均水平。2021 年 1-2 月份成本收入比 120.6，仍然处于相对高位。1-2 月份利润收入比 6.6，高于 5 年平均水平 5.34。

产品出厂价格 1-2 月份快速上行，拉动利润上行。2 月份工业产成品出厂价格 PPI 同比 1.7%，环比上行 0.8%，上半年预计产成品出厂价格会持续上行。

2021 年开年企业利润大幅上行，价格因素占比较高，上游行业利润增速走高，同时出口产业利润略有下滑。产成品库存仍然有 8.6% 的增速，比上月上行 1.1 个百分点，春节由于就地过年，库存消化并不理想。

生产增速上行，库存小幅增加，终端需求稍显弱势，订单小幅走弱，未来利润会继续回升，但增速会缓慢回落。本月利润虽然大幅走高，但仍然值得注意：(1) 1-2 月份出口创出新高，但劳动密集型产品出口利润不如 2019 年开年，密集型产品出口利润率下行，会影响未来出口增速；(2) 棉花争端正在发酵，对未来棉纺织行业的影响仍然无法估计；(3) 产成品库存上行，说明春节期间库存消化并不理想，同时订单在减弱，产成品库存上行被动多于主动。

图 1：营业收入和成本单月变化（%，亿元）

图 2：企业利润继续上行（%）

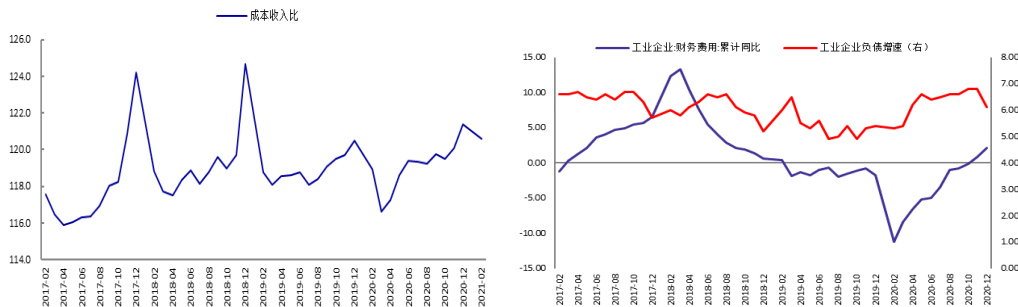


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：工业企业成本收入比（%）

图 4：企业财务费用稳步上行（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

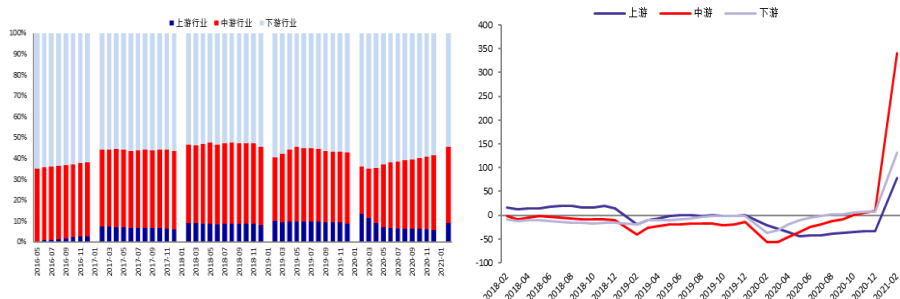
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、上游行业利润快速上行，挤压下游利润

1-2 月份，上游行业利润总额占工业企业总额快速上行，这是由于原材料成本的快速走高。由于钢材价格、原油价格处于高位，中游利润占比保持了稳定，下游行业利润遭到挤压。1-2 月份上游行业利润占比上升至 8.9%，回到了供给侧改革后的水平。中游行业利润占比 36.5%，高于 2019 年的平均水平，中游行业利润在 2020 年不断提高。不同于 2020 年下游行业利润占比 60% 以上的情况，2021 年开年下游行业利润占比回落至 54.6%。上中下游的利润格局与 2018 年最为相似。

图 5：上游行业利润占比上行（%）

图 6：中游行业利润恢复速度最好（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、化学纤维景气度最好

行业利润曲线的变化最终会终于上游行业，即下游行业和中游行业利润增速趋平稳，上游行业利润增速上行，这种情况已经在 1 季度到来。这也意味着规模以上工业利润增速上行动能即将耗尽，疫情后经济恢复逻辑结束。

从行业上来看，由于大宗商品价格上行，1-2 月份黑色金属采选、石油煤炭其他燃料加工、石油天然气开采、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工利润恢复最好。中上游行业修复也较为可观，黑色行业利润修复明显，设备类、化纤制造利润增速也同比上行。

下游劳动密集品行业利润增速减缓，纺织服装服饰、皮革毛皮羽毛利润下行。下游行业利润增速对比 2019 年上行的并不理想。

从行业本身来看，黑色金属矿采选业和黑色金属延压业表现亮眼，黑色金属压延业生产处于高位，黑色采选业生产上行，利润同时也较为可观。我国未来对黑色产品的需求仍然处于观察阶段，尤其是基建的下行和房地产的不确定性使得需求预期下行，而碳中和下的生产预期下行仍然有不确定性。

化学纤维制造业利润修复较好，同时化学纤维制造业的生产处于上行阶段，行业景气度较高。

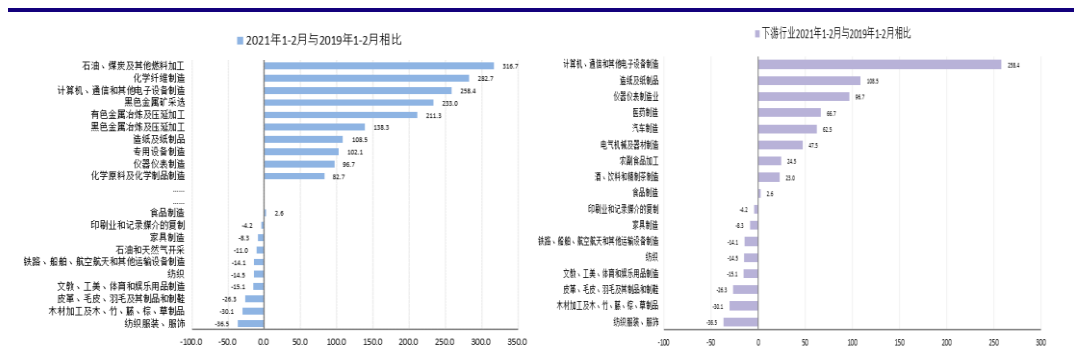
化学原料及化学制品业受到原油价格影响更大，生产在 2020 年末有高位回落的趋势，同时利润修复处于中等水平。

下游行业来看，计算机、通信和其他电子设备业利润修复最好，其生产从 2020 年 11 月开始恢复，处于上行阶段。医药制造业景气度仍然较高，医药行业生产处于较高的水平，利润水平较为平稳。仪器仪表行业景气度可观，生产处于持续上行阶段，同时利润快速上行。造纸行业利润修复较好，生产较为平稳。汽车行业生产高位回落，利润稳定修复。

综上，中上游行业中，化学纤维制造业景气度最高，黑色产业链的景气度由未来的需求决定，化学原材料和化学制品业可能高位回落。下游行业来看，仪器仪表行业和计算机、通信和其他电子设备行业景气度最好。造纸行业和汽车行业景气度是否持续仍然需要后续数据予以验证。

图 7：上中游行业利润增速最快（%）

图 8：下游行业中计算机电子通讯利润恢复最好（%）

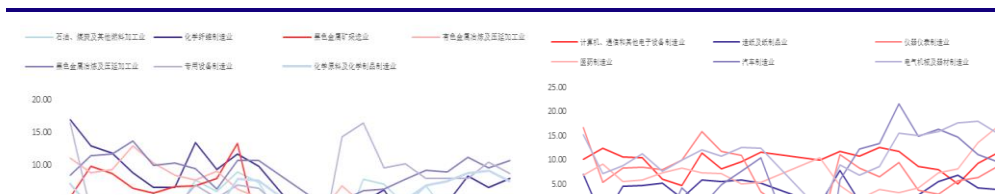


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：上中游行业生产（%）

图 8：下游行业生产（%）



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_18698

