

## 经济热度不减，中上游利润加速回升

——2021年1-2月工业企业利润数据的点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

**事件：**2021年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178.9%，相比2019年1-2月份增长72.1%，两年平均增长31.2%，为近年来同期较高水平（见图1），企业效益持续改善，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。

### 一、量增、价升、成本降叠加低基数，共致利润保持高增

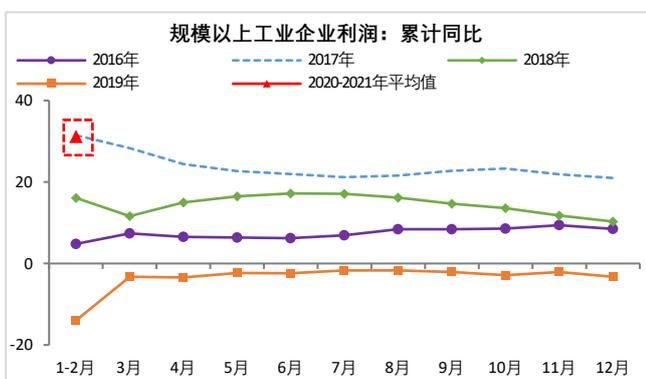
**一是量的方面**，受益出口高景气和就地过年政策，工业生产维持强劲，为盈利改善创造了有利条件。如2020-2021年1-2月份规模以上工业增加值两年平均增长8.1%，为2015年以来同期最高水平，且今年1-2月份工业增加值环比增速亦强于历史均值，表明工业生产边际也在改善。

**二是价格方面**，受益大宗商品价格继续回升，1-2月份工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别增长1%、1.4%，较去年12月份分别提高1.4和1.9个百分点，是推动工业利润改善的重要原因（见图2）。

**三是成本方面**，受益产销双旺，压力明显缓解。1-2月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为82.92元，是近十年来的最低水平，同比去年减少1.16元；同时每百元营业收入中的费用同比亦减少1.38元。

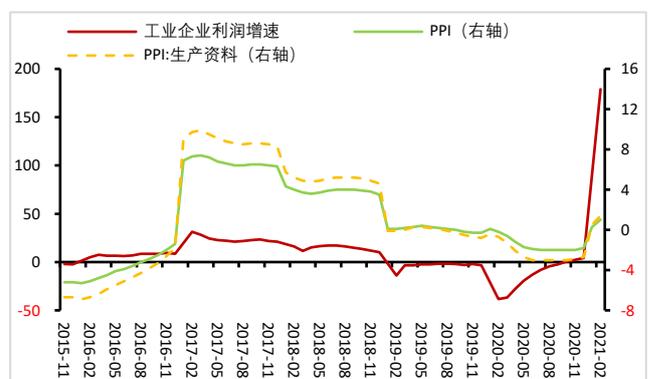
**四是低基数效应**也是今年利润增速读数偏高的主要原因之一。如2019年1-2月份规模以上工业利润增速为-14%，去年基数已明显低于往年同期；受疫情冲击影响，2020年1-2月份工业利润同比再度大幅下降38.3%，进一步拉低了今年的基数。

图1：1-2月工业企业利润保持高增



资料来源：WIND，财信研究院

图2：工业企业利润增速受PPI影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

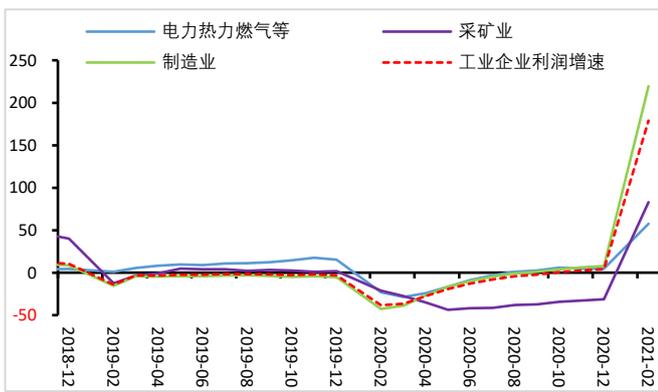
## 二、中、上游行业利润拉动作用突出，新旧动能转换继续加快

一是从三大门类看，采矿业和制造业是利润改善的主因(见图3)。1-2月份制造业、采矿业和电力热力燃气及水的生产供应业两年平均利润增速分别为 35.3%、20.2%和 10.0%，前两者明显高于后者。

二是从制造业内部看，上游原材料和中游装备制造业的拉动作用尤为突出，下游消费品行业利润修复偏慢(见图4)。如受益国内外需求回升和价格上涨，1-2月份原材料制造业利润同比增长 3.46 倍，两年平均增长 46.4%，高出同期全部制造业 11.1 个百分点；受益于出口强劲和投资需求回暖，中游装备制造业利润同比增长 7.07 倍，两年平均增长 55.3%，高出同期全部制造业 20 个百分点；相比之下，受国内消费恢复偏慢拖累，下游消费品制造业利润改善最慢，两年平均增速要低于全部制造业 16.2 个百分点。具体分行业看，上游石油加工、化学原料、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大行业利润改善明显，合计拉动规模以上工业企业利润同比增长 47.9 个百分点；中游汽车、铁路船舶等运输设备、计算机通信电子设备制造两年平均增速均在 150% 以上(见图5)。

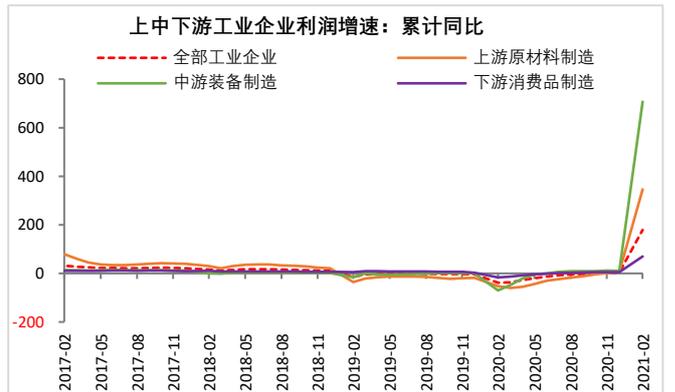
三是高技术制造业利润持续领跑。1-2月份高技术制造业利润同比增长 3.08 倍，两年平均增速为 60.2%，高于同期全部制造业 24.9 个百分点(见图6)。

图 3: 采矿业和制造业是利润改善主因



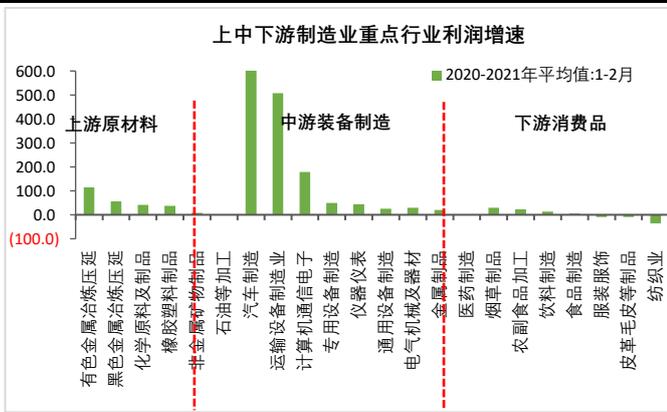
资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 制造业上中下游利润增速变化



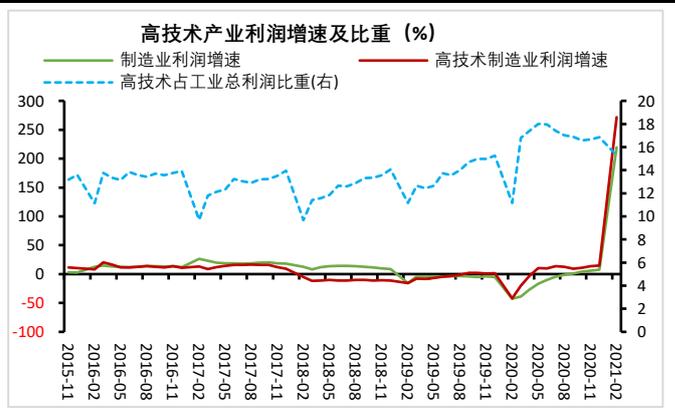
资料来源: WIND, 财信研究院

图 5: 制造业上中下游重点行业利润增速变化



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 高技术制造业利润增速仍领跑全部工业



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

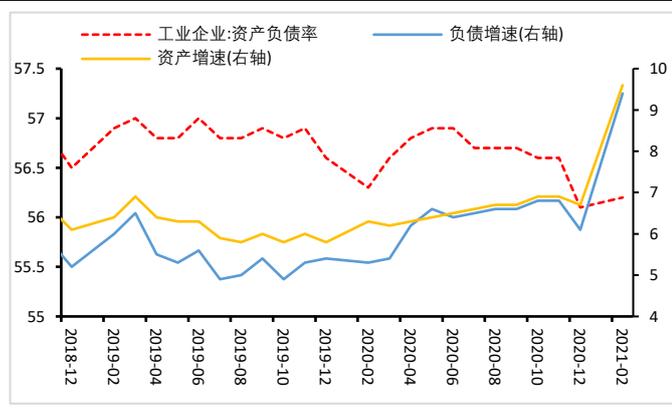
### 三、盈利改善驱动私企加杠杆，但国企和外企仍在去杠杆

2021年2月末，工业企业资产负债率为56.2%，较2020年末小幅提高0.1个百分点，较去年同期降低0.1个百分点（见图7）。

从资产和负债增速看，受企业投资意愿回升和去年基数偏低影响，两者均明显回升，是导致本月资产负债率环比提高的主因（见图7）；但随着未来数月基数提高，加上国内流动性退潮，预计工业企业资产与负债增速或趋于回落，企业有望重回去杠杆通道。

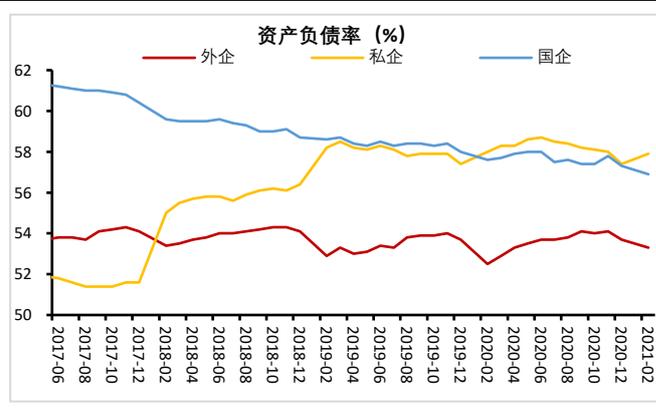
分企业类型看，盈利改善驱动私企加杠杆，是本月工业企业资产负债率提高的主要贡献力量；同期国企和外企资产负债率延续回落趋势，表明流动性退潮大背景下，企业杠杆率或难以长期大幅回升。具体看，2月末私企、国企和外企资产负债率分别为57.9%、56.9%和53.3%，较2020年末分别提高0.5、降低0.4和降低0.4个百分点（见图8）。

图7：工业企业杠杆率环比小幅回升



资料来源：WIND，财信研究院

图8：私企加杠杆是工业企业资产负债率回升主因



资料来源：WIND，财信研究院

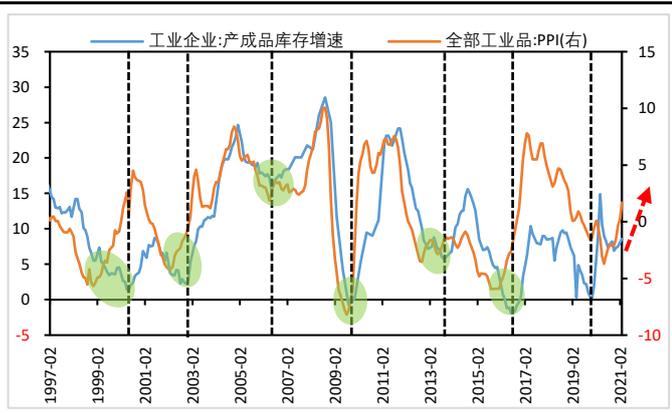
### 四、PPI加速回升无悬念，工业补库存未完待续

2021年2月末，工业企业产成品存货同比增长8.6%，增速较2020年末大幅提高1.1个百分点（见图9），连续4个月回升。展望未来，在国内外需求持续修复、PPI价格回升和部分行业库存仍处于低位的背景下，预计企业补库存周期未完待续。

一是国内外需求持续改善，PPI加速回升无悬念，对企业补库存形成重要支撑。根据历史经验，PPI增速与工业库存增速走势高度一致，且前者略领先于后者（见图9）。目前从非金融企业杠杆率、PMI等多个领先指标看，预计到2021年三季度PPI增速都会维持高位，意味着国内补库存周期也将大概率延续至三季度前后。

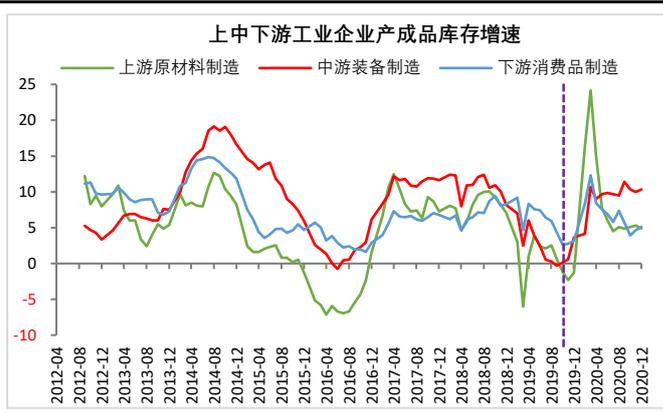
二是上游和下游库存增速仍处于相对低位，也有利于工业库存继续提升。分制造业上中下游库存数据看，受疫情冲击下，上游原材料和下游消费品制造业库存一度积压严重，2020年2季度以来两者持续处于去库存之中，目前两者库存增速均已处于相对低位（见图10）。而随着大宗商品价格回升、下游服务消费回暖，上游原材料和下游消费品制造业有望成为未来工业库存上行的后劲所在。

图 9: 工业补库存或未完待续



资料来源: WIND, 财信研究院

图 10: 上中下游制造业产成品库存增速 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

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\\_19241](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19241)

