

企业盈利保持高增，下半年将逐步走弱

——1-4月工业企业盈利数据的背后

核心观点

4月大宗商品涨价叠加净利率改善带动企业盈利高增，考虑经济增长降速、减税降费支撑下降、再通胀作用将从提振利润转向增加成本，预计下半年增速将逐步下降。

□ 工业企业利润：企业盈利持续高增，深度理解价格弹性

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106%（按可比口径计算），前值137%，两年平均增长22.3%，前值22.6%。其中4月当月同比57%，两年复合增速22.1%。

价格与净利润走强带动企业盈利改善。2020年Q4我们提出供需缺口是导致再通胀和强出口的核心逻辑，指出当出现供给收紧或不足时，需求价格弹性可能导致价格快速上升，去年以来全球范围内的供需缺口促发了再通胀趋势，今年以来海外发达经济体供给修复增加了对一般生产资料的需求，而主要资源国受疫苗短缺、疫情扩散等影响供给修复较慢，再通胀得以延续，国内则呈现出供需双旺满产能特征。我们认为，内外需的相对积极、供给相对偏紧的特征导致需求弹性发挥作用带动价格和净利润改善，1-4月PPI同比持续上行，中上游行业“满地开花”，预计5月PPI同比有望突破8%；1-4月营收利润率达到6.87%，4月估算达到7.3%，这两者的积极表现带来了工业企业盈利的高增。

预计下半年工业企业盈利将渐进下行，原因有三：

（1）下半年经济增长逐渐向潜在增速收敛，海外供给逐渐修复致使出口回落，地产投资边际下降，基建、制造业投资和消费拉升有限，需求对盈利的拉动作用下滑。

（2）**阶段性减税降费政策退出，企业盈利有压力。**2020年为应对疫情，财政实施大规模阶段性减税降费政策，成为去年企业利润回升的重要组成部分；今年阶段性减税降费退出，制度性减税降费力度下降，部分企业经营压力或将提升。

（3）**随着广普上中游价格的显著上行，涨价效果将逐步从“提振盈利”转向“增加成本”，**不论中上游原材料涨价或维持高位，均会挤压中下游企业利润空间。

□ 利润结构：上中游表现亮眼，装备制造延续景气，下游消费也有亮点

1-4月利润结构显示，采矿业、原材料、装备制造业和消费制造业分别拉动规模以上工业企业利润10.6%、45.9%、29.7%和14.8%，继续验证我们此前提出的“再通胀+强出口”的两条盈利改善主线。

受需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，采矿业和原材料制造业保持较快增长，1-4月化学制品、黑色冶炼和有色冶炼分别增长2.72、4.16和4.84倍。

装备制造业与高技术制造业利润保持良好增势，1-4月同比分别增长90.8%、88.5%。我们维持此前观点，全球供应链重塑，受益于永久性替代，装备制造业的盈利有望持续向好，汽车、专用设备、电气机械和计算机通信等行业产能利用率处于历史高点、一季度资本开支意愿积极，也有体现。

消费品制造业利润稳定恢复，1-4月利润同比增长45.3%，农副食品加工、酒饮料茶、烟草、造纸等行业利润两年平均继续保持两位数增长；纺织业、纺织服装、印刷和记录媒介复制业利润两年平均虽略有下降，但降幅比一季度明显收窄。

□ 库存增速环比微降，弱补库的正常反复

4月末规模以上企业产成品存货同比增8.2%，前值8.5%。库存微降是弱补库阶段的正常反复，背后是相对分化的行业表现，不同行业的补库呈现分化，一方面，出口持续景气叠加经济复位内需恢复，装备制造业补库积极。另一方面再通胀逻辑下大宗商品价格上涨，带动煤炭、石油、黑金、有色等相关行业基本面改善，原材料业的库存企稳回升。上述行业的资本开支和产能利用率也有印证。

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。其次，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同比可能在5月见顶、下半年逐步下降，企业盈利逐步下行。综合来看，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：疫苗落地不及预期；海外经济超预期下行

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

1. 工业企业盈利数据一览

图 1：工业企业盈利热力图

	单位	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04
工业企业:利润总额:累计同比	%	106.10	137.30	178.90		4.10	2.40	0.70	-2.40	-4.40	-8.10	-12.80	-19.30	-27.40
工业企业:利润总额:当月同比	%	57.00	137.30	178.90		4.10	2.40	0.70	10.10	19.10	19.60	11.50	6.00	-4.30
工业企业:营业收入:累计同比	%	33.60	38.70	45.50		0.80	0.10	-0.60	-1.50	-2.70	-3.90	-5.20	-7.40	-9.90
工业企业:营业成本:累计同比	%	31.40	36.50	43.50		0.60	0.10	-0.60	-1.40	-2.50	-3.60	-4.70	-6.80	-9.10
工业企业:产成品存货:累计同比	%	8.20	8.50	8.60		7.50	7.30	6.90	8.20	7.90	7.40	8.30	9.00	10.60
工业增加值:累计同比	%	20.30	24.50	35.10	25.40	2.80	2.30	1.80	1.20	0.40	-0.40	-1.30	-2.80	-4.90
工业增加值:当月同比	%	9.80	14.10	52.34	25.40	7.30	7.00	6.90	6.90	5.60	4.80	4.80	4.40	3.90
PPI:全部工业品:当月同比	%	6.80	4.40	1.70	0.30	-0.40	-1.50	-2.10	-2.10	-2.00	-2.40	-3.00	-3.70	-3.10
PPI:生产资料:当月同比	%	9.10	5.80	2.30	0.50	-0.50	-1.80	-2.70	-2.80	-3.00	-3.50	-4.20	-5.10	-4.50
工业企业:营业收入利润率:累计值	%	6.87	6.64	6.60		6.08	6.10	5.98	5.88	5.79	5.63	5.42	5.00	4.45
克强指数:当月值	%	15.44	17.78	19.11	21.92	14.24	10.75	9.90	10.37	11.39	7.07	9.04	6.90	5.33
工业企业:每百元营业收入中的成本:累计值	元	83.48	83.37	82.92		83.89	84.08	84.18	84.24	84.35	84.44	84.56	84.77	84.91
工业企业:每百元营业收入中的费用:累计值	元	8.45	8.60	8.79		9.17	8.92	8.93	8.94	8.93	8.99	9.05	9.05	9.23

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

图 2：各行业库存变动

产成品存货同比	单位	同比+Pet	环比+Pet	2021-03	2021-02	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	近24个月走势
采矿业:产成品	%	-7.6	-4.70	2.60	7.30	4.40	3.20	3.10	5.40	6.70	7.00	8.00	9.00	10.20	
煤炭开采和洗选业:产成品	%	-15.1	-8.10	-5.20	2.90	-0.50	-1.30	-0.30	4.60	5.50	4.70	5.30	7.00	9.90	
石油和天然气开采业:产成品	%	-4.3	8.70	-9.80	-18.50	-9.40	-22.10	-20.40	-20.70	-7.40	-3.80	-6.50	-3.40	-5.50	
黑色金属矿采选业:产成品	%	6.8	-0.70	19.10	19.80	17.30	14.70	9.70	9.00	6.70	10.00	13.50	14.40	12.30	
有色金属矿采选业:产成品	%	-8.9	-7.80	4.10	11.90	8.90	10.40	13.10	12.10	10.30	11.80	11.80	10.20	13.00	
非金属矿采选业:产成品	%	-0.1	-2.40	24.80	27.20	15.90	25.80	21.10	23.60	24.10	20.60	24.30	25.70	24.90	
开采专业及辅助性活动:产成品	%	17.8	-11.70	4.40	16.10	-3.20	6.70	0.70	-8.50	-6.40	-4.30	-1.40	-9.50	-13.40	
其他采矿业:产成品存货	%	33.4	-33.30	66.70	100.00	150.00	57.10	150.00	400.00	125.00	14.30	100.00	166.70	33.30	
制造业:产成品	%	-1.8	0.10	8.70	8.60	7.50	7.30	6.90	8.10	7.90	7.40	8.30	8.90	10.50	
农副食品加工业:产成品	%	3.9	2.20	8.60	6.40	3.40	4.30	2.10	2.20	2.30	0.90	2.40	3.40	4.70	
食品制造业:产成品	%	-0.2	0.10	9.90	9.80	2.70	2.00	4.00	3.90	11.80	9.70	10.40	11.50	10.10	
酒、饮料和精制茶制造业:产成品	%	4.7	1.10	9.70	8.60	3.70	2.80	1.30	1.80	2.30	3.70	3.30	6.30	5.00	
烟草制品业:产成品	%	14.7	-3.60	-1.00	2.60	-10.90	-21.40	-26.00	-28.70	-21.70	-30.10	-27.90	-23.90	-15.70	
纺织业:产成品	%	-13.9	-3.30	-0.30	3.00	3.90	3.30	2.60	6.40	8.30	10.10	11.80	12.20	13.60	
纺织服装、服饰业:产成品	%	-5.7	0.50	0.90	0.40	-0.30	0.80	0.20	1.40	3.10	4.40	6.00	7.30	6.60	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业:产成品	%	-5.7	1.90	4.70	2.80	6.50	8.70	8.80	10.70	11.20	6.20	7.90	11.10	10.40	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:产成品	%	-7.9	-5.80	6.90	12.70	9.20	9.50	10.60	12.00	12.00	11.70	12.90	12.00	14.80	
家具制造业:产成品	%	-1.2	-4.70	10.00	14.70	9.40	7.90	7.30	7.70	9.10	7.60	9.30	9.30	11.20	
造纸及纸制品业:产成品	%	-9.0	0.30	0.30	-3.00	5.50	9.20	3.40	6.40	4.40	0.60	0.60	6.20	9.30	
印刷业和记录媒介的复制:产成品	%	-3.3	-4.20	4.90	9.10	2.30	1.80	2.70	0.40	5.30	7.50	9.20	10.50	8.20	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业:产成品	%	-4.3	1.90	2.50	0.60	1.50	1.70	0.90	4.90	3.20	1.70	4.60	5.20	6.80	
石油、煤炭及其他燃料加工业:产成品	%	-0.8	10.30	3.00	-7.30	-7.10	-4.40	-1.70	-1.40	0.50	-1.50	-1.40	0.00	3.80	
化学原料及化学制品制造业:产成品	%	-11.7	2.40	-1.20	-3.60	2.40	1.60	1.00	3.00	4.50	3.80	4.80	6.00	10.50	
医药制造业:产成品	%	7.4	-1.40	20.10	21.50	17.50	14.60	14.90	15.20	17.40	11.90	12.50	13.00	12.70	
化学纤维制造业:产成品	%	-20.9	8.70	-11.60	-20.30	-2.40	-3.80	-0.50	10.80	14.40	14.80	17.10	4.20	9.30	
橡胶和塑料制品业:产成品	%	0.0	-0.40	8.00	8.40	5.30	2.70	2.80	3.30	2.20	1.70	3.50	4.50	8.00	
非金属矿物制品业:产成品	%	-12.6	-3.50	2.70	6.20	7.40	8.90	7.90	8.50	8.20	7.90	10.10	11.80	15.30	
黑色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	-28.4	3.00	0.00	-3.00	11.40	11.80	7.50	8.60	7.90	7.90	12.30	16.10	28.40	
有色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	-12.3	4.60	5.80	1.20	6.20	8.00	4.40	3.90	3.60	3.30	1.90	2.60	18.10	
金属制品业:产成品	%	-9.7	0.50	9.70	9.20	12.60	11.60	9.00	11.40	12.30	13.90	14.30	17.60	19.40	
通用设备制造业:产成品	%	2.5	-2.70	10.60	13.30	10.70	9.50	10.20	9.90	8.60	8.20	8.00	8.40	8.10	
专用设备制造业:产成品	%	5.8	-2.30	17.10	19.40	12.70	12.30	11.40	11.60	12.80	11.70	12.70	10.70	11.30	
汽车制造业:产成品	%	10.2	-1.20	13.50	14.70	11.90	10.40	12.60	12.40	8.60	10.30	7.80	2.70	3.30	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:产成品	%	1.5	-4.80	11.70	16.50	11.50	12.30	13.20	7.90	8.40	7.40	8.00	10.00	10.20	
电气机械及器材制造业:产成品	%	14.1	-1.50	20.20	21.70	8.30	7.70	7.70	8.50	7.00	5.20	5.60	3.70	6.10	
计算机、通信和其他电子设备制造业:产成品	%	4.0	-4.20	13.60	17.80	8.00	9.30	10.30	14.00	9.40	10.20	12.00	15.80	9.60	
仪器仪表制造业:产成品	%	-9.3	0.70	15.00	14.30	12.50	13.00	13.60	13.80	15.10	18.90	18.50	24.00	24.30	
其他制造业:产成品存货	%	-3.3	-10.70	5.80	16.50	9.60	10.70	8.60	7.10	6.30	9.70	10.80	8.60	9.10	
废弃资源综合利用业:产成品存货	%	15.5	-5.10	17.50	22.60	24.20	24.10	22.10	29.90	42.60	44.70	53.60	75.60	2.00	
金属制品、机械和设备修理业:产成品	%	-33.2	-25.40	-5.40	20.00	39.60	32.70	25.70	38.00	3.30	13.70	12.20	10.80	27.80	
电力、燃气及水的生产和供应业:产成品	%	-37.9	1.00	11.50	10.50	25.40	18.60	21.00	31.40	25.00	22.00	32.00	48.40	49.40	
电力、热力的生产和供应业:产成品	%	-81.4	0.40	-21.60	-22.00	7.60	27.60	35.70	25.60	37.00	38.70	59.60	66.60	59.80	
燃气生产和供应业:产成品	%	-5.0	4.40	28.30	23.90	31.20	13.10	14.10	33.10	19.20	9.40	19.30	41.20	33.30	
水的生产和供应业:产成品	%	-65.6	-13.60	21.70	35.30	41.50	21.30	19.30	37.60	26.10	36.90	26.30	40.40	87.30	

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

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_19835

