

2021年05月28日

宏观研究

研究所

证券分析师:  
021-61981316  
联系人 :樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn  
方诗超 S0350121030003  
fangsc@ghzq.com.cn

## 工业利润受大宗商品价格上行冲击尚不明显

## ——4月工业企业利润数据点评

## 相关报告

《4月财政数据点评：政府性基金预算支出进度落后》——2021-05-24

《4月经济数据点评：纠结的经济数据》——2021-05-18

《策略会专题：经济展望》——2021-05-17

《《一季度货币政策执行报告》点评：货币政策维持稳定》——2021-05-14

《4月贸易数据点评：上修对第二季度的出口预测》——2021-05-10

## 事件：

国家统计局5月27日公布全国工业企业利润数据，4月全国规模以上工业企业实现利润7,686.3亿元，同比增长57.0%。

## 投资要点：

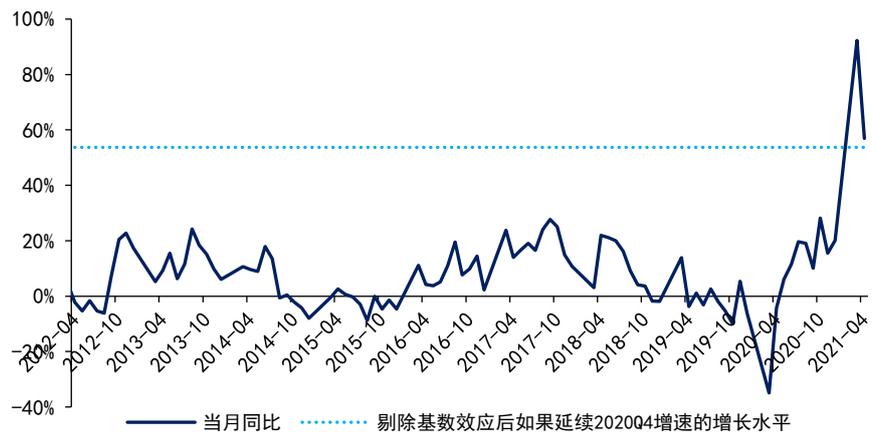
- 4月全国规模以上工业企业实现利润7,686.3亿元，同比增长57.0%，剔除去年同期低基数(-4.3%)的影响后，较3月较低的水平明显反弹，与去年四季度水平大体相当，甚至略好。考虑到4月工业生产增速也与去年四季度相近，工业企业利润增速整体处于正常水平上。但是，在大宗商品价格的大幅上涨的情况下，主要由制造业企业构成的工业企业利润增速偏强、似乎不受成本上行冲击的影响值得关注。
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率的增长。4月规模以上工业企业营业收入同比增速21.7%，剔除基数效应后，较去年四季度约7%的增长水平有明显增长。我们的分析显示，收入增速剔除基数偏高的一个主要原因是4月PPI剔除基数后存在超预期上行。
- 此外，剔除基数效应后，4月工业企业利润率同比增速并未因为大宗商品价格上行而出现明显弱于去年四季度利润率的同比增速。具体而言，4月企业的100元营业收入的成本率经季调较3月出现了意外的下行，并处于历史低位，而费用率也持续处于比较低的水平。上述原因导致4月工业企业利润剔除基数甚至好于去年四季度的水平，同比增速（剔除基数）也不弱。然而，展望未来，PPI能否持续超预期上行、以及成本率是否能持续维持低位存在不确定性，仍需密切关注大宗商品价格对企业盈利的冲击。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

## 1、4月工业企业利润与去年四季度大体相当

据国家统计局 5 月 27 日公布的数据，4 月全国规模以上工业企业实现利润 7,686.3 亿元，同比增长 57.0%，如果假定去年一季度的利润增速与四季度大体相当，通过这个方法剔除去年同期低基数（-4.3%）的影响后（下面剔除基数都是这个方法），当前的利润增长水平较 3 月较低的水平明显反弹而与去年四季度（约 20% 的增长）大体相当甚至略有超过。考虑到 4 月工业生产整体比较旺盛，与去年四季度相近，当前工业企业利润增长总体处于正常增速范围内。

图表 1：4 月工业企业利润增速与去年末大体相当



资料来源：Wind，国海证券研究所

但是，在大宗商品价格大幅上涨的情况下，为何工业企业（主要是制造业企业）的盈利状况似乎没有受到明显的冲击？甚至比大宗商品价格相对温和的去年四季度还好，这一点超出了市场的预期，需要进行探究。

我们把工业企业利润总额的增长粗略拆分成营业收入的增长乘以营业利润率的增长两部分。去年四季度工业企业收入的同比增速不到 7%，但是利润增速超过 20%，与利润率较前年四季度的水平有明显上升有关（同比增速约 13%）。

对于 2021 年 4 月而言，剔除基数后，4 月工业企业利润增速甚至略超去年四季度同比增速是因为：1）工业企业营业收入增速剔除基数效应之后较去年四季度上升；2）工业企业营业利润率处于高位——没有因为原材料成本上涨而显著下滑——同比增速剔除基数后与去年四季度利润率的同比增速大体相当<sup>1</sup>。

更进一步分析，收入增速较快增长与 4 月 PPI 超预期上涨有一定联系。此外， $\text{营业利润率} = 1 - \text{成本率} - \text{费用率}$ ；我们发现 4 月份的工业企业成本率，在剔除季节性因素后意外下行，达到了历史的低位；而费用率也维持在较低的水平。这导致了 4 月营业利润率整体偏高，即使以去年四季度营业利润率的水平替代去年 4 月份为基数，营业利润率同比仍有增长，且增速与去年四季度的增速相当。

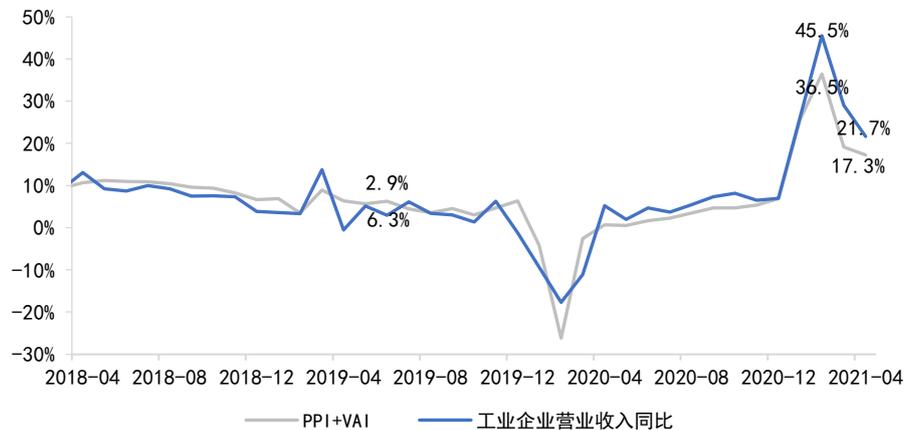
<sup>1</sup>由于营业利润的数据尚没有公布，我们粗略地用利润总额/营业收入计算营业利润率。我们剔除疫情导致的低基数的方法是通过经过季调之后使用 2020 年四季度的利润率水平去替代 2020 年 4 月份（相对低）的利润率水平，来计算今年 4 月利润率的同比增长，并且和去年四季度利润率的同比增速（去年 4 季度的平均利润率除以以前 4 季度的平均利润率）比较。

## 2、PPI 增速超预期上行支撑工业企业收入增速回升

4 月规模以上工业企业营业收入同比增速 21.7%，剔除基数效应后，较去年四季度约 7% 的增长水平有明显增长。工业企业营业收入的增长可以大致拆分成“量”的增长与“价”的增长两部分，其中“价”的增速可以很大程度在 PPI 同比增速中体现，“量”的增速则可由工业增加值增速粗略代表。4 月 PPI 同比增长 6.8%，即使考虑了基数的因素也明显高于去年四季度的水平。而 4 月工业增加值同比增速 9.8%，剔除基数效应后，与去年末约 7% 的增速水平大体相当。

因此，价格上涨是推动工业企业营收增长剔除基数高于去年四季度营收增速的主要驱动力<sup>2</sup>。

图表 2：工业企业收入增速、工业增加值（VAI）与 PPI 增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 3、企业利润率增速未见明显下滑

在工业企业收入增速上升的同时，4 月企业利润率处于高位，其同比增速（剔除基数——方法参见注 1）也没有较去年四季度的利润率同比增速出现明显的下滑。这支撑了 4 月份企业盈利的增速（剔除基数）甚至略好于去年四季度。

<sup>2</sup> 工业企业营业收入增速与工业增加值与 PPI 的增速之和在历史上大部分时间一致。虽然在今年初出现了一定程度的背离。但正如我们所预期地缩小，两者在 4 月差距已缩小至 4 个百分点。具体可参考我们之前的报告（《工业企业利润超高增长的可持续性存疑——工业企业利润怎么看？》）。当然，4 月收入增长高于工业增加值+PPI 而去年四季度两者大体一致，意味着还有一些未知且可能偶发的因素也对 4 月企业利润的较快增长有贡献。

图表 3: 4 月工业企业利润率经季调处于高位

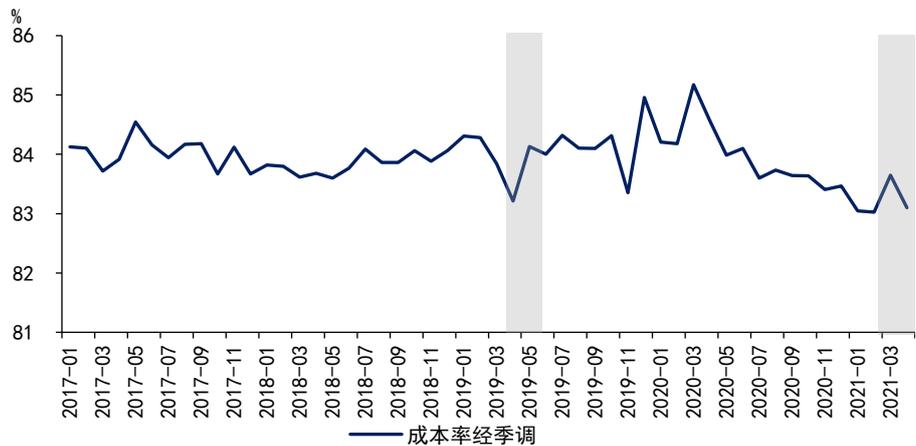


资料来源: Wind, 国海证券研究所

### 3.1、成本率意外下行，且处于历史低位

为什么利润率这么好? 利润率受到成本率和费用率两方面的因素的影响。我们发现, 经季节性调整后的 100 元企业营业收入成本(成本率)在 4 月份意外下行, 处于历史性低位, 对于工业企业维持较高的利润率水平有明显的贡献。实际上, 即使是单独考察中游的制造业, 其成本率也处于较低水平。

图表 4: 4 月工业企业成本率 (经季调) 意外下降

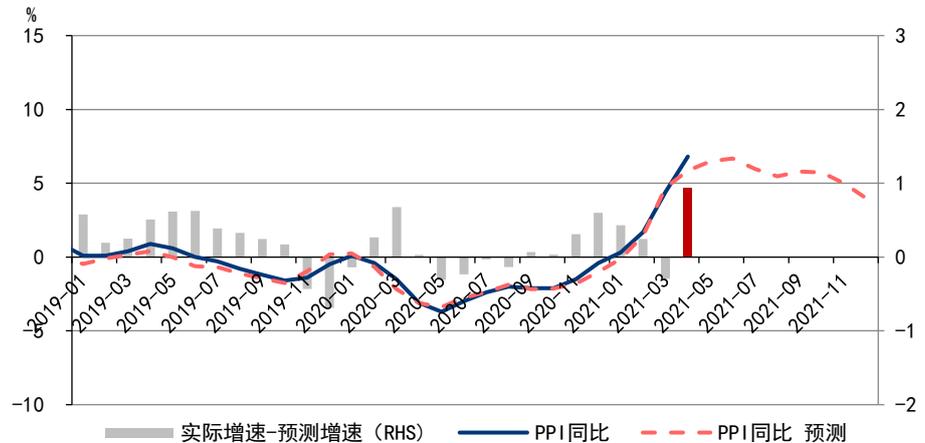


资料来源: Wind, 国海证券研究所

由于成本率=营业成本/营业收入。成本率超预期的下行或者是收入增速偏高或者是营业成本增速不够快。我们前文提到 4 月工业企业收入偏高与价格上涨有关。4 月 PPI 不仅仅剔除基数偏高, 也显著高于市场一致预期和我们主要基于原油价格的模型预测值(参见图表 5)。从历史数据看, 实际值与我们模型的预测值之间如此大的差距较为少见, 即使偶然出现, 一般也会很快回归到较小的水平。虽然不能排除 4 月工业企业出厂价格对于原油以外大宗商品价格上行带来的成本压力进行了相当的传导, 但是由于这种传导在历史上比较罕见, 是企业现在确实有能力把成本向下游传导还是由于偶发性的因素导致 4 月 PPI 的超预期上行仍

然需要进一步观察。

图表 5: 4 月 PPI 与预测值的差距在历史中较为少见



资料来源: Wind, 国海证券研究所

另一方面,虽然 4 月营业成本剔除基数的同比增速也并不低,肯定显著高于工业增加值(量)增长的因素的影响,但是增长是否已经充分反映了大宗商品价格上行带来的成本压力也并不清楚。从微观了解到的一些情况来看,许多企业有通过把前期存货投入使用、通过套期保值等金融工具化解成本上涨的安排。这些安排可能也帮助企业压制了成本率。

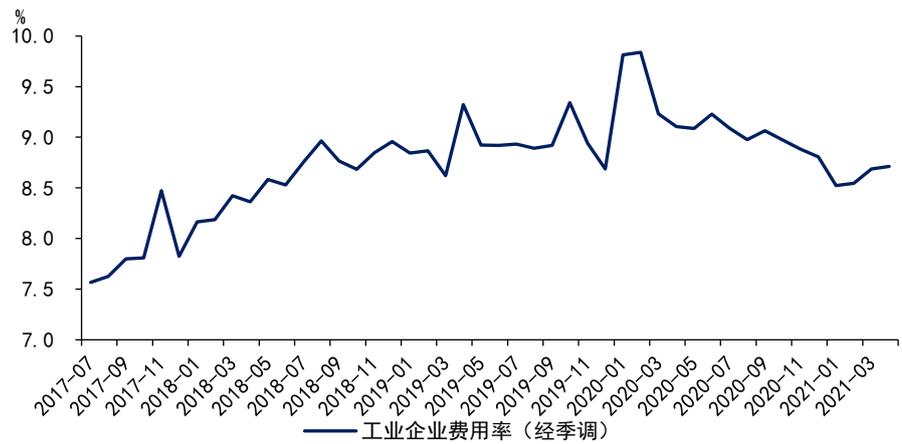
总体而言,在大宗商品价格大涨且持续处于高位的情况下,工业企业特别是制造业企业的成本率是否仍然能够维持在这么低的水平是值得怀疑的。从历史经验上看,处于历史最低水平附近的成本率——也就是 4 月的成本率的水平——通常不会持续太久,即使没有大宗商品价格上行的冲击。

### 3.2、费用率未出现明显上升

维持利润率在较高水平的另一个因素是费用率可能也并不高。费用率指三项费用及税金附加占营业收入的比重,由于相关数据还未公布,尚无法直接获得。从税金所对应的费用率部分来看,税金包含的四大主要税项——城市维护建设税、城镇土地使用税、资源税、消费税——剔除基数后,整体较去年四季度增速有较大幅度的下降;而营业收入增速则较四季度有明显上升,根据我们的测算,税金所贡献的费用率部分较为显著地低于去年四季度,且去年四季度的费用率水平本身也处于正常水平,因此我们认为 4 月费用率大概率低于四季度的水平,并且总体水平不高。

此外,虽然统计局公布的费用率仅包含销售费用、管理费用、研发费用和财务费用四项,与我们上文定义的费用率并不完全一致,但历史数据显示,统计局公布的费用率和三项费用叠加税金的费用率存在相当的相关性。剔除季节效应的影响后,统计局公布的工业企业费用率在 4 月也处于较低的水平,并且较去年 4 季度平均水平更低一些。如果用统计局的数据做个粗略的替代,4 月比较低的费用率水平不仅仅支持了 4 月比较高的利润率水平;而且比去年四季度更低的费用率水平也对 4 月利润率水平(剔除基数)同比增长也有贡献。

图表 6: 4 月统计局公布的费用率季调弱于 2020 年四季度水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 4、风险提示

- (1) 经济不达预期;
- (2) 政策低于预期;
- (3) 中美关系、疫情恶化超预期。

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\\_19895](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19895)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn