

上游仍是拉动利润再提速主力

——2021年1-4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1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额25943.5亿元，同比增长1.06倍，两年平均增长22.3%，为近年来同期较高水平（见图1）；从边际变化看，4月份规上工业企业利润两年平均增速为22.6%，比3月份加快10.7个百分点，企业利润延续较快增长态势、增速稳中有升。

核心观点：在出口带动工业生产走强、PPI价格大幅回升和企业单位成本同比下降的共同支撑下，4月份工业企业利润两年平均增速高达22.6%，比3月加快10.7个百分点。分行业看，受益国内外需求改善、大宗商品价格上涨，1-4月份上游采矿业利润两年平均增速较上月加快1.4个百分点，上游原材料制造业利润同比增长3.66倍，对规模以上工业利润的贡献率达43.3%，较1-3月份提高5.8个百分点，两者仍是工业利润拉动主力；同期受成本上升、国内消费改善偏慢影响，中游装备制造业利润增速继续趋降，多数下游消费品制造业利润改善也有限。预计二季度工业企业利润有望延续较快恢复态势，但增速或趋稳、趋缓。此外，受国内货币退潮影响，本月国企加杠杆步伐继续趋缓；同时高原材料价格下企业补库有所迟疑，加上去年同期基数偏高，拖累库存增速短期内继续回落，但PPI回升大趋势下工业补库周期或仍未完待续。

一、量增、价升、成本降，共致利润修复再提速

一是量的方面，受益出口走强和国内投资需求持续修复，工业生产边际提速，为盈利改善创造了有利条件。如1-4月份规模以上工业增加值两年平均增速为6.8%，较上月加快0.6个百分点，处于近年来同期偏高水平。

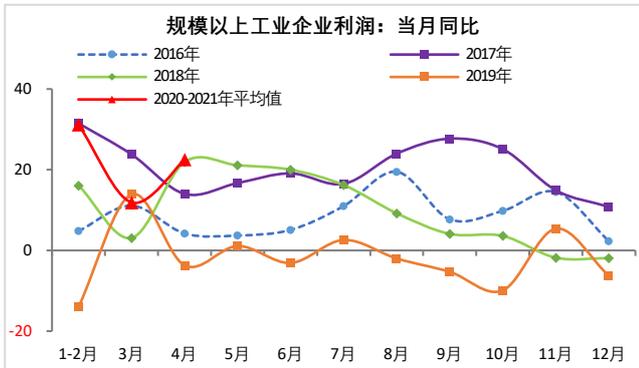
二是价格方面，受国际大宗商品价格上涨影响，1-4月份工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别增长3.3%、4.4%，较1-3月份分别大幅提高1.2和1.6个百分点，是推动工业利润改善的重要原因（见图2）。

三是成本方面，受益产销双旺和上游利润率改善，工业企业单位成本压力继续缓解。如1-4月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少1.39元，同比降幅较上月继续有所扩大。其中，受益大宗商品价格上涨，上游行业的单位成本改善尤为突出，如采矿业和原材料制造业每百元营业收入中的成本分别同比大幅减少4.86和3.61元。

预计未来工业企业利润有望延续较快恢复态势，但增速或高位趋稳趋缓。一方面，受疫苗接种范围扩大和低基数效应影响，国内PPI价格和服务消费大概率继续向上修复，对工业利润形成较强支撑。但另一方面，大宗商品价格高位运行将加大中下游企业成本

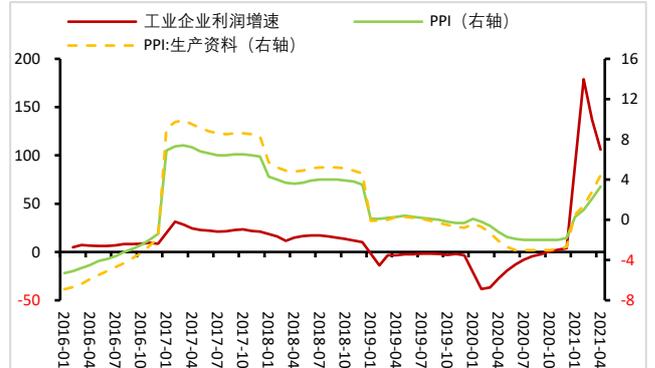
压力；加之国际形势错综复杂下出口继续大幅走强概率不大，对生产的拉动作用或边际趋弱；企业效益改善不平衡矛盾依旧突出，或共同制约利润修复高度。

图 1：4 月份工业企业利润修复再提速



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

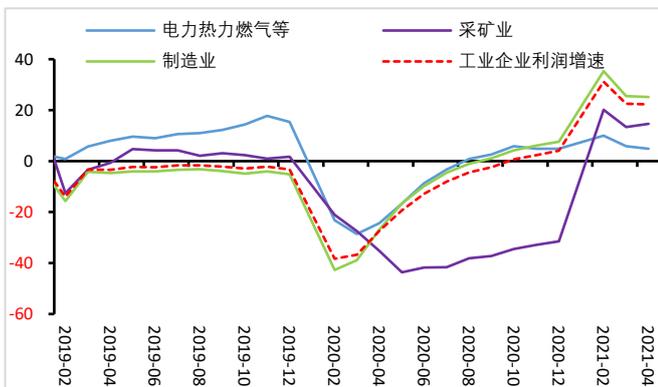


资料来源：WIND，财信研究院

二、上游仍是拉动工业利润提速主力，中下游利润面临成本压力

一是从三大门类看，采矿业和制造业是工业利润改善主因（见图 3）。1-4 月份制造业、采矿业和电力热力燃气及水的生产供应业利润两年平均增速分别为 25.5%、14.7% 和 5.8%，制造业高于全部工业 3.2 个百分点，采矿业增速比 1-3 月加快 1.4 个百分点。

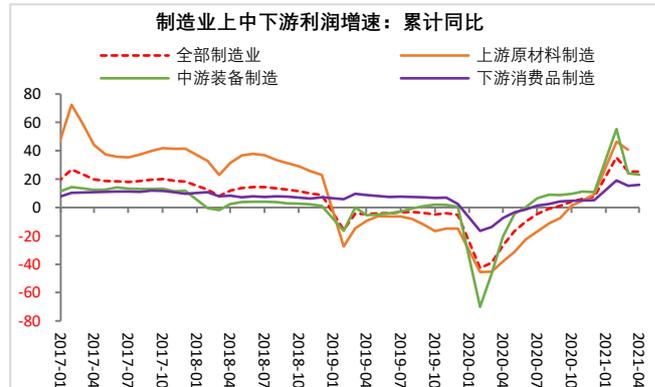
图 3：采矿业和制造业是工业利润改善主因



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为两年平均增速

图 4：制造业上中下游利润增速



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为两年平均增速

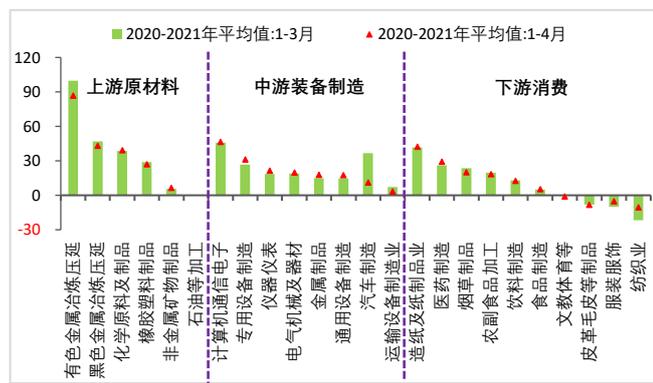
二是从制造业内部看，上游利润拉动作用依旧最强，中下游利润受成本制约改善有限。其一，在国内外需求持续回暖和大宗商品价格上涨等因素带动下，1-4 月份原材料制造业利润同比增长 3.66 倍，明显高于规模以上工业平均水平；拉动规模以上工业利润增长 45.9 个百分点，贡献率达 43.3%，较 1-3 月份提高 5.8 个百分点。其二，受益出口走强，本月多数中游行业利润保持良好增势（见图 5）；但原材料成本上涨的挤占效应已有所显现，1-4 月中游装备制造业两年平均增速较 1-3 月继续回落 0.9 个百分点至 23.2%（见图 4），回落幅度高于规模以上工业平均水平。其三，1-4 月下游消费品制造业两年平均增长 15.9%，比 1-3 月加快 0.5 个百分点（见图 4），但这主要源于国外防疫产品需求大增下，医药制造业利润两年平均增速比一季度加快 3.1 个百分点（医药制造

业利润占消费品制造业利润比重超 2 成); 同期受国内消费修复偏慢、成本压力增加的影响, 其他消费品制造业利润改善并不明显, 部分行业两年平均增速仍为负(见图 5)。

另外, 值得注意的是本月多数上游原材料制造业行业两年增速高位有所放缓(见图 5), 或主要源于大宗商品价格上涨导致原材料进口成本增加, 侵蚀了部分进口依赖度较高的原材料制造业企业利润。但总体上, 多数上游原材料制造业增速仍远高于中下游行业, 导致上游的利润占比继续扩大。

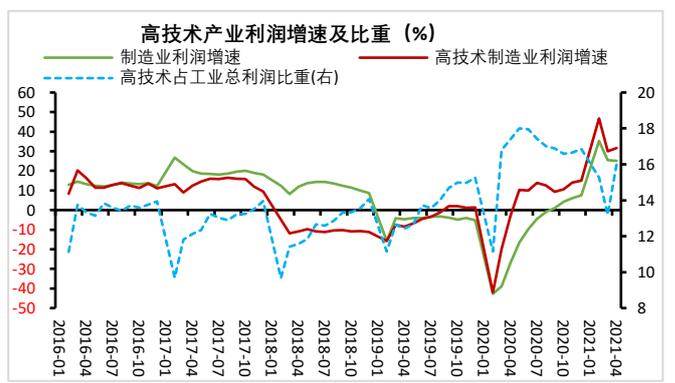
三是高技术制造业利润持续领跑。1-4 月份高技术制造业利润两年平均增速为 38.9%, 比 1-3 月份加快 2.1 个百分点, 高于同期全部制造业 16.6 个百分点(见图 6)。

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持续领跑



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致, 2021 年数据为两年平均增速

三、货币退潮下国企加杠杆步伐继续趋缓

2021 年 4 月末, 工业企业资产负债率为 56.3%, 较去年同期降低 0.5 个百分点(见图 7), 企业加杠杆步伐继续趋缓。

从资产和负债增速看, 两者均较上月有所回落, 但后者回落程度更大(见图 7), 表明国内流动性退潮是企业杠杆率回落的主因。如 4 月末规模以上工业企业资产和负债增速分别为 9.4% 和 8.6%, 分别较 3 月末回落 0.2 和 0.8 个百分点。

图 7: 工业企业杠杆率同比回落 0.5 个百分点

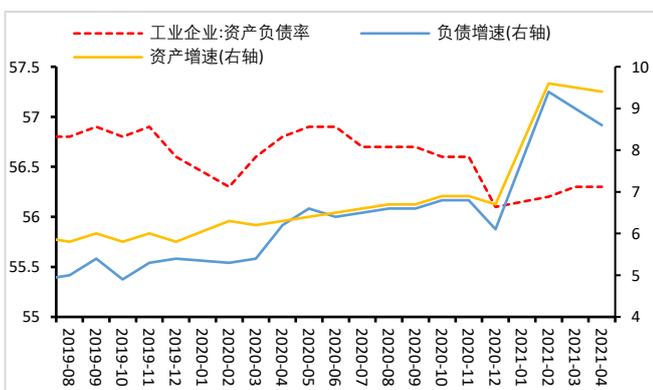
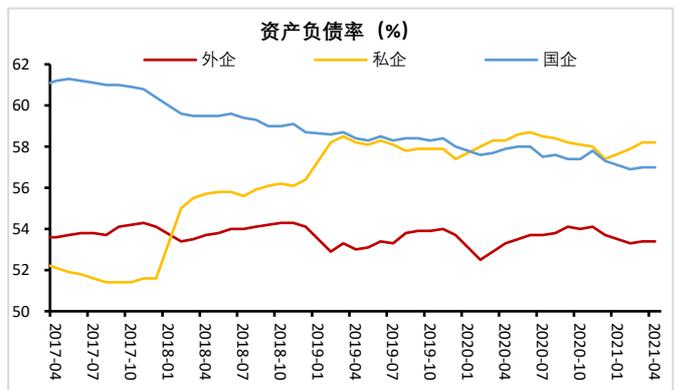


图 8: 国企是工业企业资产负债率同比回落主因



资料来源: WIND, 财信研究院

资料来源: WIND, 财信研究院

分企业类型看, 国企加杠杆放缓是本月工业企业资产负债率同比下降的主因, 同期私企资产负债率同比仅小幅回落, 外企资产负债率同比还有所提高, 表明国内对中小微企业的政策支持力度不减, 年内企业去杠杆节奏或整体偏温和。具体看, 4月末国企、私企和外企资产负债率分别为 57%、58.2%和 53.4%, 较去年同期分别降低 0.9、降低 0.1 和提高 0.1 个百分点(见图 8)。

四、库存增速短期回落, 不改补库周期未完待续趋势

2021 年 4 月末, 工业企业产成品存货同比增长 8.2%, 增速较上月末继续回落 0.3 个百分点(见图 9)。工业产成品库存增速回落: **一是受疫情扰动影响**, 去年同期基数较高, 不利于今年产成品库存增速提高较多, 如 2020 年 4 月份工业产成品库存增速高达 10.6%, 为去年第二高位; **二是受近期原材料价格上涨较多和国内下游消费修复偏慢影响**, 短期内企业补库意愿有所下降, 但 4 月份外需超预期走强, 企业销售加快, 导致产成品库存增速有所下降。

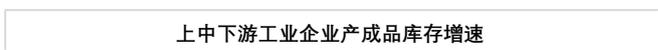
展望二、三季度, 在国内外需求持续修复、PPI 价格回升和部分行业库存仍处于低位的共同支撑下, 预计工业企业补库存周期未完待续。**一是国内外需求持续改善, PPI 加速回升无悬念, 对企业补库形成重要支撑。**根据历史经验, PPI 增速与工业库存增速走势高度一致, 且前者略领先于后者(见图 9)。目前从非金融企业杠杆率、PMI 等多个领先指标看, 预计到 2021 年三季度 PPI 增速都会维持高位, 意味着国内补库存周期也将大概率延续至三季度前后。

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处于历史相对低位(见图 10)。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



图 10: 上中下游制造业产成品库存增速 (%)



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_19797



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn