

2021年08月30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

工业企业利润增速下行过程中的小反弹

——7月工业企业利润数据点评

相关报告

《7月财政数据点评：经济下行影响或已显现》——2021-08-22

《7月经济数据点评：经济回落的原因不止是疫情》——2021-08-16

《《二季度货币政策执行报告》点评：如何理解降准后仍“稳字当头”的货币政策？》——2021-08-12

《7月贸易数据点评：真实的基本面可能略强于数据》——2021-08-08

《7月30日政治局会议点评：政策调整的信号更加明显》——2021-08-01

事件：

国家统计局公布7月全国规模以上工业企业实现利润同比增长16.4%，剔除基数后虽较6月略有反弹，但是没有改变自今年1-2月份的高点以来持续下滑的趋势，也连续三个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。企业利润增速剔除基数趋势下行一方面受到营业收入增速随工业增加值下降的影响，一方面也与利润率增速在1-2月后的整体下行有关。我们认为伴随着工业增加值的走弱，即使利润率增速可能有所企稳，工业利润的增长（剔除基数）未来仍有下行空间。

投资要点：

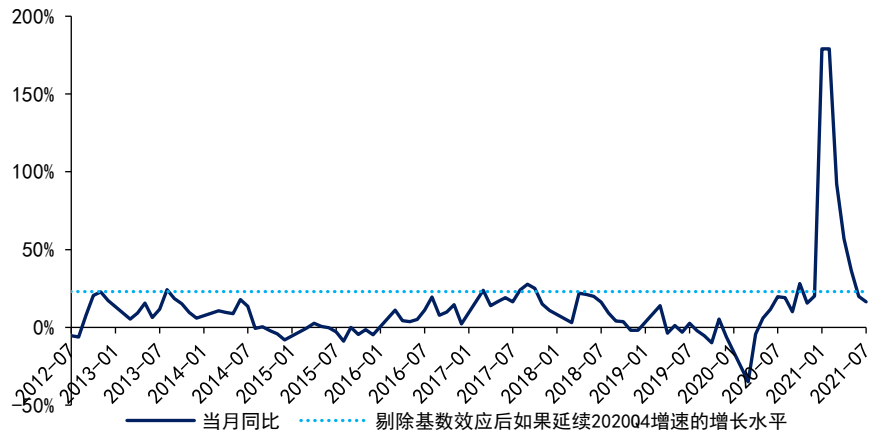
- 7月全国规模以上工业企业实现利润7,036.7亿元，同比增长16.4%，剔除基数后显著弱于今年1-2月份的高点，也连续三个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。虽然7月的利润增速看起来似乎较6月（9.4%）稍有反弹，但我们以为这仅仅是单月间的小幅波动，并没有改变总体持续下滑的大趋势。
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率增长。其中，工业企业收入增速剔除基数后总体自4月以来持续下滑，主导因素为工业增加值增速（剔除基数）的整体下行。
- 工业企业利润率增速剔除基数后自1-2月的历史高点持续下滑。虽然7月利润率较6月似乎受费用率波动稍有反弹，但我们认为反弹不具备持续性。这是因为成本率受到大宗商品价格偏高的压制，而费用率也有回升的压力。
- 展望未来，随着经济的整体下行，我们预计下半年工业企业利润增速或将持续放缓。当然，“纠正运动式减碳”可能会一定程度缓解大宗价格偏高的压力、货币政策或有进一步放松并刺激需求，以及四季度基建投资的一些回升可能会对工业企业的收入增速和利润率的增长构成一些支撑，并有望对企业利润增速（剔除基数）的下行起到一些缓冲作用。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

1、工业企业利润增速在下行趋势中经历弱反弹

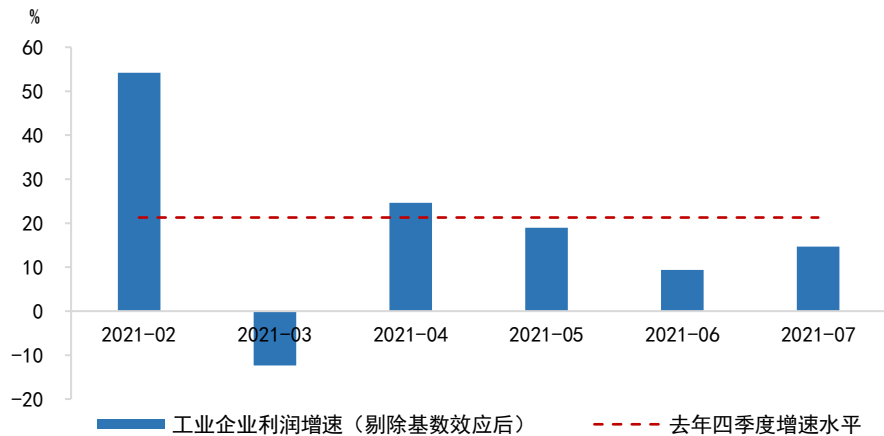
据国家统计局公布，7月全国规模以上工业企业实现利润7,036.7亿元，同比增长16.4%，剔除基数¹后不仅仅明显弱于今年1-2月份的高点，也连续3个月明显弱于去年四季度的增速水平。虽然7月的利润增速同比剔除基数14.7%看起来似乎较6月（9.4%）稍有反弹，但我们认为这仅仅是单月间的小幅波动，并没有改变利润增速（剔除基数）自1-2月以来总体下行的大趋势。

图表 1: 统计局公布的工业企业利润增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 剔除基数效应后的工业企业利润增速的大体水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

工业企业利润增速为何趋势性放缓？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并剔除基数后，一方面营业收入增速受到工业增加值整体下行的影响而在近几个月持续下滑，另一方面工业企业营业利润率的增速也在1-2月的高点之后不断回落²——尽管7月略有反弹。

¹ 我们假定去年同期的利润增速与去年四季度（21.3%）大体相当——因为四季度达到了本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平——通过这个方法剔除去年同期基数的影响（下面剔除基数都是这个方法）。

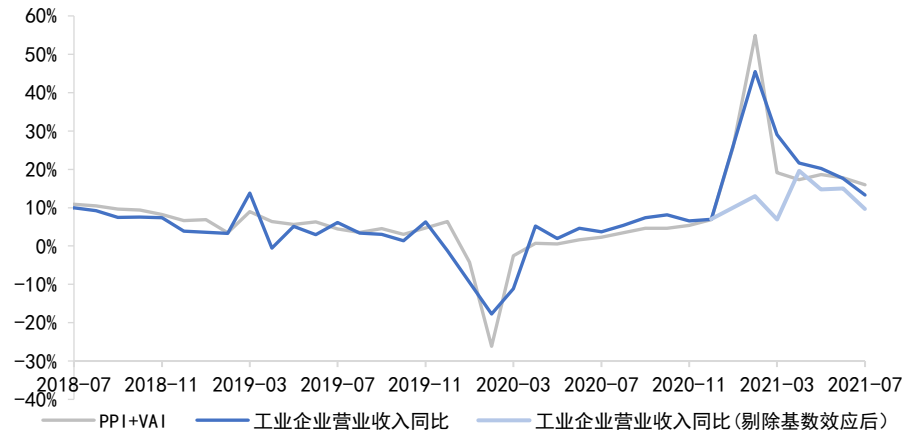
² 由于营业利润的数据尚没有公布，我们粗略地用利润总额/营业收入计算营业利润率。

进一步分析， $\text{营业利润率} = 1 - \text{成本率} - \text{费用率}$ 。我们发现，经季节性调整后的工业企业营业收入成本率自年初维持了一段较低水平后，在大宗商品价格偏高冲击下自 5 月以后有所回升，且在 7 月继续维持与 6 月相当的水平；费用率虽然存在单月间的波动且在 7 月有所下降，但我们认为伴随着减税等财政对疫情期间经济的支持措施的退出，其整体有所回升的态势不会改变。

2、工业企业收入增速继续下滑

工业企业收入增速剔除基数后总体自4月以来持续下滑。7月规模以上工业企业营业收入同比增长13.3%，相当于同比增长9.7%（前值15.0%）。从趋势上来说，工业企业营收增速剔除基数在4月见顶，然后持续回落。

图表3：工业企业收入增速、工业增加值（VAI）与PPI增速

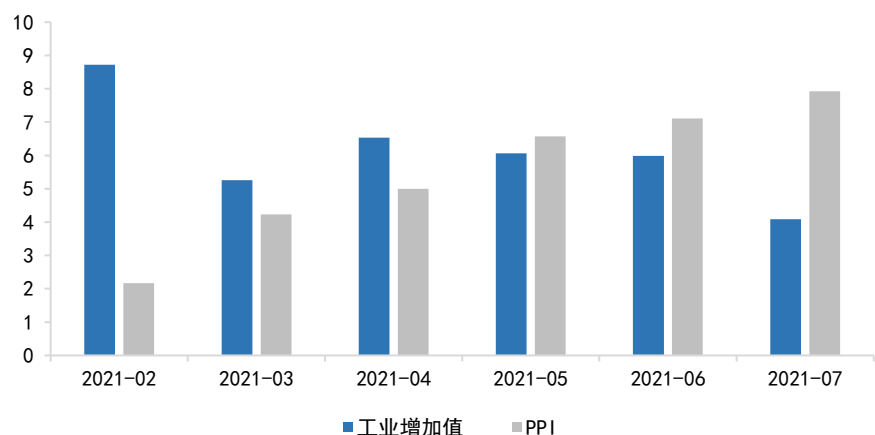


资料来源：Wind，国海证券研究所

收入增速为什么持续下滑呢？我们将工业企业营业收入的增长大致拆分成“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。

7月PPI同比增长9.0%，剔除基数后，延续自1-2月来的持续上行，并且已达到较高水平；而7月工业增加值同比增长6.4%，剔除基数效应后除4月表现出暂时的小幅反弹外，整体自1-2月以来持续下行。可以说，一季度工业企业营收增速（剔除基数）趋势回升更主要受到PPI同比（剔除基数）大幅回升的影响；但是4月以后工业企业营收增速（剔除基数）持续下滑的主导因素为工业增加值增速（剔除基数）整体下行。当然，收入增速整体仍能保持略高于去年四季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平，偏高的PPI增速的支撑功不可没。

图4：剔除基数效应后的PPI增速与工业增加值增速（%）



注：为排除春节的影响，图中2021-02标注的数据表示的是1月与2月的平均水平。

资料来源：Wind, 国海证券研究所

3、工业企业利润率 7 月短暂反弹不可持续

工业企业利润率同比增速剔除基数后也自 1-2 月的历史高点有较大差距。虽然 7 月利润率较 6 月似乎受费用率波动稍有反弹, 并对工业企业利润同比(剔除基数)在 7 月的反弹有所贡献, 但我们并不认为这种反弹可持续。一方面, 当前工业企业利润率的绝对水平并不低, 一方面, 大宗商品价格短期也难以出现显著下滑, 仍将对工业企业利润率构成压制。

图表 5: 工业企业利润率 (经季调)



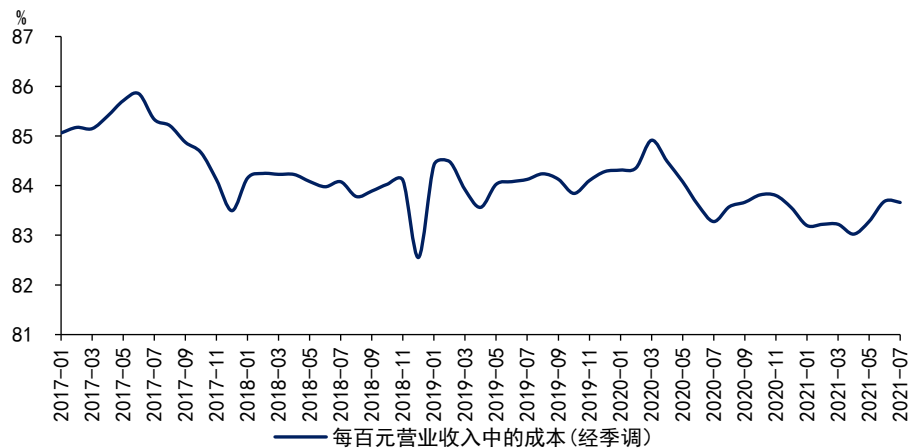
资料来源：Wind, 国海证券研究所

3.1、成本率受大宗价格影响自 6 月处于高位

工业企业利润率较年初极高的水平大幅回落与成本与费用两方面因素有关。我们发现, 经季节性调整后的成本率自 5 月开始明显上升, 可能与大宗商品价格上涨的冲击滞后的反映有关。7 月份, 成本率的水平与 6 月大致相当。

其中, 大宗商品价格的冲击之所以滞后, 根据微观调研了解到的一些情况来看, 是因为年初许多企业有把前期存货投入使用、运用套期保值等金融工具等一系列化解大宗商品价格走高带来成本上涨的安排, 这些安排可能暂时地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 6: 7月工业企业成本率(经季调)



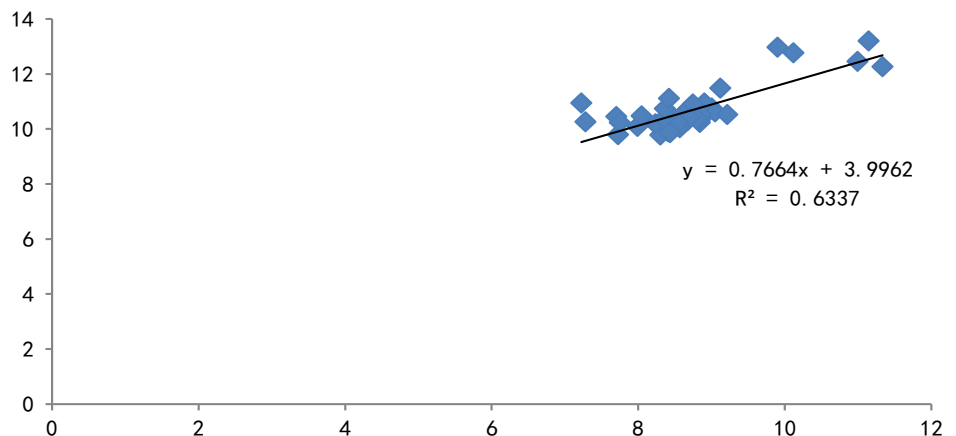
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、费用率存在回升压力

剔除季节性因素的影响后,费用率虽然存在单月间的波动且在7月有所下降,但我们认为伴随着减税等财政对疫情期间经济的支持措施的退出,其整体有所回升的态势不会改变。

我们所说的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。因此我们分析的主要依据于费用率对应的税金部分以及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,我们定义的费用率与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。

图表 7: 统计局公布费用率 vs 费用及税金附加高度相关

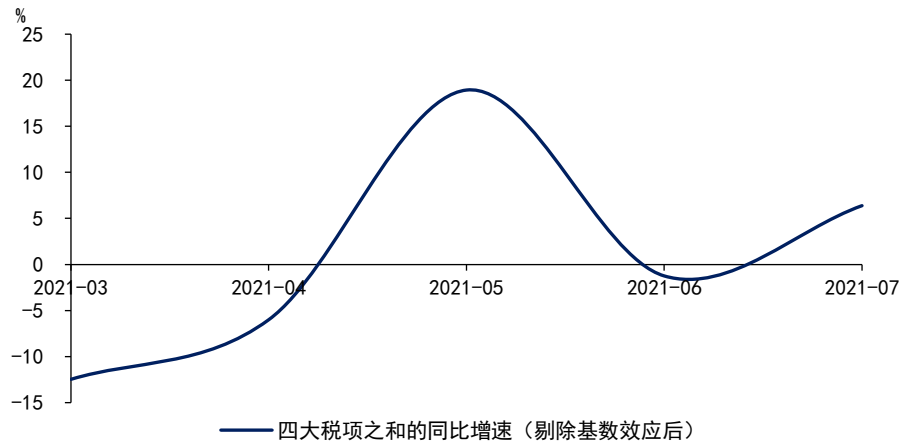


资料来源: Wind, 国海证券研究所

首先,税金所对应的费用率部分虽有部分单月波动,但整体增速呈现上升态势。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)在剔除基数后的增速虽然在5、6月存在较大波动,但整体而言,呈现出一定的

上升态势——可能受到阶段性减税降费政策逐渐退出的影响。

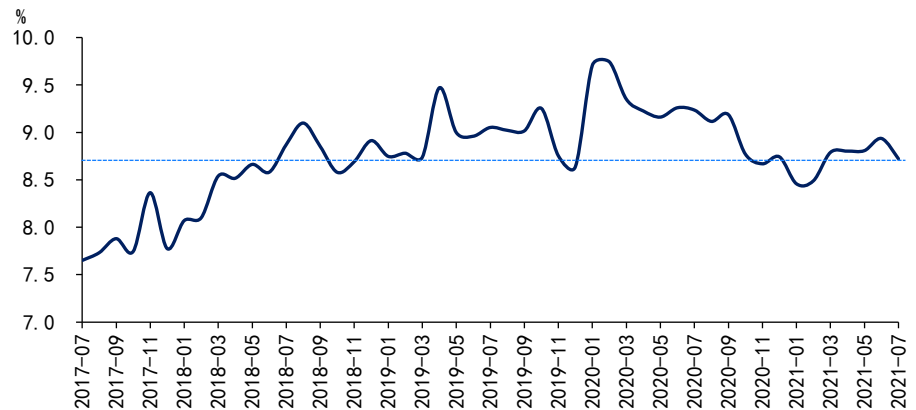
图 8: 费用率对应的税金部分的增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

其次, 剔除季节影响后, 统计局口径的费用率自 1-2 月整体有所回升。尽管存在单月间的波动, 并在 7 月有所下降, 但我们认为, 这没有改变它整体回升的态势: 考虑到阶段性减税降费政策的进一步退出, 以及当前费用率绝对值水平处于去年四季度产出缺口最高时期的水平——近三年来的历史低值, 我们认为 7 月费用率的下降仅仅是一次短期的波动, 后续费用率存在回升的压力, 整体上行的态势并没有发生改变。

图表 9: 7 月统计局公布的费用率



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_25878

