

ROE 拐点未至

——5月企业利润数据点评

行业点评

2021年5月工业企业利润同比增长35.4%，两年平均增长20.2%，略低于4月的22.6%，维持较高增速。原因有三方面。第一，5月工业生产两年平均增速6.6%，略低于4月的6.8%，增速稳定。第二，5月PPI同比增长9%，增速较上月上升2.2个百分点。第三，1—5月累计营业收入利润率是7.11%，高于上月的6.87%。当前需求继续恢复，但是供给受到约束，产出缺口为正，企业的定价能力增强。与此同时，成本费用下降，企业每百元营业收入中的成本同比减少0.75元，环比略降0.29元。

但是从结构上看，盈利分布存在两个不均衡。首先，由于市场势力不同，大宗商品价格上涨，使上游采矿和原材料制造行业受益较多，而下游行业成本压力不断加大。其次，大中型企业利润增速高于小微企业，国有企业利润增速高于私营企业。一方面，疫情对消费的影响仍在持续；另一方面，小微企业多集中在下游行业。实际上，根据疫情的发展，国有企业利润增速先是弱于私营企业，然后再超过私营企业。随着消费的好转，私营企业利润增速有望回升，并可能像疫情前一样超过国有企业。

此外，疫苗、医疗物资需求持续旺盛，1—5月医药制造业利润同比增长85.7%，两年平均增长50.9%，分别较上月上升23.6、12.5个百分点。和出口相关的电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业利润长期维持较高增速，这也和这些行业的生产增速较高一致。

ROE是连接实体经济和资产价格的核心变量。长期来看，经济处于稳态时，利润增速和ROE趋势一致，但是短期情况下并非如此。假设企业不分红，利润都用来投资，只要利润增速大于ROE，ROE就会上升，当利润增速向下和ROE交叉后，ROE才会下降。还可以从 $R = \alpha Y/K$ 来分析ROE。将资本存量粗略视为潜在产出，ROE和产出缺口对应，ROE增速和产出增速缺口对应。ROE增速等于利润增速减去资本存量增速，只要利润增速高于潜在经济增速，ROE就会上升。

从经验来看，利润增速和PMI、名义经济增速同趋势，领先ROE半年到一年。目前来看，或许利润增速拐点显现，但企业ROE拐点未至，还会继续上升，大概在利润增速降至8%（潜在名义经济增速）左右，ROE开始下降，预计这个时间点最早在2021年末，迟的话可能在2022年中。

对市场而言，经济增速、利润增速下降初期，PMI仍高于50%，经济增速仍高于潜在经济增速，利润增速较高，ROE、产出缺口还会增长一段时间，此时股价增速虽然下降，但增速依然为正。随着经济增速、利润增速进一步下降，ROE下滑、产出缺口转负，股价开始负增长。当然，由于投资者预期的存在，股价会提前反应，股价的拐点位于利润增速拐点和ROE拐点之间。

● **风险提示：地方债发行节奏超预期；出口变化超预期**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

行业点评：经济动能不断接力

2021-06-20

行业点评：信用收缩速度放缓

2021-06-13

目 录

1、 企业利润维持高增速.....	3
2、 ROE 拐点未至.....	4

图表目录

图 1: 剔除基数后企业利润高增长.....	3
图 2: 国企利润增速对民企的赶超.....	4
图 3: PMI 和利润增速同趋势.....	5
图 4: ROE 滞后于利润增速.....	5
图 5: ROE 和产出缺口基本同趋势.....	6

事件: 2021年1—5月份,全国规模以上工业企业实现利润总额34247.4亿元,同比增长83.4%,比2019年1—5月份增长48.0%,两年平均增长21.7%。单看5月,工业企业利润同比增长35.4%,两年平均增长20.2%。

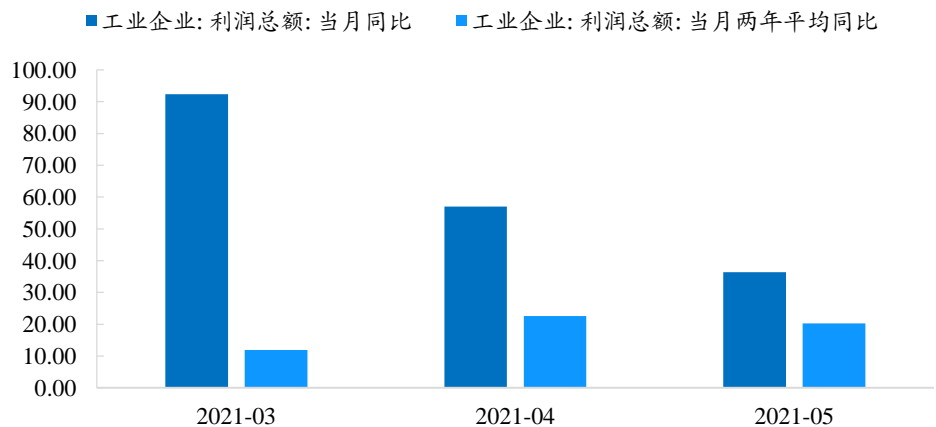
1、企业利润维持高增速

2021年5月,工业企业利润同比增长35.4%,两年平均增长20.2%,略低于4月的22.6%,维持较高增速。原因有三方面。第一,5月工业生产两年平均增速6.6%,略低于4月的6.8%,增速稳定。第二,5月PPI同比增长9%,增速较上月上升2.2个百分点。第三,1—5月累计营业收入利润率是7.11%,高于上月的6.87%。当前需求继续恢复,但是供给受到约束,产出缺口为正,企业的定价能力增强。与此同时,成本费用下降,企业每百元营业收入中的成本同比减少0.75元,环比略降0.29元。

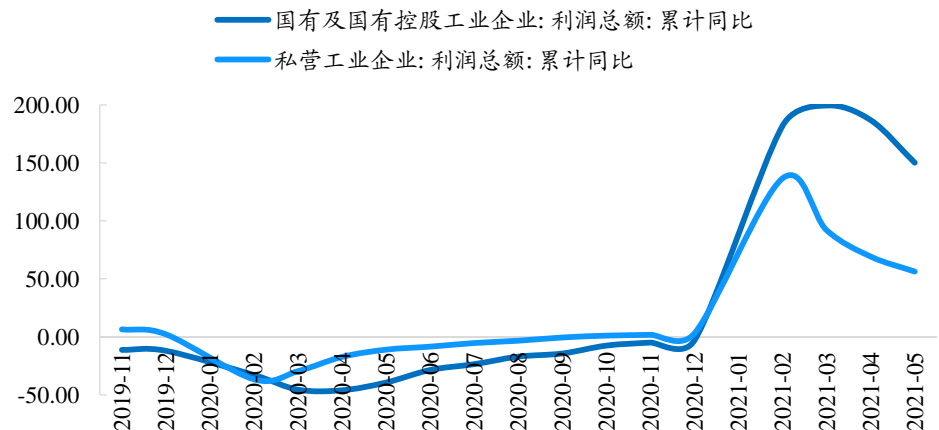
但是从结构上看,盈利分布存在两个不均衡。首先,由于市场势力不同,大宗商品价格上涨,使上游采矿和原材料制造行业受益较多,而下游行业成本压力不断加大。其次,大中型企业利润增速高于小微企业,国有企业利润增速高于私营企业。一方面,疫情对消费的影响仍在持续;另一方面,小微企业多集中在下游行业。实际上,根据疫情的发展,国有企业利润增速先是弱于私营企业,然后再超过私营企业。随着消费的好转,私营企业利润增速有望回升,并可能像疫情前一样超过国有企业。

此外,疫苗、医疗物资需求持续旺盛,1—5月医药制造业利润同比增长85.7%,两年平均增长50.9%,分别较上月上升23.6、12.5个百分点。和出口相关的电气机械和器材制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业利润长期维持较高增速,这也和这些行业的生产增速较高一致。

图1: 剔除基数后企业利润高增长



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2： 国企利润增速对民企的赶超

资料来源：Wind，新时代证券研究所

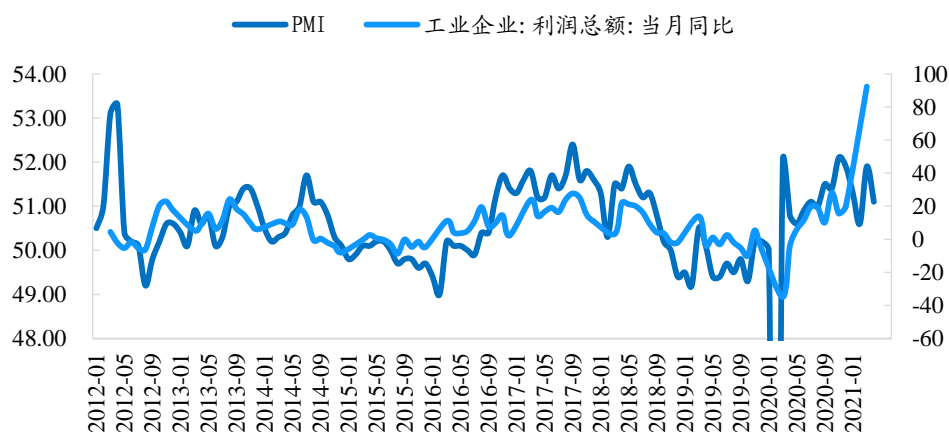
2、 ROE 拐点未至

ROE 是连接实体经济和资产价格的核心变量。长期来看，经济处于稳态时，利润增速和 ROE 趋势一致，但是短期情况下并非如此。

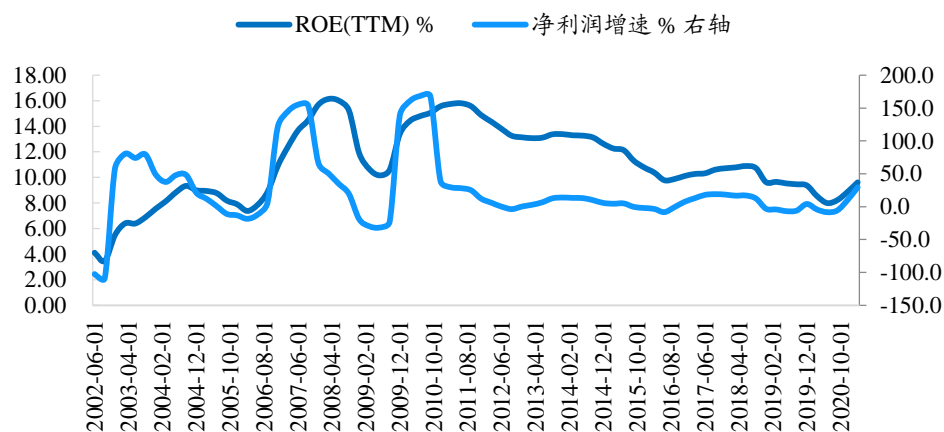
假设企业不分红，利润都用来投资，只要利润增速大于 ROE，ROE 就会上升，当利润增速向下和 ROE 交叉后，ROE 才会下降。还可以从 $R=\alpha Y/K$ 来分析 ROE。将资本存量粗略视为潜在产出，ROE 和产出缺口对应，ROE 增速和产出增速缺口对应。ROE 增速等于利润增速减去资本存量增速，只要利润增速高于潜在经济增速，ROE 就会上升。

从经验来看，利润增速和 PMI、名义经济增速同趋势，领先 ROE 半年到一年。目前来看，或许利润增速拐点显现，但企业 ROE 拐点未至，还会继续上升，大概在利润增速降至 8%（潜在名义经济增速）左右，ROE 开始下降，预计这个时间点最早在 2021 年末，迟的话可能在 2022 年中。

对市场而言，经济增速、利润增速下降初期，PMI 仍高于 50%，经济增速仍高于潜在经济增速，利润增速较高，ROE、产出缺口还会增长一段时间，此时股价增速虽然下降，但增速依然为正。随着经济增速、利润增速进一步下降，ROE 下滑、产出缺口转负，股价开始负增长。当然，由于投资者预期的存在，股价会提前反应，股价的拐点位于利润增速拐点和 ROE 拐点之间。

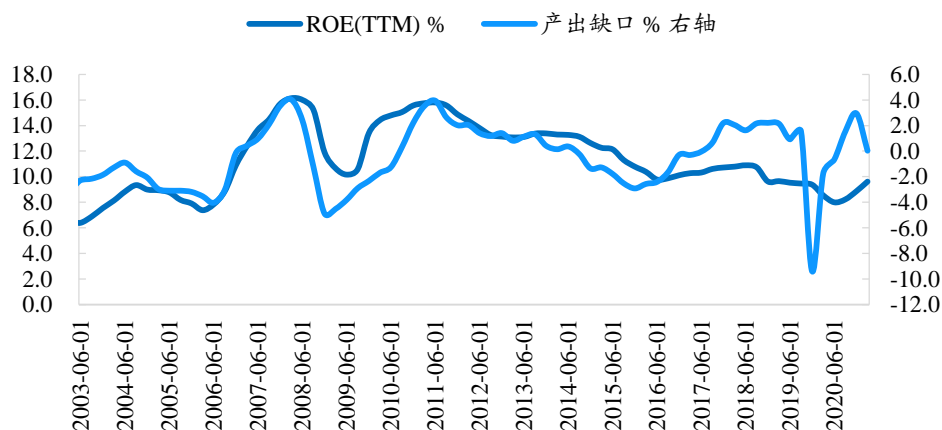
图3: PMI 和利润增速同趋势

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: ROE 滞后于利润增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: ROE 和产出缺口基本同趋势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_20423

