

2021年06月27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

工业企业利润增速稍有回落

——5月工业企业利润数据点评

相关报告

《5月财政数据点评：政府基金预算略有发力迹象》——2021-06-20

《6月美联储议息会议点评：通胀尚无大忧，加息预期如期提前》——2021-06-18

《5月经济数据点评：工业部门回落与服务业反弹》——2021-06-16

《5月贸易数据点评：出口短期尚有支撑，三季度或现拐点》——2021-06-07

《央行上调外汇存款准备金率点评：人民币升值压力有所缓解》——2021-06-06

事件：

国家统计局6月27日公布全国工业企业利润数据，5月全国规模以上工业企业实现利润8,299.2亿元，同比增长36.4%。

投资要点：

- 5月全国规模以上工业企业实现利润8,299.2亿元，同比增长36.4%，剔除去年同期基数（6.0%）的影响后，较去年年末（约21%）的增速水平略有下滑，大约相当于同比增长19%，对比4月份的增速水平（剔除基数25%）稍有回落。
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率的增长。5月规模以上工业企业营业收入同比增速20.3%，剔除基数效应后，较去年四季度约7%的增速有明显增长，延续了4月的高位水平。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5月PPI剔除基数后的持续上行。
- 在工业企业收入增速上升的同时，5月企业利润率同比增速较去年四季度的利润率同比增速出现明显的下滑。这拖累了5月份企业盈利的增速稍弱于去年四季度且弱于4月份。具体而言，虽然5月企业的100元营业收入的成本率经季调后延续了4月份的历史低位水平，但费用率出现了明显的回升。对于成本率在大宗商品价格大幅上涨下维持低位的不寻常现象，市场给出了产能利用率较高、行业分化等多种解释，我们将进一步验证真正的原因。而费用率的回升，则可能与阶段性减税降费政策的逐步退出有关。
- 展望未来，PPI能否持续上行、以及成本率是否能持续维持低位存在较大不确定性，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、5月工业企业利润略有回落

据国家统计局6月27日公布的数据，5月全国规模以上工业企业实现利润8,299.2亿元，同比增长36.4%，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基数（6.0%）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去年四季度（约21%）的增速水平略有下滑，大约相当于同比增长19%，对比4月份的增速水平（剔除基数25%）也稍有回落。

图表 1：5月工业企业利润增速稍弱于去年末水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

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5月而言，剔除基数后，虽然营业收入增速仍处于高位，但工业企业营业利润率的同比增速较去年四季度有明显下滑¹。进一步分析，营业利润率=1-成本率-费用率。我们发现在剔除季节性因素后，虽然5月份的工业企业成本率延续了4月份的历史低位水平；但费用率增速则表现出了明显的上升，这导致了5月营业利润率增速的回落。

2、PPI增速持续上行支撑工业企业收入增速高位

5月规模以上工业企业营业收入同比增速20.3%，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。

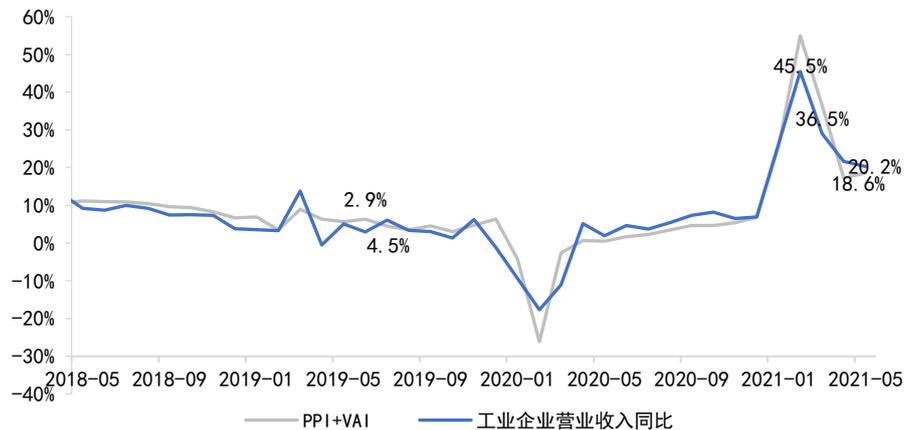
工业企业营业收入的增长可以大致拆分成“量”的增长与“价”的增长两部分，其中“价”的增速可以很大程度在PPI同比增速中体现，“量”的增速则可由工业增加值增速粗略代表。5月PPI同比增长9.0%，在4月的高增速基础上继续

¹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长（去年4季度的平均利润率除以前年4季度的平均利润率）比较。

上行,剔除基数后明显高于去年四季度的水平。而5月工业增加值同比增速8.8%,剔除基数效应后,与去年末约7%的增速水平大体相当(略低约1个百分点)。

因此,与四月相同,价格上涨仍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²。

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、企业利润率增速有所下滑

在工业企业收入增速上升的同时,5月企业利润率同比增速(剔除基数——方法参见注1)较去年四季度的利润率同比增速出现明显的下滑。这拖累了5月份企业盈利的增速(剔除基数)较去年四季度稍弱。

图表 3: 5月工业企业利润率经季调有所下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

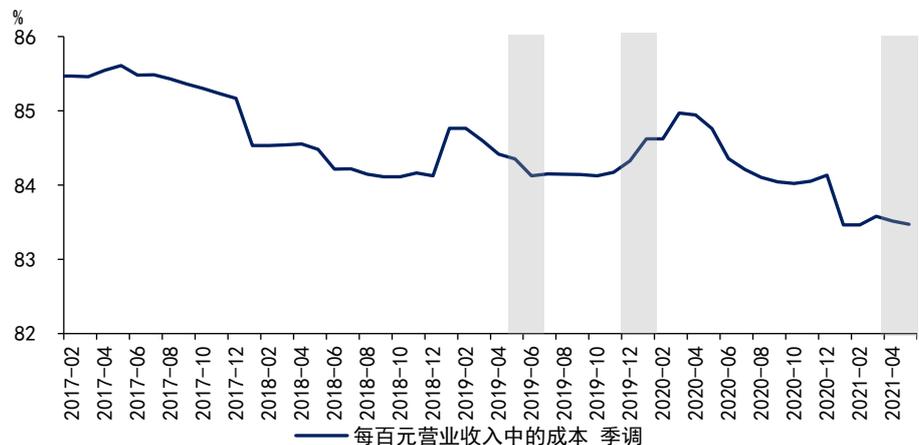
² 工业企业营业收入增速与工业增加值与PPI的增速之和在历史上大部分时间一致。虽然在今年初出现了一定程度的背离。但正如我们所预期地缩小,两者在5月差距已缩小至2个百分点。具体可参考我们之前的报告(《工业企业利润超高增长的可持续性存疑——工业企业利润怎么看?》)。

3.1、成本率维持低位

利润率为何下行？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）延续了 4 月份的历史低位水平。

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）的成本率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。对此市场给出了多种可能的解释：可能是产能利用率较高摊薄固定成本掩盖了大宗商品价格的冲击；工业企业内部可能出现了不同行业间、不同规模企业间的一些分化——例如原材料行业盈利水平较好等对企业利润有贡献——导致大宗商品价格的冲击不那么明显。我们认为这些解释都有一定的可能性，但真正的原因我们将进一步验证。

图表 4：5 月工业企业成本率（经季调）延续历史低位水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、费用率出现明显回升

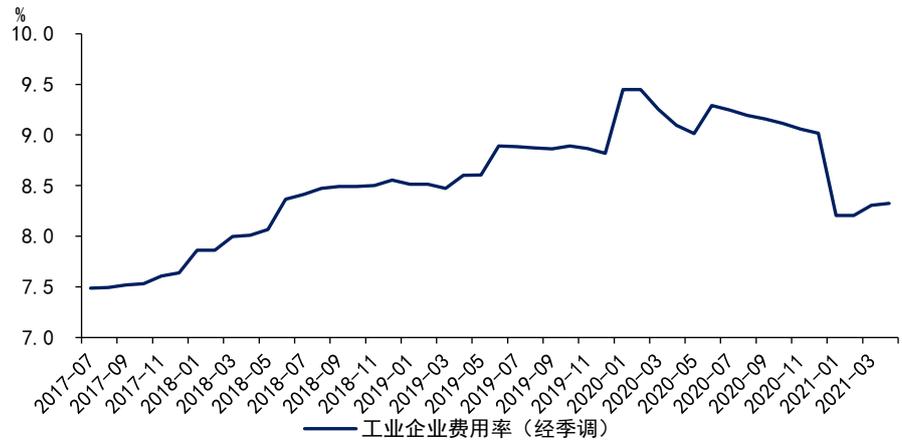
费用率的上升可能是利润率下滑的主要影响因素。费用率指三项费用及税金附加占营业收入的比重，由于相关数据还未公布，尚无法直接获得。从税金所对应的费用率部分来看，税金包含的四大主要税项——城市维护建设税、城镇土地使用税、资源税、消费税——剔除基数后，整体较去年四季度增速出现了较大幅度的上升，可能主要受阶段性减税降费政策退出的影响³；在营业收入增速较去年四季度处于高位的情况下，根据我们的测算，税金所贡献的费用率部分较为显著地高于去年四季度，且去年四季度的费用率水平本身也处于正常水平，因此我们认为 5 月费用率大概率高于去年四季度的水平。

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出并不完全一致，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。剔除季节影响后，

³ 4 月 7 日，财政部部长助理欧文汉在新闻发布会上表示，为应对新冠疫情出台的阶段性减税降费政策将分类调整、有序退出。

5月统计局口径的费用率出现了一定的回升。考虑到统计局口径费用率和我们定义的费用率的相关性，这也从侧面支持了我们定义的费用率的回升。

图表 5: 5月统计局公布的费用率有所回升



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_20364

