

总量研究

盈利增速放缓，结构分化加大

——2021年6月工业企业盈利数据点评

要点

事件：1-6月，规模以上工业企业利润同比累计增长66.9%，与2019年同期相比，利润增长45.5%，两年平均增长20.6%；6月份，规模以上工业企业利润同比增长20.0%，与2019年同期相比，利润增长33.8%，两年平均增长15.7%。

核心观点：

6月工业企业盈利增速边际放缓，上下游分化并未缓解，下游成本压力仍在。一是钢铁产能限制下，工业生产边际放缓，营收增速也有所回落；二是6月主要工业品价格仍处高位，上下游价格差仍在扩大，下游企业利润继续承压；三是虽然整体利润率仍处高位，但制造业利润率已边际回落，尤其是下游制造业表现较差。

向前看，经济恢复不均衡问题仍将持续存在，经济增速下行压力也将逐步显现。一，大宗商品价格不会过快回落，中上游企业利润高增在第三季度将延续；二，四季度出口面临下行压力，下游制造业将受到影响；三，消费复苏较为缓慢，价格向下传导不畅，成本压力仍存。

政策“稳中求进”总基调预计维持不变，今年四季度或择机下调政策利率。疫情反复、经济恢复不均衡、国际局势不稳定的因素，至今依然存在。因此，“稳中求进”的政策总基调预计维持不变，四季度预计会择机下调政策利率，呵护实体经济同时，也可以为未来政策操作预留空间。

驱动：6月工业企业利润增速边际放缓，主要受到三方面的因素影响：

一是，工业生产边走弱。6月规上工业增加值同比增长8.3%，两年平均增长6.5%，相比5月有所回落，主要受到6月以来钢铁产能压降的影响；

二是，工业品价格高位震荡，上下游价格差继续扩大。6月PPI同比增长8.8%，比5月回落0.2个百分点，PIRM同比增长13.1%，比5月继续上升0.6个百分点，PIRM与PPI剪刀差继续扩大，下游企业成本压力并未缓解；

三是，虽然整体利润率仍处高位，但制造业利润率已在回落。2021年1-6月，规上工业企业营业收入利润率为7.11%，与1-5月持平。拆分不同行业来看，6月利润率的高位主要由采矿业贡献，制造业、电燃水供应业的利润率均在下滑。

结构：6月上下游企业利润继续分化，经济复苏不均衡特征持续存在。

上游采矿业与中游原材料制造业：企业利润维持高位。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上游采矿业和原材料制造业利润增速持续处于高增区间，成为工业企业利润增长的主要贡献力量；

下游制造业利润增速边际放缓，成本压力不断加大；对于下游消费品业，必选品类有所恢复，可选品类继续承压，仍未恢复到疫情前同期水平。

此外，私营、小微企业盈利恢复相对较慢，经济效益改善不均衡问题仍较为突出。

库存：产成品库存增速继续上升，制造业补库延续。2021年6月末，规上工业企业产成品存货同比增长11.3%，比5月末回升1.1个百分点。制造业补库延续，企业通过加快资本开支扩充投资有所加快，与6月制造业投资数据形成印证。

6月制造业投资有所反弹，以2019年为基数，6月制造业投资单月增速12.3%，大幅高于5月的7.5%，及4月的7%。但同时应该看到，制造业投资内部分化也较为严重，高技术品类投资增速处于较高水平，低技术条线则恢复较慢。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评（2021-07-21）

投资消费引领、经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评（2021-07-15）

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评（2021-07-13）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

目 录

一、盈利增速放缓，结构分化仍存.....	3
二、驱动：工业生产放缓，利润率回落.....	3
三、结构：利润分化仍在，下游企业持续承压	5
四、库存：补库延续，制造业投资反弹.....	8
五、展望：结构分化仍在，政策延续宽松	9

图目录

图 1：6 月工业企业利润增速边际放缓.....	4
图 2：工业生产边际回落.....	4
图 3：碳中和推进下，6 月钢铁产量同比下降.....	4
图 4：PPIRM- PPI 剪刀差不断扩大	5
图 5：6 月主要工业品购进价格继续处于高位.....	5
图 6：6 月企业利润率达到历史较高水平	5
图 7：上游采矿业利润率持续上升，制造业利润率回落	5
图 8：上下游利润分化持续存在.....	6
图 9：行业利润分化仍在，下游企业持续承压.....	7
图 10：产成品存货增速继续回升	8
图 11：6 月，高技术制造业链条加速修复，低技术链条低迷	8

表目录

表 1：2021 年 6 月，工业企业利润增速边际放缓	3
-----------------------------------	---

一、盈利增速放缓，结构分化仍存

事件：2021年7月27日，国家统计局公布1-6月工业企业盈利数据。1-6月，规模以上工业企业利润累计同比增长66.9%，与2019年同期相比，利润增长45.5%，两年平均增长20.6%；6月份，规模以上工业企业利润同比增长20.0%，与2019年同期相比，利润增长33.8%，两年平均增长15.7%。

核心观点：6月工业企业盈利增速边际放缓，上下游分化并未缓解，下游成本压力仍在。一是钢铁产能限制下，工业生产边际放缓，营收增速也有所回落；二是6月主要工业品价格仍处高位，上下游价格差仍在扩大，下游企业利润继续承压；三是虽然整体利润率仍处高位，但制造业利润率已边际回落，尤其是下游制造业表现较差。

向前看，经济恢复不均衡问题仍将持续存在，经济增速下行压力也将逐步显现。一则，大宗商品价格不会过快回落，中上游企业利润高增在三季度将延续；二则，四季度出口面临下行压力，下游制造业将受到影响；三则消费复苏较为缓慢，价格向下传导不畅，成本压力仍存。

总体来看，疫情反复、经济恢复不均衡、国际局势不稳定的因素，至今依然存在。因此，“稳中求进”的政策总基调预计维持不变，四季度预计会择机下调政策利率，呵护实体经济同时，也可以为未来政策操作预留空间。

表 1：2021 年 6 月，工业企业利润增速边际放缓

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率	产成品 存货同比
2020 年	11 月实际值	15.5	2.4	0.1	6.10	7.3
	12 月实际值	20.1	4.1	0.8	6.08	7.5
	1-2 月实际值	178.9	178.9	45.5	6.60	8.6
2021 年	3 月实际值	92.3	137.3	38.7	6.64	8.5
	4 月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
	5 月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	6 月实际值	20.0	66.9	27.9	7.11	11.3
	相比于 2019 同期	33.8	45.5	21.2	—	—

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：工业生产放缓，利润率回落

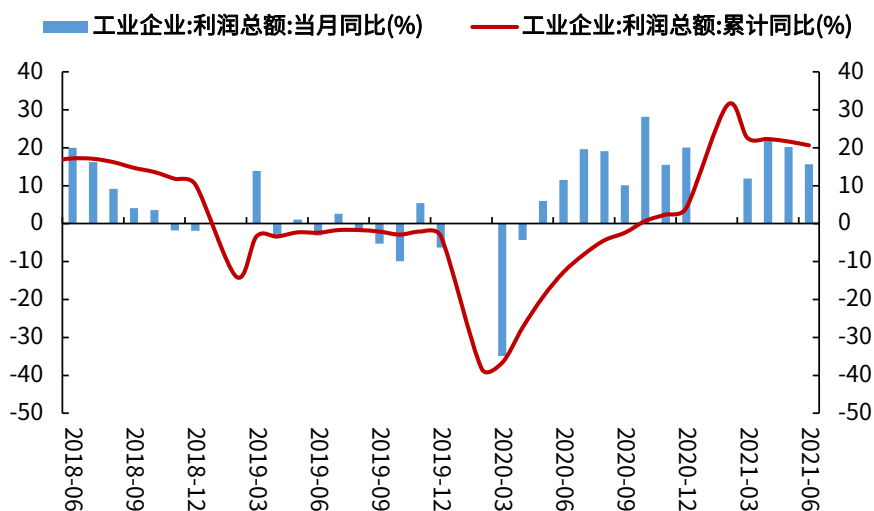
6月工业企业利润增速边际放缓。2021年6月，工业企业利润单月同比增长20.0%，增速较5月份回落16.4个百分点。与2019年同期相比，利润增长33.8%，两年平均增长15.7%，较5月份回落4.5个百分点，企业盈利增速放缓，但仍保持在较高增速区间。利润增速回落，主要受到三方面的因素影响：

一是，**工业生产边际走弱。**规上工业增加值单月同比增长8.3%，与2019年同期相比，工业增加值增长13.5%，两年平均增长6.5%，相比5月有所下滑；营业收入增长27.9%，与2019年同期相比，企业营收增长21.2%，两年平均增长10.1%。6月以来，钢铁产能压降工作开启，工业生产受到一定影响；

二是，工业品价格高位震荡，上下游价格差继续扩大。2021年6月，PPI同比增长8.8%，比5月回落0.2个百分点，PPIRM同比增长13.1%，比5月上升0.6个百分点，PPIRM与PPI剪刀差继续扩大，下游企业成本压力并未缓解；

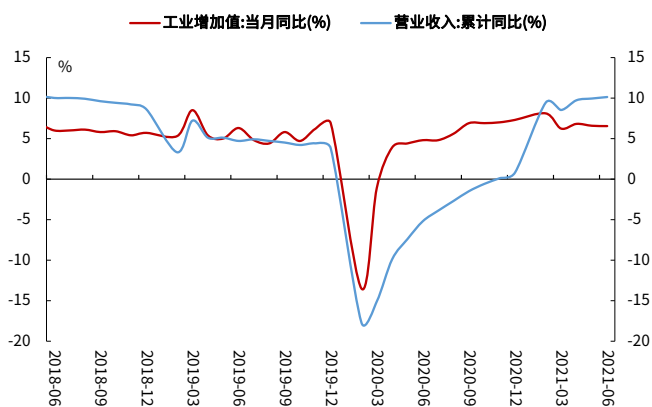
三是，制造业利润率的回落尤为明显。2021年1-6月，规上工业企业营业收入利润率为7.11%，与1-5月持平，同比提高1.69个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.95个百分点。其中，6月利润率的高位主要由采矿业贡献，制造业、电燃水供应业的利润率则边际下滑。

图1：6月工业企业利润增速边际放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021年各月数据为两年平均增速）

图2：工业生产边际回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021年各月数据为两年平均增速）

图3：碳中和推进下，6月钢铁产量同比下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4: PPIRM- PPI 剪刀差不断扩大

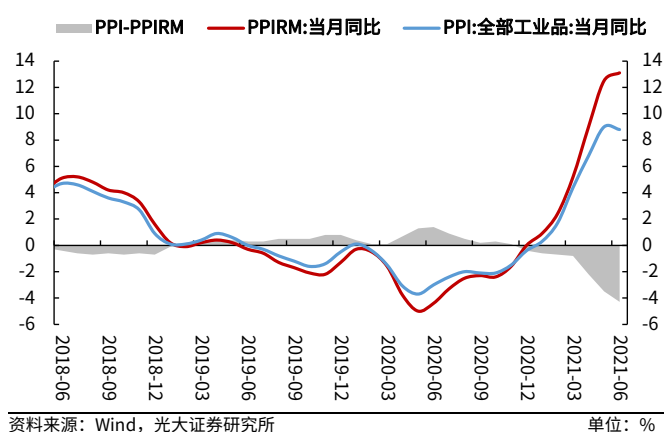


图 5: 6 月主要工业品购进价格继续处于高位

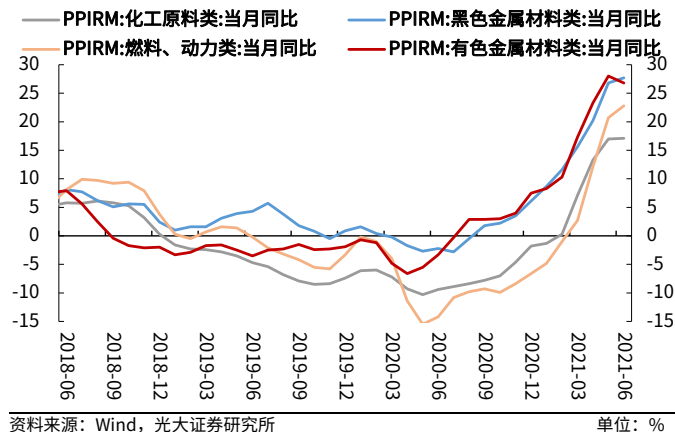


图 6: 6 月企业利润率达到历史较高水平

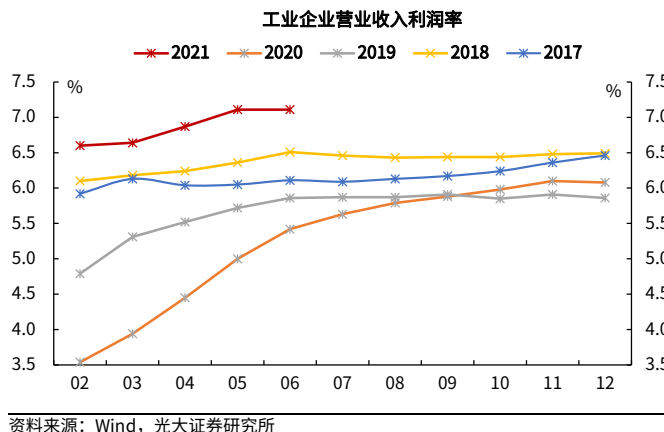
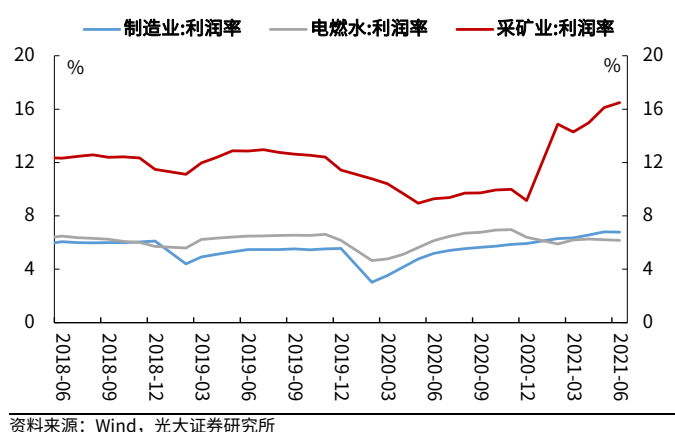


图 7: 上游采矿业利润率持续上升，制造业利润率回落



三、结构：利润分化仍在，下游企业持续承压

根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游主要包括重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘；中游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；下游产业以中游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，可区分为靠近中游的下游制造业与靠近终端消费的下游消费品业。

6 月上下游企业利润分化持续显现，经济恢复不均衡问题仍较为突出。

中上游：企业利润增速继续维持高位。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上游采矿业和原材料制造业利润增长明显加快。2021 年 1-6 月，采矿业利润同比增长 133.0%，两年平均增长 16.6%，相比 1-5 月继续加快；原材料

制造业利润同比增长 183%，两年平均增长 35.8%，其中，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业利润增长较快，两年平均分别增长 41.2%、62.2%、37.0%，虽然相较 5 月增速有所放缓，但继续维持在高增区间。

下游制造业：增速边际放缓，成本压力加大。

下游制造业是工业企业利润的核心构成，占据工业企业利润比重近 40 个百分点，6 月下游制造业的边际走弱在一定程度上拖累了工业企业利润增速。

6 月下游制造业利润增速边际放缓，成本压力继续加大。1-6 月，通用设备制造业、专用设备制造业、仪器仪表、电气机械利润同比分别增长 34.5%、31.0%、25.1%、36.1%，两年平均分别增长 15.3%、25.7%、13.4%、12.9%，相比于 1-5 月，分别下滑 1.3 个、1.3 个、7.5 个、2.2 个百分点；

从成本费用来看，今年以来，下游制造业的成本费用压力不断提升。通过计算每百元营业收入中的成本和费用（营业成本+营业费用+管理费用+财务费用）占比来看，2021 年 6 月，下游制造业每百元营业收入中成本和费用累计为 90.4 元，而在 3 月份，下游制造业每百元营业收入中成本和费用累计仅为 84.9 元，成本费用率提升了 5.5 个百分点，压力不断加大。

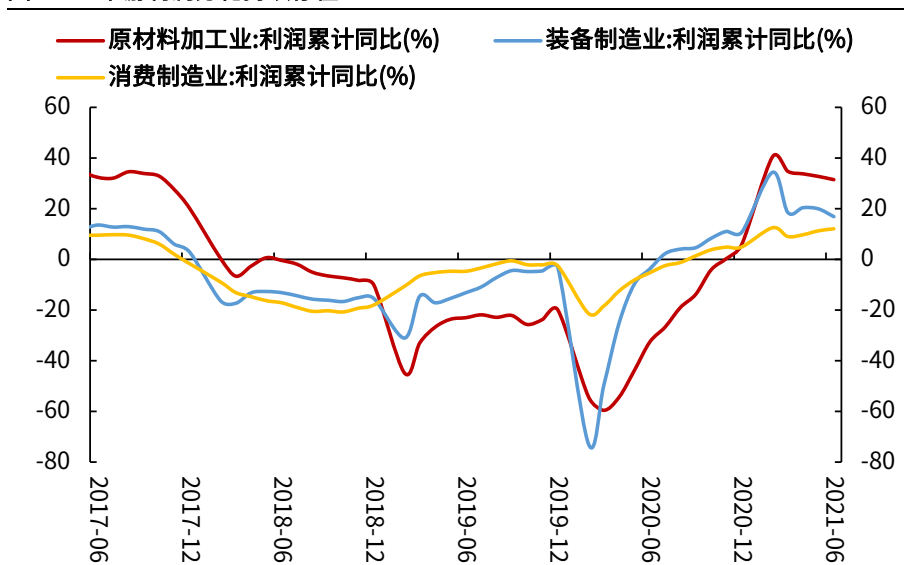
下游消费品业：必选品类有所恢复，可选品类继续承压。

6 月消费品内部出现一定的分化，必选品类有所恢复，可选品类继续承压。

在必选品制造业中，1-6 月，食品制造与饮料制造同比分别增长 7.2%、12.2%，两年平均分别增长 7.2%、12.2%，相比于 1-5 月分别上升 0.7、0.3 个百分点，伴随居民收入改善以及恢复正常生活，居民必选品消费正处于积极恢复态势；

而对于可选品制造业，1-6 月，纺织服装、皮革羽毛与鞋制造、家具制造业利润同比分别增长 4.7%、27.9%、44.7%，两年平均分别增长-9.1%、-10.5%、-5.3%，相比于 1-5 月分别下降 4.3、1.2、1.3 个百分点，成本压力不断加大，仍未恢复到疫情前同期水平。

图 8：上下游利润分化持续存在



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年平均增速）

此外，上半年小微企业与大中型企业之间的效益改善不均衡问题也较为突出。2021年1-6月，小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速继续低于规模以上工业平均水平，企业之间效益改善不均衡问题仍较为突出。

图9：行业利润分化仍在，下游企业持续承压

产业链条	行业分类	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
上游 采矿业	煤炭开采和洗选业	-24.5	-21.1	28.7	16.7	18.2	20.0	21.3
	石油和天然气开采	-70.8	-83.2	-6.1	-2.7	-2.2	-5.0	-2.3
	黑色金属矿采选业	45.0	74.9	134.8	114.4	103.2	91.0	89.1
	有色金属矿采选业	15.1	14.7	28.1	13.6	17.0	28.3	26.0
	非金属矿采选业	0.8	4.2	11.8	11.8	13.2	14.6	9.9
中游 原材料	石油、煤炭加工	-44.0	-26.5					
	木材加工	-12.6	-8.8	-5.2	-3.2	-2.4	0.4	-0.7
	造纸及纸制品	15.3	21.2	48.3	41.8	42.1	39.5	33.1
	化学原料制造	10.5	20.9	41.8	38.7	39.1	38.3	37.0
	化学纤维	-26.3	-15.1	41.8	62.3	72.4	85.8	68.3
	橡胶、塑料	25.3	24.4	37.2	28.8	27.1	23.2	19.3
	非金属矿物制品	1.4	2.7	8.5	5.6	6.3	7.1	7.6
	黑色金属加工	-9.9	-7.5	56.0	47.0	43.0	42.9	41.2
有色金属加工	10.1	20.3	114.4	99.6	86.7	65.5	62.2	
下游 制造业	通用设备	12.5	13.0	25.7	14.6	17.6	16.6	15.3
	专用设备	23.0	24.4	49.7	26.6	31.2	27.0	25.7
	汽车制造	7.2	4.0	131.4	36.7	11.1	9.7	7.3
	电子设备	15.7	17.2	179.1	45.8	46.3	41.8	35.9
	运输设备	1.1	-1.5	22.5	7.3	3.4	3.8	3.1
	仪器仪表	13.3	11.6	44.1	18.7	21.4	20.9	13.4
	电气机械	6.6	6.0	29.9	18.9	19.7	15.1	12.9
	金属制品	4.4	4.1	20.1	14.9	17.9	17.3	16.3
下游 消费品	纺织业	7.5	7.9	-0.7	-7.3	-3.3	-3.1	-1.7
	纺织服装、服饰	-20.8	-21.3	-9.0	-10.0	-5.2	-4.8	-9.1
	皮毛羽及制品	-21.5	-20.7	-10.0	-8.2	-8.5	-9.3	-10.5
	印刷	-5.8	-5.7	3.5	-4.3	-0.1	0.4	-1.8
	家具制造	-17.3	-11.1	0.4	-5.1	-2.8	-4.0	-5.3
	文娱	-13.0	-9.2	-3.0	-0.6	-1.2	-0.9	-0.4
	医药制造	11.9	12.8	31.9	26.1	29.2	34.5	38.8

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_22433

