

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

市场可能低估了工业企业盈利的持续性

——1-4月工业企业利润点评

2021年5月28日

事件: 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; 规模以上工业企业实现营业收入 37.78 万亿元, 同比增长 33.6%。

点评:

- **工业企业利润同比持续向好。**企业利润两年平均增长为 22.6%，较 3 月份增速仅回落 0.3 个百分点。因此剔除基数的影响，4 月工业企业利润增速依然维持在较高水平。根据三因素框架分析本期工业企业利润，量平，价升，利润率同比高增。4 月份，规模以上工业增加值两年平均增长 6.8%，与上月持平。PPI 同比增长 6.8%，较上月加快 2.4 个百分点。利润率为 6.87%，同比提高 2.42 个百分点。
- **分行业来看，上游采选业和中游原材料加工业利润高增。**上游采选业利润同比增长 1.06 倍，中游原材料加工业同比增长 2.14 倍。国内经济持续向好，海外强势复苏，以及产品价格上升支撑上游中游利润的大幅增长。虽然下游制造业同比增速低于中上游，但考虑到 2020 年同期下游制造业基数较高，其实际利润表现依然较强。
- **中上游利润占比较高的情况或将延续。**对比 2020 年 11 月以来的各大类行业利润的占比，4 月上中游占比大幅提高，而下游占比受到了挤占。在企业利润持续同比增长较快的背景下，占比的变化意味着复苏的不均匀。对比 2017 年以来的数据，中上游的利润占比达到了近年的高点。2018 年 2 月，上游和中游的占比之和达到 48.4%，较今年 4 月高出 0.3 个百分点。2018 年第一季度中上游利润占比较高，源于 2017 年供给侧改革影响下大宗商品价格的提升。而当时 PPI 同比增速最快的月份是 2017 年前半年，中上游利润占比的高点与之相比晚了半年。因此，我们判断，如果消费需求短期内不出现明显增长，中上游利润占比较高的情况预计将会延续。
- **工业企业利润有望延续高景气的态势。**海外供需缺口依然存在，叠加印度等地疫情再次蔓延，2021 年中国出口份额有望继续上升，出口的景气将对企业利润形成支撑。另外，PPI 的同比增速预计在二、三季度维持在较高水平，带动中上游行业利润。但是，也要看到各类企业效益改善程度的分化较大。大宗商品价格的上涨会加大下游企业成本压力，可能对整体利润的修复造成拖累，但总体利润有望继续改善。
- **风险因素:** 海外疫情的不确定性，政策超预期变化。

目录

一、工业企业利润同比持续向好.....	3
二、企业利润的结构特点.....	4
三、中上游库存处于相对低位，主动补库存将持续.....	5
四、工业企业利润有望延续高景气的态势.....	6
风险因素.....	7

图目录

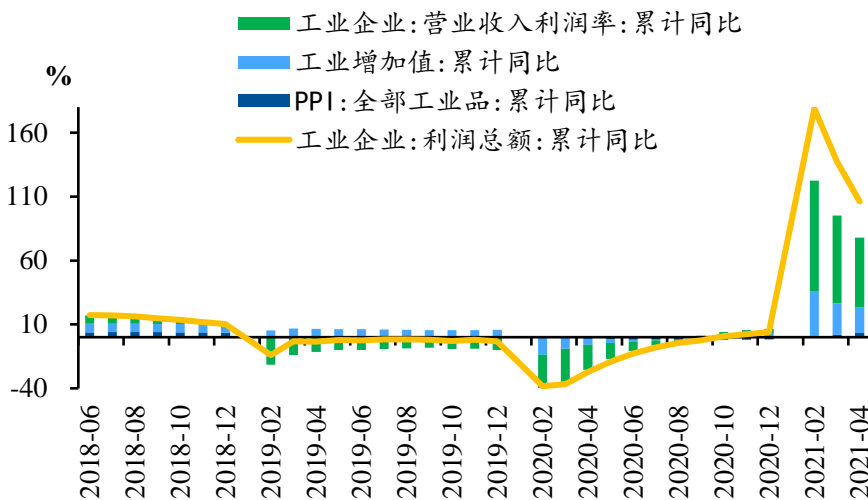
图 1：1-4 月工业企业利润同比持续向好.....	3
图 2：国企利润增速高于民企以及外企.....	3
图 3：上游采选业和中游原材料加工业利润高增.....	4
图 4：2020 年 11 月以来，中上游利润占比明显提升.....	4
图 5：中上游的利润占比达到了近年高点.....	5
图 6：2017-2018 年，中上游利润占比的高点与 PPI 高点相比晚了半年.....	5
图 7：产成品库存增速有所放缓.....	6
图 8：中上游库存处于相对低位.....	6

一、工业企业利润同比持续向好

1-4月工业企业利润同比持续向好。1—4月份，全国规模以上工业企业实现利润25943.5亿元，同比增长1.06倍，与2019年同期相比，利润增长49.6%。两年平均增长为22.6%，较3月份增速仅回落0.3个百分点。因此剔除基数的影响，4月工业企业利润增速依然维持在较高水平。4月份，规模以上工业企业实现利润总额7686.3亿元，同比增长57.0%。

根据三因素框架分析本期工业企业利润，量平，价升，利润率同比高增。4月份，规模以上工业增加值同比实际增长9.8%，两年平均增长6.8%，平均增速与上月持平。PPI同比增长6.8%，较上月加快2.4个百分点。1-4月利润率为6.87%，较上月提高0.23个百分点，同比提高2.42个百分点；每百元营业收入中的成本同比减少1.39元。

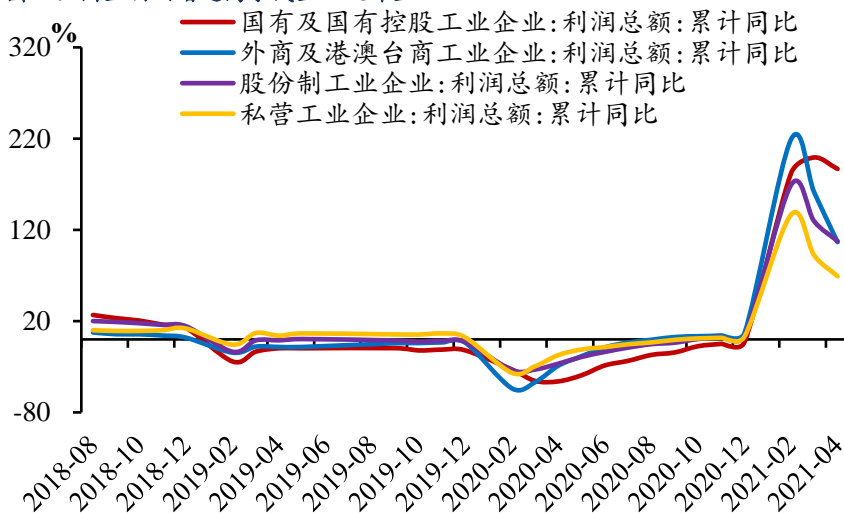
图 1：1-4月工业企业利润同比持续向好



资料来源：万得，信达证券研发中心

国企利润维持高增速。1—4月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额8380.7亿元，同比增长1.87倍；股份制企业实现利润总额18253.5亿元，增长1.08倍；外商及港澳台商投资企业实现利润总额7250.2亿元，增长1.07倍；私营企业实现利润总额7672.7亿元，增长69.2%。2020年3月至12月，民企与外企的利润恢复速度明显快于国企，但从今年3月起，国企利润增速高于民企以及外企，其主要原因在于国企中上游行业集中度较高。

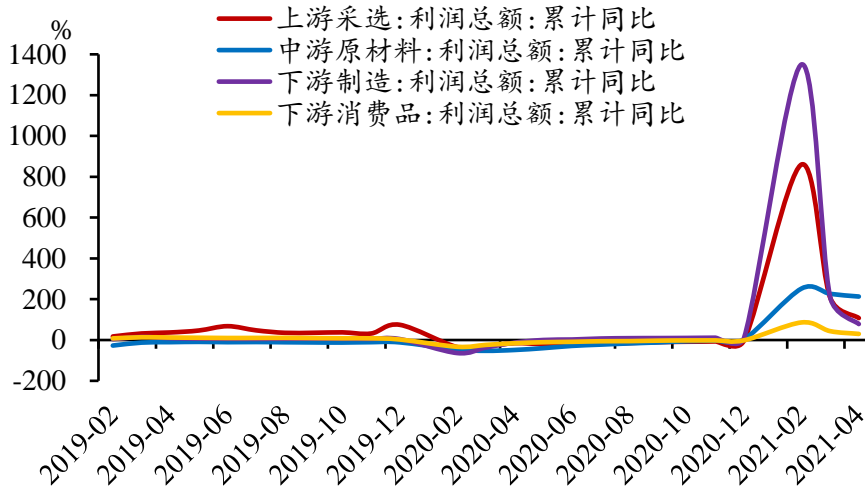
图 2：国企利润增速高于民企以及外企



资料来源：万得，信达证券研发中心

分行业来看，上游采选业和中游原材料加工业利润高增。按照我们对于上中下游行业的分类，2021年1-4月，上游采选业利润同比增长1.06倍，中游原材料加工业同比增长2.14倍，下游制造业同比增长78.3%，下游消费品同比增长29.9%。国内经济持续向好，海外强势复苏，以及产品价格上升支撑上游中游利润的大幅增长。相关行业对企业利润整体拉动明显，有色金属冶炼和压延加工业利润总额同比增长4.84倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长4.16倍，化学原料和化学制品制造业增长2.72倍。虽然下游制造业同比增速低于中上游，但考虑到2020年同期下游制造业基数较高，其实际利润表现依然较强。汽车制造业增长1.58倍，计算机、通信和其他电子设备制造业增长86.2%。

图 3：上游采选业和中游原材料加工业利润高增

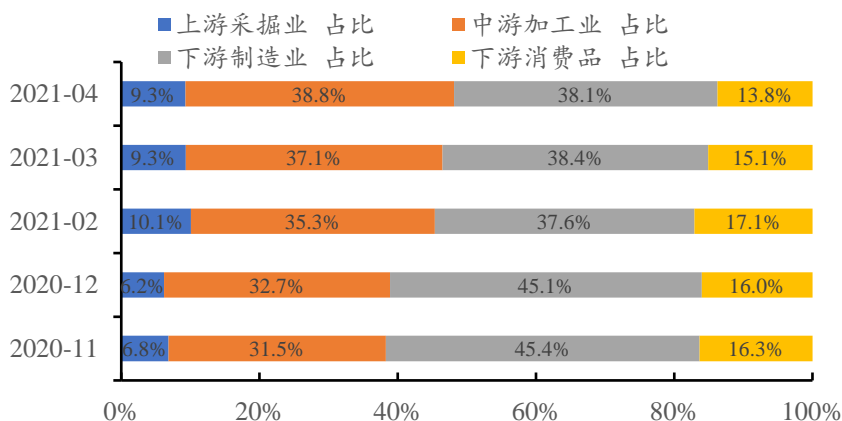


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、企业利润的结构特点

中上游利润占比明显提升。根据我们的计算，1-4月上游，中游，下游、消费品四个大类行业利润总额占比分别为9.3%、38.8%、38.1%、13.8%。对比2020年11月以来的各大类行业的占比，上中游的利润占比大幅提高，而下游的利润占比受到了挤占。在企业利润持续同比增长较快的背景下，占比的变化意味着复苏的不均匀。其原因有两点：一是大宗商品上涨引起上下游价格产品价格差距拉大，二是消费恢复相对较为缓慢。

图 4：2020年11月以来，中上游利润占比明显提升

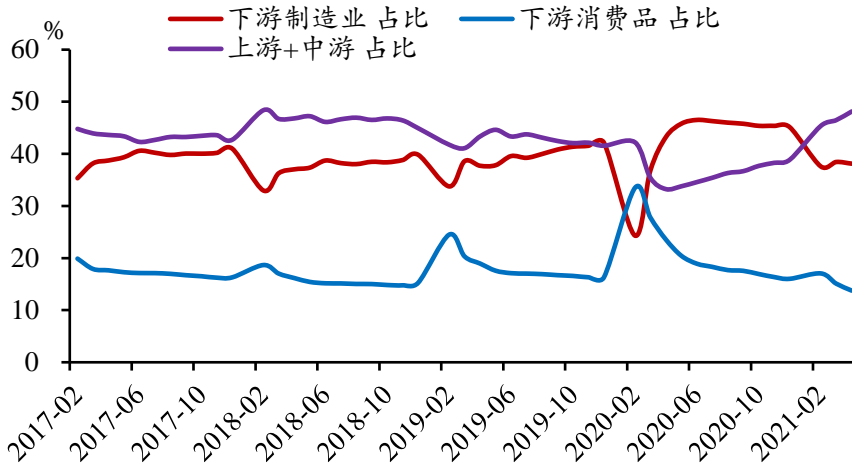


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

中上游利润占比较高的情况或将延续。对比2017年以来的数据，我们发现，中上游的利润占比达到了近年的高点。2018年2月，上游采选业和中游原材料加工业的占比之和达到了48.4%，较今年4月的48.1%高出0.3个百分点。2018年第一季度中上游利润占比较高，源于2017年供给侧改革影响下大宗商品价格的提升。而当时PPI同比增速最快的月份是2017年前半年，中上游利润占比的高点与之相比晚了半年。因此，我们判断，如果下游

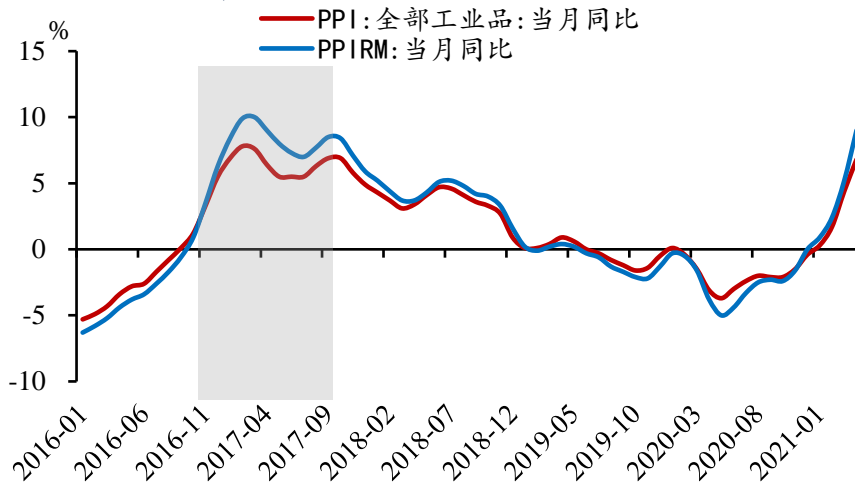
消费短期内不出现明显增长，中上游利润占比较高的情况预计将会延续。

图 5：中上游的利润占比达到了近年来的高点



资料来源:万得, 信达证券研发中心

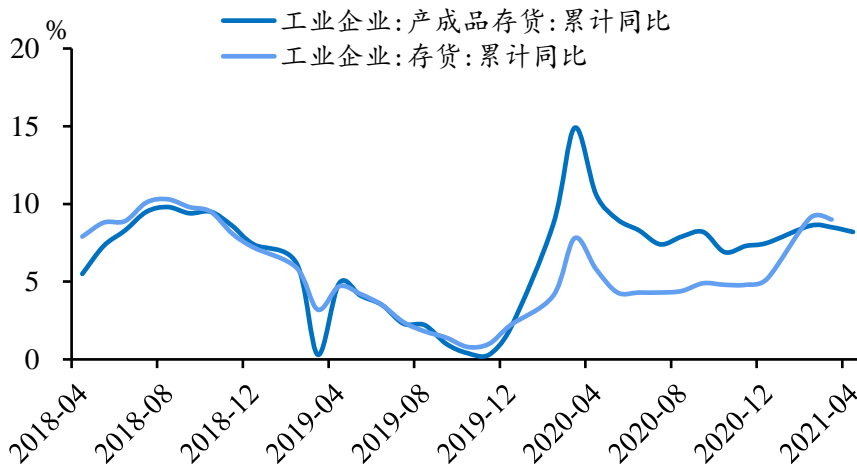
图 6：2017-2018 年，中上游利润占比的高点与 PPI 高点相比晚了半年



资料来源:万得, 信达证券研发中心

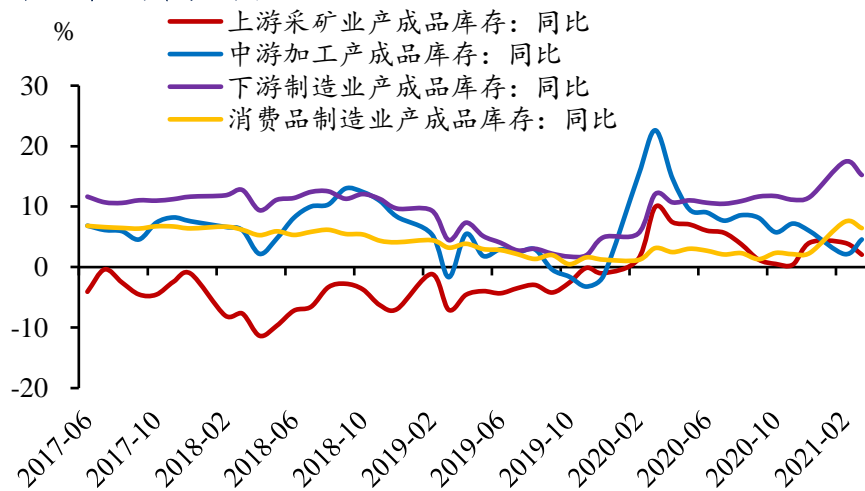
三、中上游库存处于相对低位，主动补库存将持续

产成品库存增速有所放缓。4月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长8.2%，同比增速比3月末回落0.3个百分点，连续两个月回落。产成品存货周转天数为17.9天，比3月末减少0.4天，较去年同期减少3.8天。产成品库存增速放缓有两个原因，一是去年由于疫情扰动同期基数较高，二是近期原材料价格上涨较快，而下游消费复苏较慢，企业缺乏补库动力。

图 7：产成品库存增速有所放缓


资料来源:万得, 信达证券研发中心

中上游库存处于相对低位, 主动补库存将持续。分行业来看, 由于去年疫情影响, 中上游库存积压严重, 目前, 中上游库存已经回到相对低位。在 PPI 的带动下, 我们推测企业未来的补库动力较强。主动补库存阶段将会持续。

图 8：中上游库存处于相对低位


资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、工业企业利润有望延续高景气的态势

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_19813



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>