

企业利润增速已步入缓慢下行通道

——2021年1-6月工业企业利润数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

事件：2021年1-6月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长66.9%，两年平均增长20.6%，仍处于近年来同期较高水平；但从边际变化看，6月份规上工业企业利润两年平均增速为15.7%，较5月份回落4.6个百分点（见图1），连续两个月放缓。

核心观点：

一、工业生产减速、PPI价格高位回落和企业单位成本环比回升，共致6月工业企业利润两年平均增速边际放缓至15.7%，较上月回落4.6个百分点。

二、分行业看，终端需求偏弱、价格向下游传导不畅，利润仍主要集中在上游行业。如1-6月份上游原材料制造业利润两年平均增长35.8%，高出全部工业15.2个百分点，且上游采矿业利润两年平均增速较1-5月份继续提高1.3个百分点；同期中游装备制造业两年平均增速连续四个月放缓，除医药行业外的其他下游消费品制造业利润改善有限，部分下游行业利润仍为负增长。

三、预计下半年工业利润增速继续放缓，但下降速度或较为平缓。一是中下游企业成本压力加大，加上前国内货币退潮影响滞后显现和出口面临放缓压力，将共同导致利润增速放缓。二是本轮全球大宗商品涨价周期被拉长，预计下半年PPI大概率仍维持高位，对工业利润继续形成一定支撑。

四、受益于央行加大对小微企业的政策扶持力度，本月私企杠杆率环比回升较多。此外，本月工业企业库存增速亦如期回升，但预计本轮工业补库存或已步入尾声阶段。

一、量减、价降、成本升，共致利润增速放缓

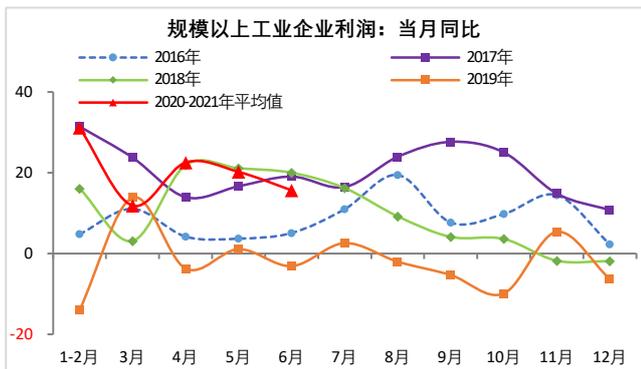
一是量的方面，受碳中和限产政策和原材料等成本上升影响，工业生产边际继续走弱，如6月份规模以上工业增加值两年平均增速为6.5%，较上月回落0.1个百分点。

二是价格方面，受翘尾因素回落、大宗商品涨势暂歇影响，6月份工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别增长8.8%、11.82%，较5月份均降低0.2个百分点，对工业利润的支撑边际减弱（见图2）。

三是成本方面，受原材料、海运、劳动力等成本上升影响，工业企业单位成本环比已有所提高。如1-6月份规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为83.54元，同比下降1.02元，但环比已提高0.06元。其中，单位成本环比上升主要由中下游制造业和电力热力燃气及水的生产供应业贡献，受益于大宗商品价格维持高位，上游采矿业每百

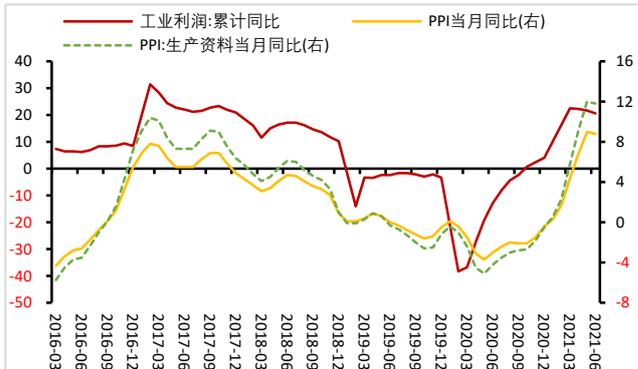
元营业收入中的成本则环比继续下降 0.14 元。

图 1：工业企业利润增速连续两个月放缓



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大



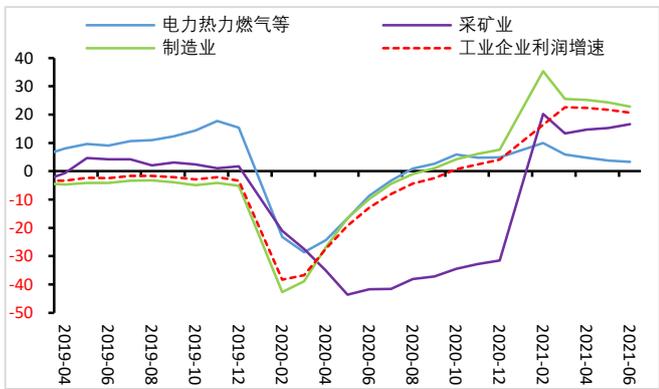
资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年工业利润为两年平均增速

二、价格向下游传导不畅，利润仍主要集中在上游行业

一是从三大门类看，采矿业利润继续提高，制造业是拖累工业利润放缓主因（见图 3）。如 1-6 月份采矿业、制造业和电力热力燃气及水的生产供应业利润两年平均增速，分别较 1-5 月份提高 1.3、降低 1.4 和降低 0.4 个百分点，采矿业逆势回升，制造业降幅高出全部工业 0.3 个百分点。

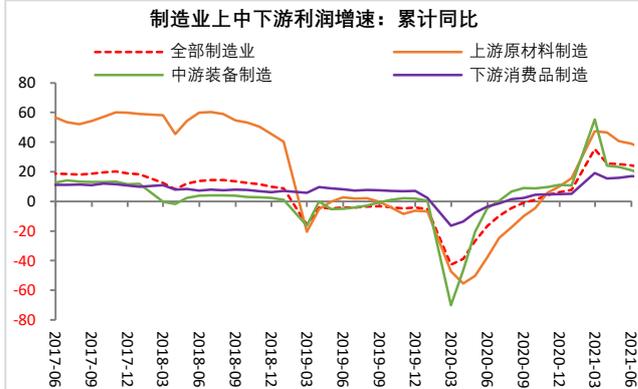
图 3：制造业是拖累工业利润放缓主因



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为两年平均增速

图 4：制造业上中下游利润增速分布



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为两年平均增速，上中下游分类与统计局一致

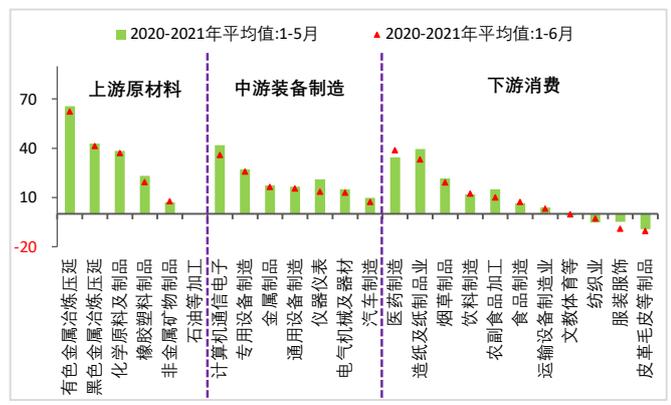
二是从制造业内部利润增速看，上游维持高位，中游明显放缓，下游改善有限。

其一，受益于大宗商品价格维持高位和国内外需求回暖，1-6 月份原材料制造业利润两年平均增长 35.8%，继续保持较快增长，高出同期全部工业高 15.2 个百分点（见图 4）。

其二，受原材料、人工等成本上升影响，1-6 月份中游装备制造业两年平均增速较 1-5 月降低 2.8 个百分点，连续四个月回落，较年内高点降幅已超过 37 个百分点（见图 4），且具体从细分行业看，本月所有中游装备制造业利润均有所放缓（见图 5）。其三，1-6 月份消费品制造业利润两年平均增速为 17.0%，基本与 1-5 月份持平（见图 4）。但这

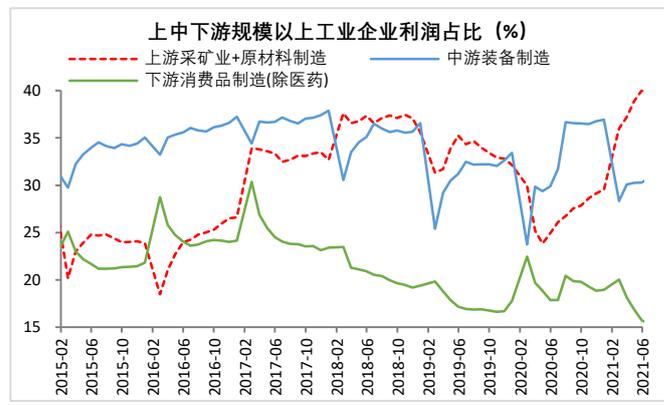
主要得益于在新冠疫苗及检测试剂等防疫抗疫物资需求提升等因素作用下，医药制造业利润两年平均增长 38.8%，比 1-5 月份提高 4.4 个百分点；除医药行业外的其他消费品制造业利润改善有限，部分行业利润仍为负增长（见图 5）。

图 5：上中下游主要制造业行业利润增速



资料来源：WIND，财信研究院

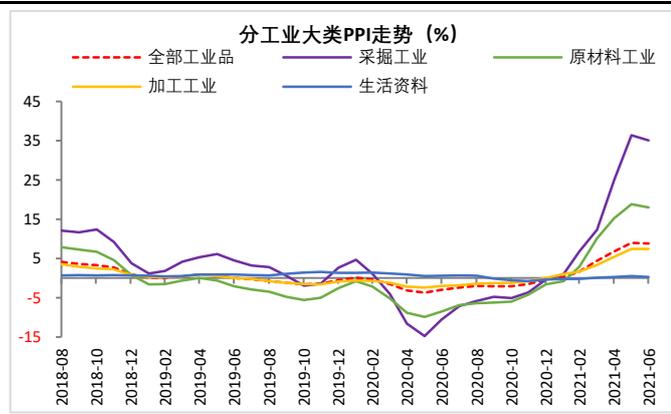
图 6：上游行业利润占比仍处于历史高位



资料来源：WIND，财信研究院

三是终端需求偏弱、价格向下游传导不畅是盈利分布不平衡主因。受大宗商品价格涨势暂歇和碳中和限产政策影响，上游行业利润占比小幅回落，但仍处于历史高位，中下游行业利润仍受到较强挤占。如 1-6 月上游采矿业和原材料制造业利润占全部工业的比重为 39.5%，较 1-5 月份小幅回落 0.5 个百分点；同时除医药制造外的下游消费品制造业利润占比继续刷新历史新低，降至 15.4%（见图 5）。究其缘由，终端需求偏弱、价格向下游传导不畅仍是导致企业盈利分布不平衡的主因。历史经验显示，国内采矿业、原材料制造业、装备制造业和消费品制造业利润走势，分别与采掘工业、原材料工业、加工工业和生活资料工业 PPI 价格走势高度相关（见图 6-7）。疫后采掘工业和原材料工业 PPI 大幅攀升，6 月份两者分别高出全部工业 PPI 增速 26.3 和 9.2 个百分点（见图 6），导致工业利润向上游集中；相比之下，生活资料 PPI 持续低迷、维持在 0 附近，且 6 月份增速较 5 月份还有所回落，导致下游消费品制造业利润占比持续回落。

图 7：分工业大类 PPI 价格走势



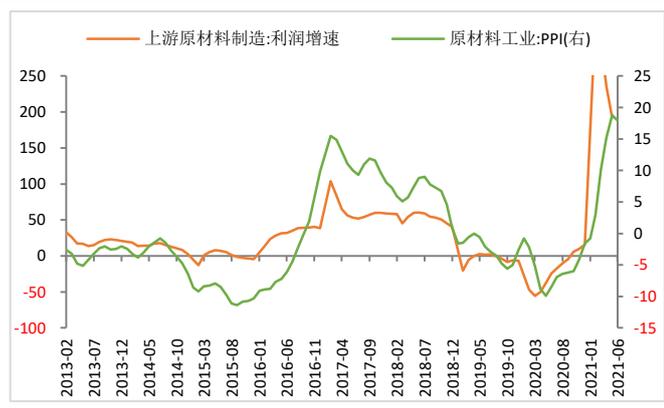
资料来源：WIND，财信研究院

图 8：采矿业利润增速与采掘工业 PPI 走势一致



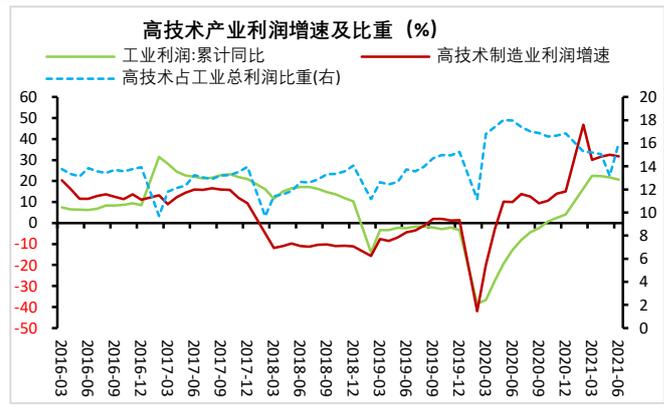
资料来源：WIND，财信研究院

图 9：原材料制造业利润与原材料 PPI 走势一致



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：高技术制造业利润增速持续领跑



资料来源：WIND，财信研究院

注：高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致，2021 年数据为两年平均增速

四是高技术制造业利润持续领跑。1-6 月份高技术制造业利润两年平均增长 36.2%，比规模以上工业平均水平高 15.6 个百分点（见图 10），经济中新动能的贡献日益增强。

三、预计下半年工业利润增速继续放缓，但下降速度或偏慢

一方面，受原材料、海运等价格维持高位影响，中下游企业利润空间持续受到挤压；加之全球产能逐步修复下我国供给补缺口效应有所减弱，出口继续大幅走强概率不大；同时前期国内货币逐步退潮后，未来需求端面临走弱压力，将共同导致利润增速放缓。但另一方面，疫苗接种和疫情演进分化决定本轮全球经济复苏周期被拉长，同时受制于近年来主要矿企资本开支放缓，大宗商品供给恢复偏慢，加之全球流动性泛滥，预计未来 PPI 大概率维持相对高位，加上服务消费和制造业投资继续修复，均继续对工业利润形成一定支撑。

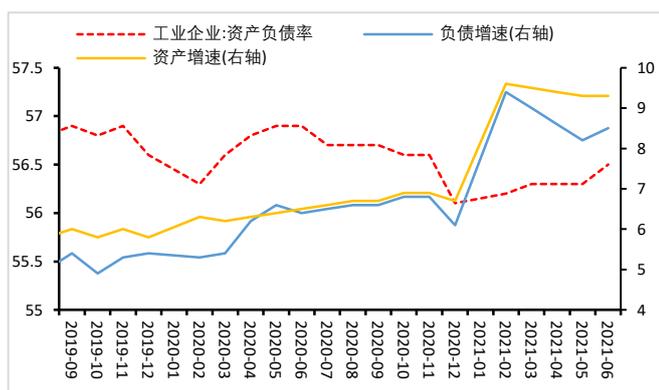
四、受益小微企业扶持政策加码，私企杠杆率环比回升较多

2021 年 6 月末，工业企业资产负债率为 56.5%，较去年同期低 0.4 个百分点，但环比上月提高 0.2 个百分点（见图 11）。

从资产和负债增速看，前者持平上月，但后者较上月有所回升是工业企业资产负债率环比提高的主要贡献力量（见图 11）。如 6 月末规模以上工业企业资产和负债增速分别为 9.3% 和 8.5%，分别持平上月和较上月提高 0.3 个百分点。企业负债增速回升或与金融机构加大对实体企业特别是中小微企业政策扶持力度密切相关。

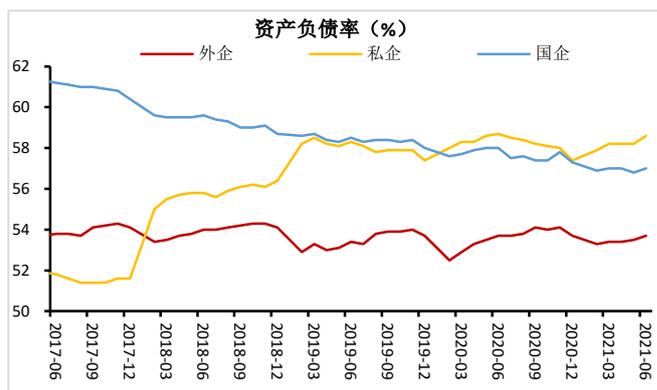
分企业类型看，国企、外企和私企资产负债率均环比有所增加，但私企提高最多，进一步验证央行对中小微企业政策支持力度有所加码。如 6 月末国企、外企和私企资产负债率分别为 57%、53.7% 和 58.6%，分别较上月提高 0.2、0.2 和 0.4 个百分点（见图 12）。

图 11：工业企业杠杆率环比提高 0.2 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：私企资产负债率环比提高最多



资料来源：WIND，财信研究院

五、企业补库存或步入尾声阶段

2021 年 6 月末，工业企业产成品存货同比增长 11.3%，增速较上月末继续大幅提高 1.1 个百分点（见图 13），表明企业补库存热情偏高。工业产成品库存增速继续回升：一是随着去年高基数效应逐渐减弱，有利于推动今年产成品库存增速提高；二是在原材料价格维持高位，同时国内消费、制造业投资等需求改善，出口韧性偏强等多因素影响下，企业补库存意愿有所回升。

展望下半年，预计工业企业库存增速维持高位一段时间后趋于回落。一是随着中、美、欧三大经济体需求依次见顶回落，加上 PPI 大概率进入高位震荡区间，企业补库动力或边际放缓。二是自 2019 年末以来国内工业企业补库存周期已持续一年半有余，中游装备制造库存增速已高位放缓，同时上游原材料制造业和下游消费品制造业库存也均已有所回升，后续上行动力边际趋弱、上行空间有限（见图 14）。

图 13：工业企业补库存或已步入尾声阶段

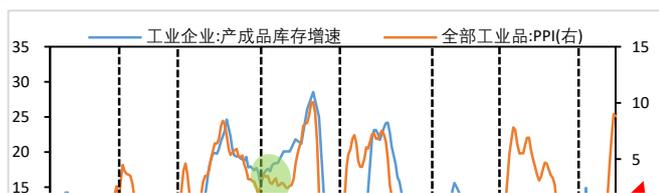
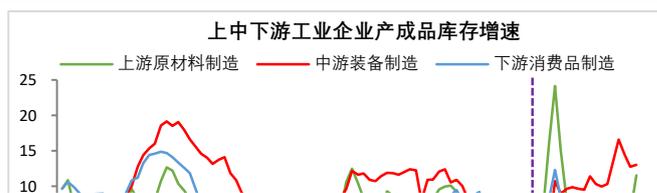


图 14：上中下游制造业产成品库存增速 (%)



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_22434



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn