

2021年07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

工业企业利润增速持续下滑

——6月工业企业利润数据点评

相关报告

《6月财政数据点评：财政收入增速反弹》——2021-07-22

《2021年二季度经济数据点评：货币政策的注解》——2021-07-19

《6月贸易数据点评：被误读的数据》——2021-07-15

《国常会提示降准点评：货币政策预调支持经济增长》——2021-07-08

《6月PMI数据点评：维持制造业持续回落的判断》——2021-07-01

事件：

国家统计局7月27日公布全国工业企业利润数据，6月全国规模以上工业企业实现利润7,918.0亿元，同比增长20.0%，剔除基数后持续下滑。其中，工业企业营业收入增速较5月有所回落，但仍强于去年四季度，主要支撑因素仍为偏高的PPI增速；利润率增速受成本率与费用率双双上行影响，较去年四季度水平持续下滑。

投资要点：

- 6月全国规模以上工业企业实现利润7,918.0亿元，同比增长20.0%，剔除去年同期基数（11.5%）的影响后，较去年年末（约21%）的增速水平明显下滑，大约相当于同比增长9.4%，在5月份的增速水平（剔除基数后约为18.9%，4月剔除基数后约为24.6%）有所回落的基础上继续下滑。
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率的增长。6月规模以上工业企业营业收入同比增速17.6%，剔除基数效应后，较5月的高位水平有一定下滑，但仍强于去年四季度约7%的增速。我们的分析显示，收入增速剔除基数较去年末水平较高的一个主要原因是6月PPI增速剔除基数后明显强于去年四季度。
- 6月工业企业利润率同比增速较去年四季度水平持续下滑。具体而言，6月工业企业的营业收入成本率经季调后有明显回升，大宗商品价格偏高对企业利润的冲击似乎有所显现；同时，工业企业费用率也持续上行。
- 展望未来，PPI能否持续上行、以及利润率的上升是否将持续，仍需密切关注大宗商品价格走势以及减碳措施对企业盈利的影响。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

1、6月工业企业利润持续下滑

据国家统计局7月27日公布的数据，6月全国规模以上工业企业实现利润7,918.0亿元，同比增长20.0%。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年末（约21%）的增速水平明显下滑，大约相当于同比增长9.4%，在5月份的增速水平（剔除基数后约为18.9%，4月剔除基数后约为24.6%）有所回落的基础上继续下滑。

图表1：6月工业企业利润增速明显弱于去年末水平



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%）。

就2021年6月而言，剔除基数后，虽然营业收入增速仍强于去年四季度，但工业企业营业利润率的同比增速明显弱于去年四季度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，6月份的工业企业成本率较5月有所回升，且显著强于去年四季度；费用率也持续上行，导致6月营业利润率增速明显下滑。

2、工业企业收入有所回落

6月规模以上工业企业营业收入同比增速17.6%，剔除基数效应后，较5月的高位水平有一定下滑，但仍强于去年四季度约7%的增速。

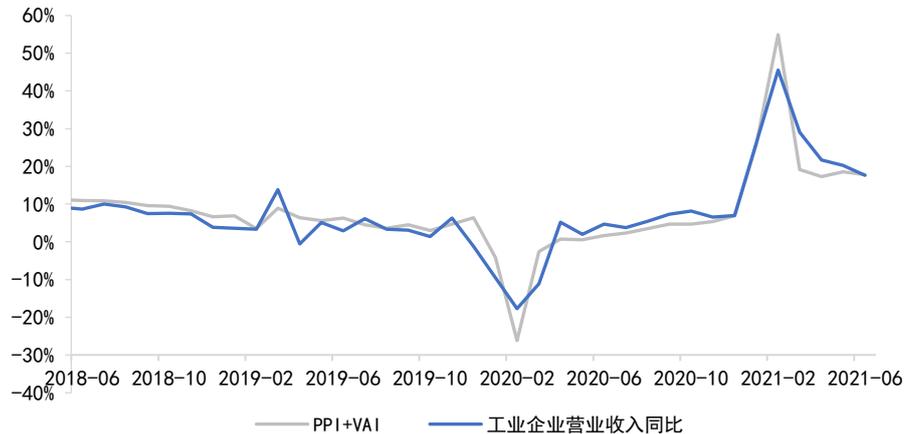
工业企业营业收入的增长可以大致拆分成“量”的增长与“价”的增长两部分，其中“价”的增速可以很大程度在PPI同比增速中体现，“量”的增速则可由工业增加值增速粗略代表。6月PPI同比增长8.8%，剔除基数后在5月的高增速

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6月份的利润率水平，来计算今年6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。

基础上继续上行,明显高于去年四季度的水平。而6月工业增加值同比增速8.3%,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%)

因此,与4、5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

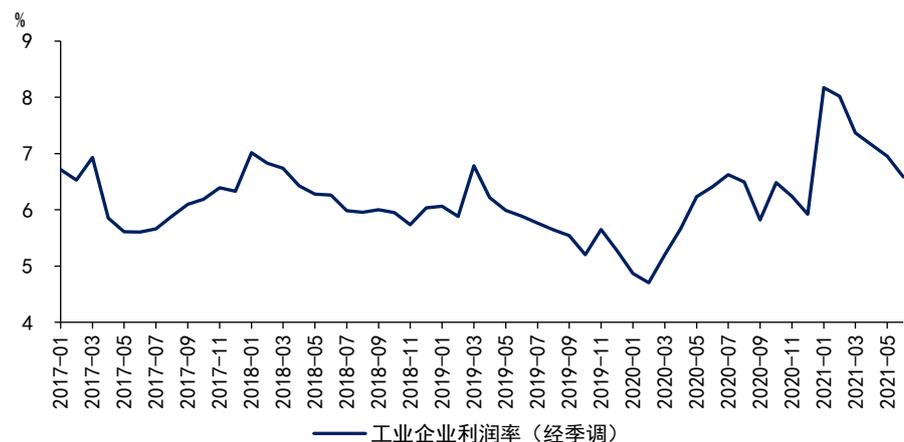


资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、企业利润率增速明显下滑

虽然工业企业收入增速剔除基数后仍强于去年四季度,但6月企业利润率增速(剔除基数——方法参见注1)较去年四季度的利润率增速出现了明显的下滑,拖累6月份企业盈利的增速(剔除基数)显著弱于去年四季度水平。

图表 3: 6月工业企业利润率继续下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

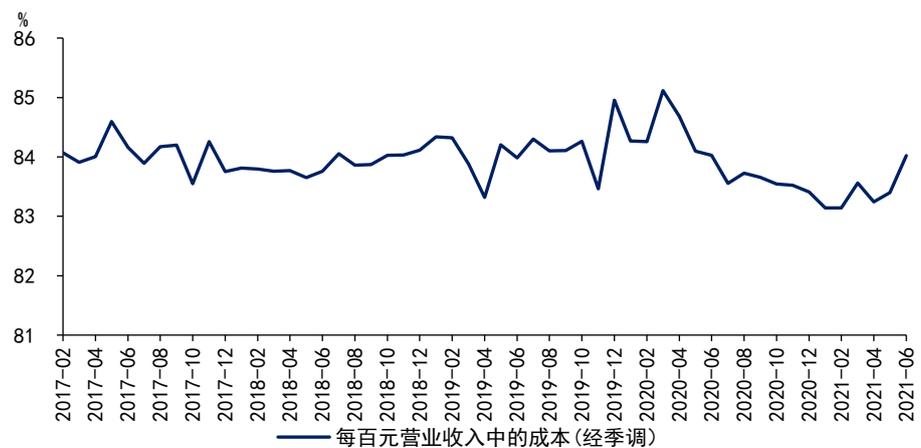
² 工业企业营业收入增速与工业增加值与 PPI 的增速之和在历史上大部分时间一致。虽然在今年初出现了一定程度的背离。但正如我们所预期地缩小,两者在5月差距已缩小至2个百分点。具体可参考我们之前的报告(《工业企业利润超高增长的可持续性存疑——工业企业利润怎么看?》)。

3.1、成本率有所回升

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，经季节性调整后的工业企业营业收入成本率较5月的低位水平有一定回升，大宗商品价格偏高对企业利润的冲击似乎有所显现。

从微观调研了解到的一些情况来看，年初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大宗商品价格走高带来成本上涨的安排，这些安排可能暂时帮助企业压制了成本率，使得大宗商品价格对工业企业利润的压力滞后体现。

图表 4：6 月工业企业成本率（经季调）有所回升



资料来源：Wind, 国海证券研究所

此外大宗商品价格的大幅上涨也导致了工业企业内部出现不同行业间、不同规模企业间的明显分化：上游和原材料加工企业盈利较好，但中下游利润空间受到挤压。

图表 5: 6 月工业行业成本率增速存在明显分化

采矿业	-10.4%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.5%	通用设备制造业	1.0%
煤炭开采和洗选业	-8.2%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.2%	专用设备制造业	1.9%
石油和天然气开采业	-23.7%	家具制造业	0.6%	汽车制造	3.0%
黑色金属矿采选业	-13.6%	造纸及纸制品业	0.0%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.2%
有色金属矿采选业	-3.9%	印刷业和记录媒介的复制	0.3%	电气机械及器材制造业	1.9%
非金属矿采选业	-1.1%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.2%
开采专业及辅助性活动	1.4%	石油、煤炭及其他燃料加工业	2.5%	仪器仪表制造业	1.1%
其他采矿业	20.4%	化学原料及化学制品制造业	-0.5%	其他制造业	-0.5%
制造业	0.5%	医药制造业	-11.0%	废弃资源综合利用业	2.1%
农副食品加工业	2.0%	化学纤维制造业	-3.2%	金属制品、机械和设备修理业	0.1%
食品制造业	1.6%	橡胶和塑料制品业	3.1%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	4.0%
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1%	非金属矿物制品业	0.2%	电力、热力的生产和供应业	4.3%
烟草制品业	3.7%	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.1%	燃气生产和供应业	-0.2%
纺织业	1.5%	有色金属冶炼及压延加工业	-1.6%	水的生产和供应业	2.1%
纺织服装、服饰业	0.6%	金属制品业	0.1%		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 6: 工业行业毛利率(经季调)与 RJ/CRB 商品价格指数相关度

煤炭开采和洗选业	0.04	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.40	金属制品业	-0.37
石油和天然气开采业	0.69	家具制造业	-0.42	通用设备制造业	-0.59
黑色金属矿采选业	0.46	造纸及纸制品业	-0.46	专用设备制造业	-0.40
有色金属矿采选业	0.29	印刷业和记录媒介的复制	-0.19	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.35
非金属矿采选业	-0.03	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.39	电气机械及器材制造业	-0.61
其他采矿业	0.11	石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.59	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.70
农副食品加工业	0.36	化学原料及化学制品制造业	-0.35	仪器仪表制造业	-0.56
食品制造业	-0.20	医药制造业	-0.59	其他制造业	-0.40
酒、饮料和精制茶制造业	-0.43	化学纤维制造业	-0.58	废弃资源综合利用业	-0.04
烟草制品业	0.38	非金属矿物制品业	-0.35	电力、热力的生产和供应业	-0.50
纺织业	-0.20	黑色金属冶炼及压延加工业	-0.25	燃气生产和供应业	0.40
纺织服装、服饰业	0.13	有色金属冶炼及压延加工业	-0.01	水的生产和供应业	-0.19
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.36				

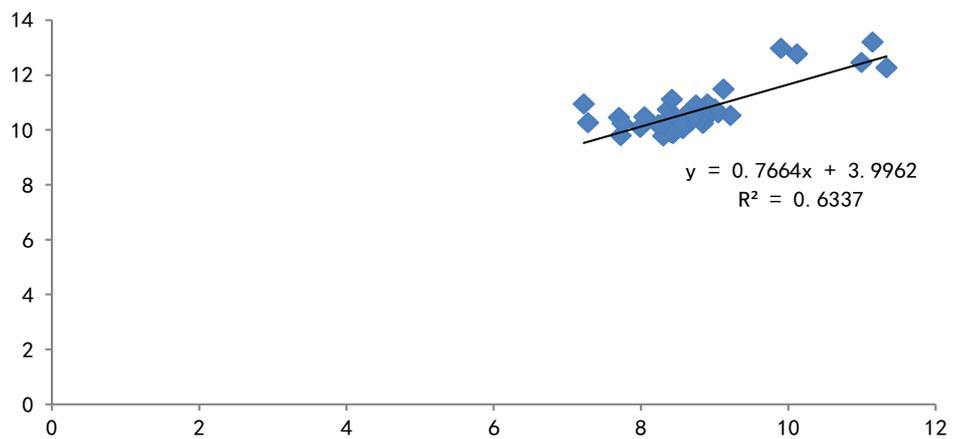
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、费用率持续上行

费用率的上升对利润率下滑也有一定贡献。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。根据统计局公布的费用率——虽然这一指标仅包含销售费用、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——剔除季节影响后，6月统计局口径的费用率进一步上升，在一定程度上支持了我们定义的费用率的持续上行。

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5月有所回落，且弱于去年四季度增速，主要受消费税大幅下滑的影响，说明费用率上行的原因并不在财政方面。但由于与费用率相关的三项费用数据尚未公布，费用率走高的驱动因素还有待进一步观察。

图表 7: 统计局公布费用率 vs 费用及税金附加高度相关



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 8: 6月统计局公布的费用率有所上升

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_22421

