

宏观点评

企业盈利：上半年特征和下半年关注点

事件：1-6月全国规模以上工业企业利润总额累计同比66.9%，较2019年同期增45.5%，两年复合增速20.6%，前值21.7%；6月单月规模以上工业企业利润总额同比增20.0%，前值36.4%。

核心观点：上半年4大特征+下半年5大关注点。

1、工业企业利润小幅回落，下半年仍有韧性

>1-6月规模以上工业企业利润复合增速20.6%，较1-5月回落1.1个百分点，回落速度有所加快；6月单月增速20.0%，较5月回落16.4个百分点。往后看，出口景气、PPI高位震荡仍将支撑企业盈利；但成本费用已边际回升，继续提示企业利润率上行空间可能有限。

2、行业延续分化，上游对下游的利润挤压边际趋缓

>三大产业看：1-6月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速16%、20.4%和5.9%，其中：采矿业增速继续改善，主要受益于大宗商品涨价；制造业小幅回落，但仍高于同期均值10个百分点，应与出口景气、国内经济恢复有关；公用事业增速回落，主要受上游涨价拖累。

>分产业链看：下游消费、公用事业利润占比继续回落，但回落速度边际趋缓；中游设备制造小幅改善。1-6月上游（采掘+原材料）利润占比回落0.1个百分点至49.5%，应与稳价保供政策落实有关，其中采掘行业利润占比续升，原材料小落，说明采掘行业价格快速上涨，对原材料行业利润也有一定挤压。中游设备制造利润占比小幅回升；下游消费、公用事业继续回落，但回落速度边际趋缓。往后看，稳价保供措施应会进一步出台，有助于缓解上游对下游利润的挤压。不过，鉴于下半年PPI整体高位，叠加河南洪涝、浙江台风等突发因素可能进一步推升大宗价格，后续上游对下游利润的挤压应难实质改善。

>细分行业看：28个行业营收和利润两年复合增速改善，其中14个行业利润增速相比1-5月进一步加快。具体看：1）利润增速改善的行业主要集中在上游采矿（黑色采矿、油气开采、煤炭采选等）和下游消费（文体用品、木材加工、纺织等），前者主要受益于大宗商品价格上涨，后者主要受益于经济恢复、需求增加、行业景气度提升。2）利润增速回落较多的行业主要集中在中游设备制造（汽车制造等）和部分上游原材料（橡胶塑料、黑色冶炼等），主因汽车产业链景气度偏低，也和6月钢铁、有色等部分大宗商品价格阶段性回落有关。

3、库存仍回补，继续提示本轮补库可能持续到年底，并逐步转为被动补库

>整体看，6月工业企业产成品库存同比增11.3%，较前值回升1.1个百分点。往后看，企业资金充裕程度、自身补库意愿、PPI高位震荡都将支撑企业继续补库，继续提示本轮补库周期可能持续到年底，但后续需求端支撑弱化，可能逐步转为被动补库。

>从重点工业原料的高频数据看，不同产业链之间分化明显，部分投资链条相关产品趋于去库，消费链条则趋补库：数据显示，基建链的沥青等已处补库中后期，后续可能面临去库压力；地产链钢铁、水泥等延续补库；消费链的苯乙烯、PP（聚丙烯）、PE（聚乙烯）等开始补库；汽车产业链仍处被动去库，侧面印证汽车行业景气度偏低。

4、国企民企盈利差距再次拉大，私企杠杆进一步提升

>盈利增速：1-6月国企两年复合增速微降0.1个百分点至23.1%，私企回落1.8个百分点至16.1%，预示私企继续承压，主因在于国企多数布局在中上游，更加受益于大宗商品涨价。

>杠杆率：6月工业企业整体资产负债率回升0.2个百分点至56.5%，主因在于负债端增速回升。分所有制看，国企回升0.2个百分点至57.0%，私企回升0.4个百分点至58.6%，私企、国企资产负债率之差创有数据以来新高，后续需关注私企的债务压力。

5、往后看，出口景气、PPI高位震荡继续支撑企业盈利，继续提示5大关注点：

- >下半年PPI预计延续高位，仍需关注上游涨价对中下游企业利润的挤压；
- >近期多省限电，黑色、煤炭等上游行业可能面临涨价压力，可能造成行业利润继续分化；
- >信用收缩仍是大趋势，关注对企业经营及债务问题的影响，特别是小微企业、民营企业；
- >环保政策继续趋严，关注中上游环保限产的动态，及其对企业盈利的影响；
- >下半年群体免疫仍是大概率，消费、服务业恢复是趋势，关注南京疫情复发等扰动因素。

风险提示：疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《近期11省限电的原因、影响与展望》2021-07-25
- 2、《经济仍偏强，年中政治局会议将如何定调？》2021-07-16
- 3、《三大预期差支撑出口强劲，下半年仍可乐观点》2021-07-13
- 4、《6月CPI、PPI同比均微降，下半年会怎么走？》2021-07-09
- 5、《企业盈利的行业分化再加剧，提示4个关注点》2021-06-27
- 6、《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》2021-05-25



内容目录

工业企业利润小幅回落，下半年仍有韧性	3
行业延续分化，上游对下游的利润挤压边际趋缓	3
库存仍回补，继续提示本轮补库可能持续到年底，并逐步转为被动补库	5
国企民企盈利差距再次拉大，私企杠杆进一步提升	6
风险提示	8

图表目录

图表 1: 工业营收延续小幅改善	3
图表 2: 工业企业利润增速小幅回落，仍显著高于往年同期	3
图表 3: 三大行业利润增速走势继续分化	4
图表 4: 下游消费、公用事业利润占比回落速度边际趋缓	4
图表 5: 14 个行业盈利增速相比 5 月进一步改善	5
图表 6: 工业企业库存延续回升	6
图表 7: 工业企业存货和产成品存货之差继续走阔	6
图表 8: 生产端限制情况下，企业实际库存连续两个月小幅回升	6
图表 9: 国企盈利增速仍然明显高于私企	7
图表 10: 6 月末工业企业资产负债率回升 0.2 个百分点至 56.5%	7
图表 11: 国企和私企负债率差距进一步拉大	7

事件: 1-6月全国规上工业企业利润总额累计同比 66.9%，相比 2019 年同期增 45.5%，两年复合增长 20.6%；6月规上工业企业利润总额同比增 20.0%。

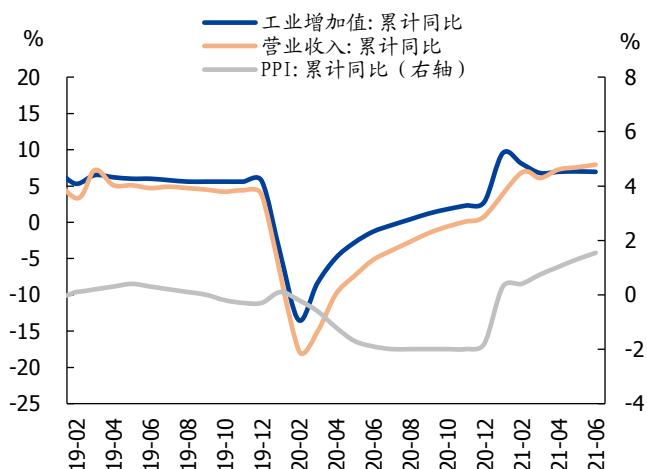
工业企业利润小幅回落，下半年仍有韧性

1-6月规上工业企业利润同比 66.9%，以 2019 年为基期两年复合增速 20.6%，较前值回落 1.1 个百分点；其中，6月单月同比 20.0%，两年复合增速 14.7%，较前值回落 6.4 个百分点，表明工业企业利润改善速度有所回落，但从绝对水平看仍然高于 2011-2019 年同期均值。按照营收和利润率两方面看：

1) 营收: 1-6月规上企业营收同比 27.9%，较前值回落 2.6 个百分点；两年复合增速 7.9%，较前值回升 0.4 个百分点。按照量、价两方面拆解：1-6月工业增加值、PPI 分别同比 15.9%和 5.1%，两年复合增速分别为 7.0%和 1.5%，其中工业增加值持平，PPI 增速回升 0.2 个百分点，表明价格因素对营收的支撑有所强化。往后看，维持此前判断，由于下半年国内经济可能边际趋回落，但出口形势仍然乐观，叠加 PPI 可能维持高位震荡，后续工业营收增速仍有望维持较高水平。

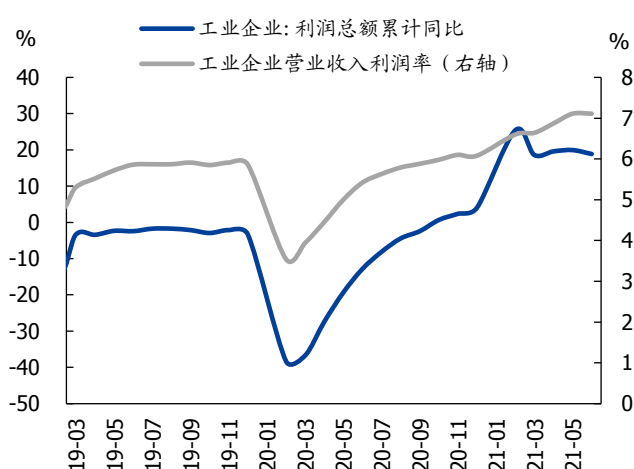
2) 利润率: 1-6月营收利润率 7.1%，基本持平前值。从成本和费用两方面看，工业企业每百元营收中成本已经连续 5 个月上升，其中大宗商品涨价导致中下游成本提升是主要拖累；每百元营收中费用连续 2 个月回升，继续提示后续工业企业利润率上行的空间可能有限。

图表 1: 工业营收延续小幅改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 2: 工业企业利润增速小幅回落，仍显著高于往年同期

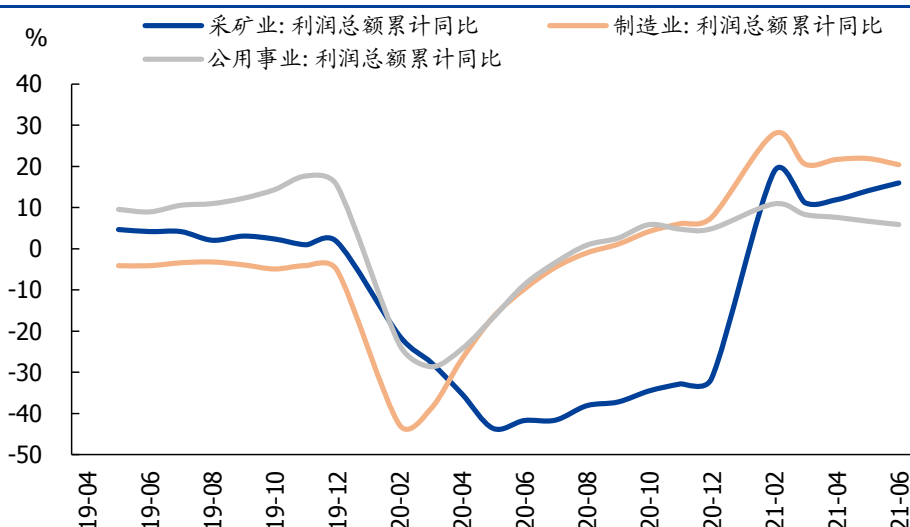


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

行业延续分化，上游对下游的利润挤压边际趋缓

三大行业看，1-6月采矿、制造、公用事业利润同比 133.0%、67.3%、16.9%，分别较前值回落 2.5、17.9、12.2 个百分点；两年复合增速分别为 16.0%、20.4%、5.9%，前值 14.1%、21.9%和 6.7%。其中，采矿业利润两年复合增速继续改善，主要应是受益于大宗商品涨价增厚利润；制造业利润两年复合增速小幅回落，但是仍然显著高于往年同期均值近 10 个百分点，应与出口景气、国内经济恢复导致需求高增有关；公用事业利润两年复合增速继续回落 0.8 个百分点，主要受煤炭等大宗商品涨价拖累。

图表 3: 三大行业利润增速走势继续分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

分产业链看, 下游消费、公用事业利润占比继续回落, 但回落速度边际趋缓; 中游设备制造小幅改善。利润占比来看, 1-6 月上游 (采掘+原材料) 利润占比小幅回落 0.1 个百分点至 49.5%, 其中采掘行业利润占比继续提升, 原材料行业小幅回落, 说明采掘行业相关产品价格快速上涨, 对其利润也构成了一定的挤压; 中游设备制造利润占比回升 0.6 个百分点至 29.2%; 下游消费、公用事业利润占比分别回落 0.4、0.1 个百分点至 14.9%、6.4%, 回落速度边际趋缓。

相比 5 月, 无论是上游利润占比提升, 还是下游占比回落速度均有所放缓, 应是稳价保供措施落地的结果。近期, 经济专家和企业座谈会等高层会议仍然重点关注大宗涨价问题, 预计稳价保供措施仍会进一步出台, 有助于缓解上游对下游利润的挤压。不过, 鉴于下半年 PPI 整体高位, 叠加河南洪涝、浙江台风等突发因素可能进一步推升大宗价格, 上游对下游利润的挤压应难实质改善。

图表 4: 下游消费、公用事业利润占比回落速度边际趋缓

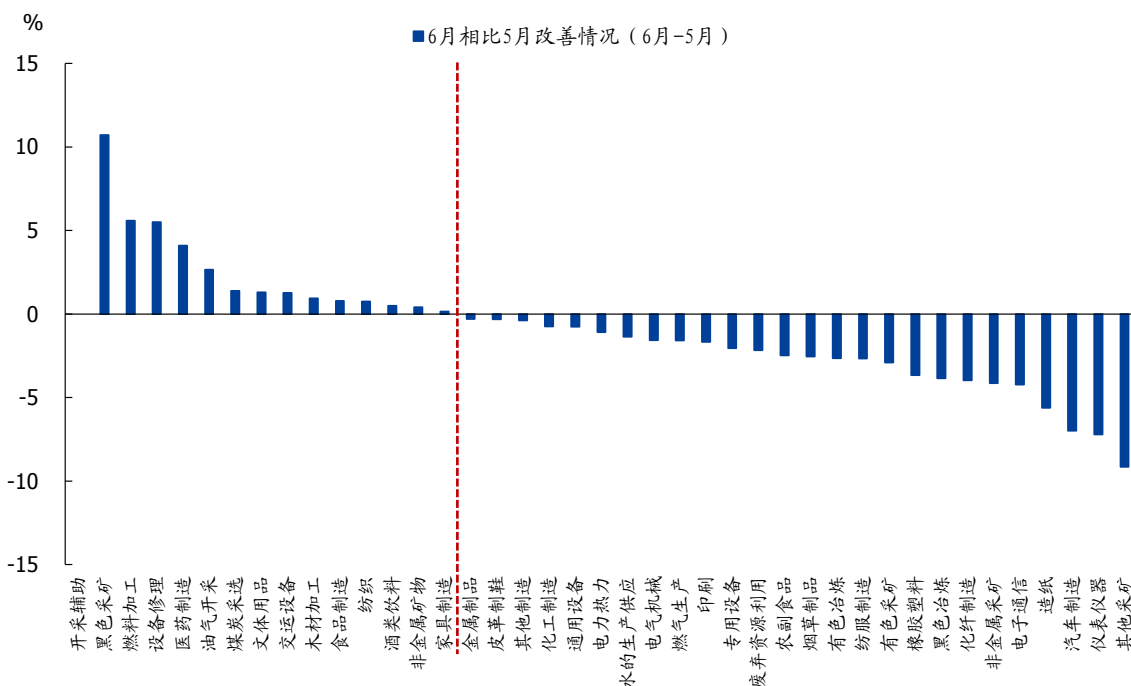
利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-06	9.1%	40.5%	29.2%	14.9%	6.4%
2021-05	8.8%	40.8%	28.6%	15.3%	6.5%
2021-04	8.4%	39.7%	28.6%	16.4%	7.0%
2021-03	8.3%	37.9%	28.5%	17.8%	7.5%
2021-02	8.9%	37.0%	26.6%	19.8%	7.7%
2020-12	5.5%	32.5%	34.9%	19.1%	8.0%
2020-11	6.0%	31.5%	34.8%	19.0%	8.7%
2020-10	6.1%	30.8%	34.6%	19.5%	9.0%
2020-09	6.1%	30.1%	34.8%	20.0%	9.0%
2020-08	6.3%	29.6%	34.8%	20.0%	9.2%
2020-07	6.3%	29.0%	34.9%	20.7%	9.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

细分行业看, 1-6 月 41 个重点行业中 28 个营收和利润两年复合增速同时改善, 其中黑色采掘、燃料加工、金属制品、医药制造等 14 个行业利润增速相比 1-5 月进一步加快;

前值为 23 个行业改善，可与总体利润增速小幅回落相互印证。具体来看：1) 利润增速改善的行业主要集中在上游采矿（黑色采矿、油气开采、煤炭采选等）和下游消费（文体用品、木材加工、食品制造、纺织、酒类饮料、家具制造等），前者主要受益于大宗商品价格上涨；后者主要受益于经济恢复、需求增加、行业景气度提升。2) 利润增速回落较多的行业主要集中在中游设备制造（汽车制造、仪器仪表、电子通信等）和部分上游原材料（橡胶塑料、黑色冶炼、化纤制造、有色冶炼等），主要跟汽车产业链景气度偏低，6 月钢铁、有色等部分大宗商品价格阶段性回落有关。

图表 5: 14 个行业盈利增速相比 5 月进一步改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

库存仍回补，继续提示本轮补库可能持续到年底，并逐步转为被动补库

6 月规上工业企业产成品库存同比增 11.3%，较前值回升 1.1 个百分点，主因跟企业加速生产累库、基数下降有关(去年 5-6 月工业企业产成品库存分别同比增 9.0%、8.3%)。往后看，工业企业可能延续补库，继续提示本轮补库周期可能持续到年底。主因有三：

1) M1 反映企业资金的充裕程度，领先工业企业产成品存货 1 年左右，M1 在 2021 年初才出现明显回落，预示企业补库可能持续到年底。

2) 企业本身仍有补库意愿。证据有二：第一、工业企业存货与产成品存货增速之差继续走阔（前者包括原材料、半成品等，后者只包括产成品，如果前者增速快于后者，就说明企业加速购进原材料），表明企业仍在加速原材料的购进和生产。第二、剔除价格因素的实际库存更能反映企业生产和补库的意愿，根据我们测算，当前企业实际库存仍处低位，但在生产端存在环保、缺芯等限制的情况下，仍然存在边际改善的迹象（连续两个月小幅回升），表明企业本身存在补库意愿。

3) 去年 3 月之后基数逐月走低，以及下半年 PPI 高位震荡，都会造成库存读数走高。

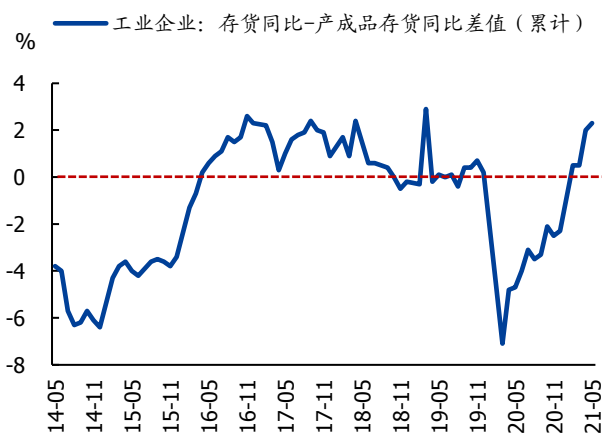
提示关注的是：下半年我国经济可能整体趋回落，需求端的支撑可能弱化，后续可能逐步步入被动补库。（详见前期报告《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》）

图表 6: 工业企业库存延续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 工业企业存货和产成品存货之差继续走阔



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 生产端限制情况下, 企业实际库存连续两个月小幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

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_22432

