

上游涨价是工业利润增速加快主因

——2021年1-7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1-7月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长57.3%，两年平均增长20.2%，处于近年来同期较高水平；从边际变化看，7月份规上工业企业利润两年平均增长18.0%，较6月份加快2.3个百分点（见图1）。

核心观点：

一、从量、价、成本三因素框架看，PPI价格高位回升是支撑7月工业利润增速加快的主因，同期工业生产已明显放缓、企业单位成本上涨压力已有所显现。

二、分行业看，利润继续向上游行业集中，中下游盈利有所承压。如1-7月上游采矿业和原材料制造业利润占全部工业的比重高达40.2%，较1-6月份小幅提高0.7个百分点。具体从增速看，1-7月份上游采矿业利润两年平均增速较1-6月份提高3.0个百分点，上游原材料制造业利润两年平均增速仍在30%以上；同期中游装备制造业两年平均增速连续五个月放缓，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边际放缓，但下降速度或偏慢。一是中下游企业成本压力加大，加上下半年工业生产、房地产投资和出口面临放缓压力，将共同导致利润增速边际回落。二是本轮全球经济复苏周期被拉长，加上大宗商品供给恢复偏慢，预计下半年PPI大概率维持高位，继续对工业利润形成一定支撑。

四、受需求走弱与成本上涨影响，本月私企、外企加杠杆意愿均有所下降。此外，本月工业企业库存增速继续回升，但预计本轮工业补库存或已步入尾声阶段。

正文:

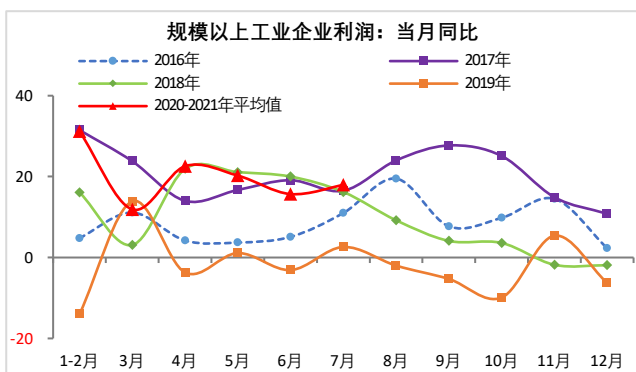
一、量减、价升、成本增，涨价是利润增速加快主因

一是量的方面，受汛情/疫情扰动、需求走弱和环保限产等因素影响，工业生产大幅放缓，如7月份规模以上工业增加值两年平均增速为5.6%，较上月回落0.9个百分点。

二是价格方面，受疫情蔓延和环保限产扰动供给，加之国内外经济继续修复影响，主要大宗商品价格有所上涨，7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9.0%、12.0%，较6月份均提高0.2个百分点，对工业利润形成主要支撑（见图2）。

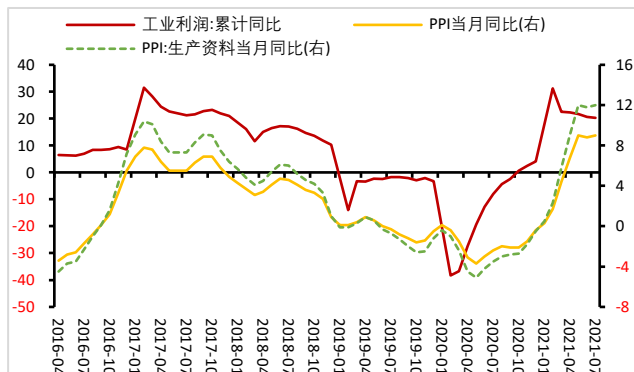
三是成本方面，受原材料、海运、劳动力等成本上升影响，工业企业单位成本环比继续提高。如1-7月份规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为83.63元，同比减少约0.8元，但环比上月提高0.09元。其中，单位成本环比上升主要由制造业贡献，如1-7月份规上制造业企业每百元营业收入中的成本环比提高0.11元，提高幅度高于全部工业0.02元；同期上游采矿业每百元营业收入中的成本则环比大幅减少0.69元。

图1：工业企业利润增速小幅回升



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

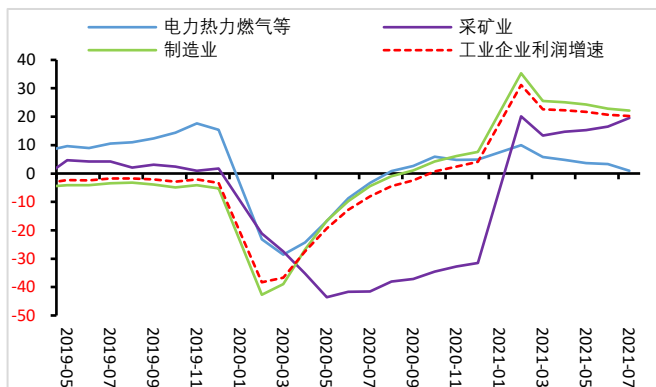
二、利润继续向上游行业集中，中下游盈利有所承压

一是从三大门类看，采矿业是支撑工业利润改善的主因（见图3）。如1-7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1-6月份提高3.0、降低0.6和降低2.4个百分点，采矿业为唯一改善门类。

二是从制造业内部利润增速看，上游维持高位，中游再度放缓，下游结构性改善。其一，受益于大宗商品价格维持高位和国内外需求回暖，1-7月份原材料制造业利润两年平均增速依旧维持在30%以上的高位，高出同期全部工业10个百分点以上（见图4）。其二，受原材料、人工等成本上升拖累，1-7月份中游装备制造业两年平均增速较1-6月降低1.0个百分点，连续五个月回落，较年内高点降幅已超过38个百分点（见图4），且具体从细分行业看，除仪器仪表和运输设备制造业外，本月其他中游装备制造业利润

增速均有所放缓（见图5）。其三，7月份消费品制造业利润两年平均增速为17.6%，比6月份加快1.3个百分点，延续稳定改善态势。但消费品制造业利润增速提升仍主要得益于新冠疫苗及检测试剂等防疫抗疫物资需求提升下，1-7月份医药制造业利润两年平均增长41.9%，比1-6月份提高3.1个百分点；其他消费品制造业利润改善仍有限，部分行业利润仍为负增长（见图5）。

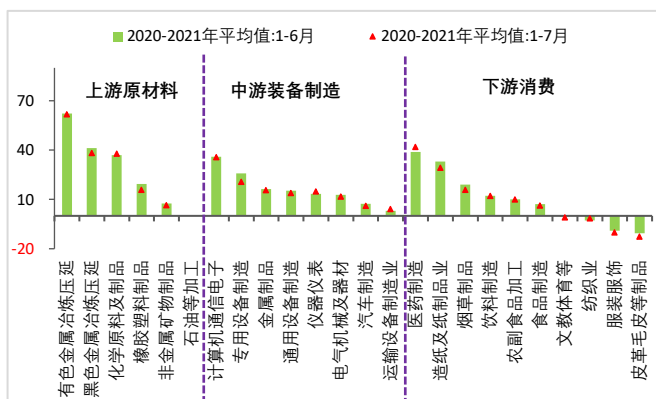
图3：采矿业是支撑工业利润改善主因



资料来源：WIND，财信研究院

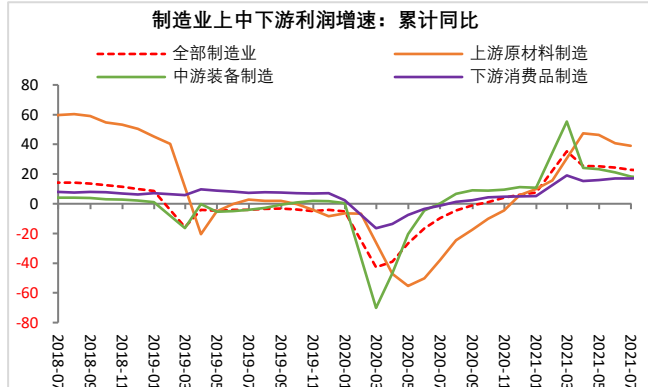
注：2021年数据为两年平均增速

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

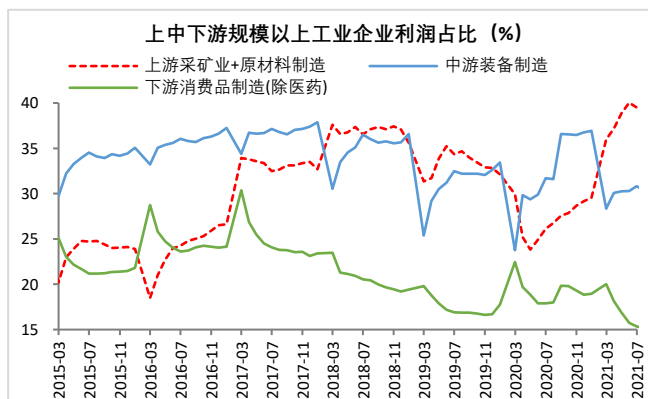
图4：制造业上中下游利润增速分布



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

图6：上游行业利润占比高位继续小幅回升



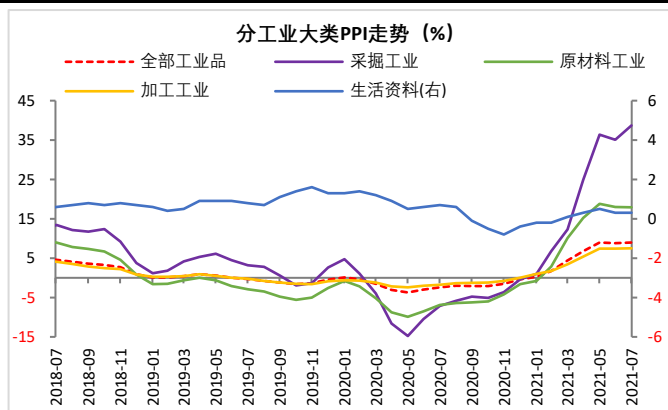
资料来源：WIND，财信研究院

三是利润继续向上游集中，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。受主要大宗商品价格继续有所上涨影响，上游行业利润占比高位小幅回升，中下游行业利润仍受到较强挤占。如1-7月上游采矿业和原材料制造业利润占全部工业的比重高达40.2%，较1-6月份小幅提高0.7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15.1%（见图6）。

具体来看，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8-9）。疫后采掘工业和原材料工业PPI大幅攀升，7月份两者分别高出全部工业PPI增速29.7和8.9个百分点（见图7），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，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



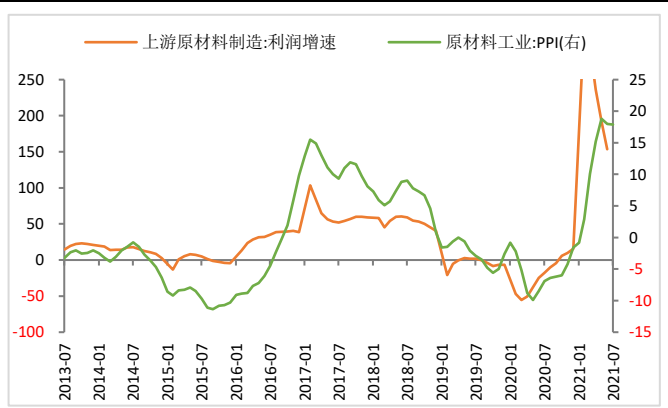
资料来源：WIND，财信研究院

图 8：采矿业利润增速与采掘工业 PPI 走势一致



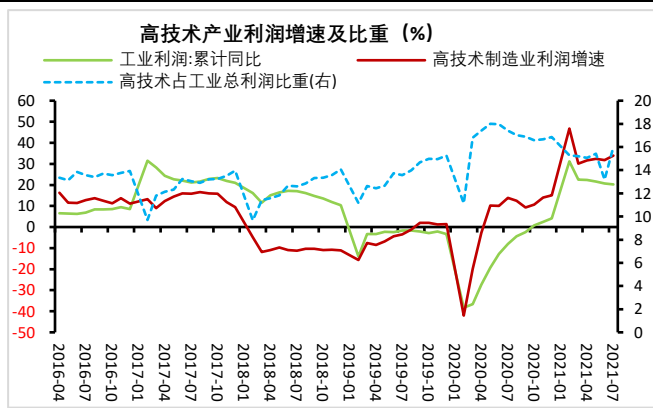
资料来源：WIND，财信研究院

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。7 月份，高技术制造业利润两年平均增长 37.2%，比 6 月份加快 5.7 个百分点，比规模以上工业平均水平高 19.2 个百分点，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边际放缓，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；加之下半年工业生产和房地产回落压力加大，出口支撑边际趋弱，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、全球疫情反复，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，继续对工业利润形成一定支撑。

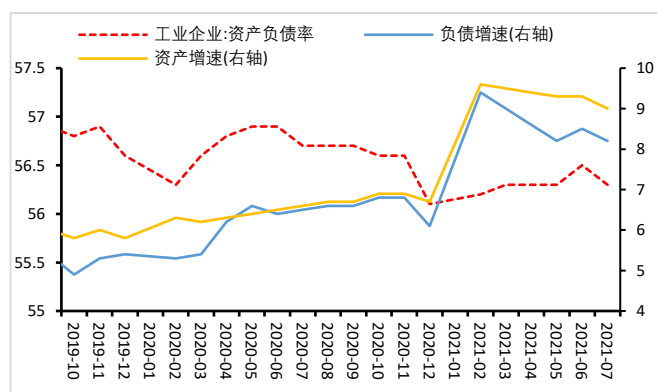
四、需求走弱与成本上涨，共致私企外企加杠杆意愿下降

2021年7月末，工业企业资产负债率为56.3%，较去年同期低0.4个百分点，环比上月亦降低0.2个百分点（见图11）。

从资产和负债增速看，两者均较上月回落0.3个百分点，但资产增速更高导致资产负债率环比下降（见图11）。如7月末规模以上工业企业资产和负债增速分别为9.0%和8.2%，均较上月降低0.3个百分点。企业资产负债增速下降或与近期国内需求明显放缓、信贷增速走弱相关。

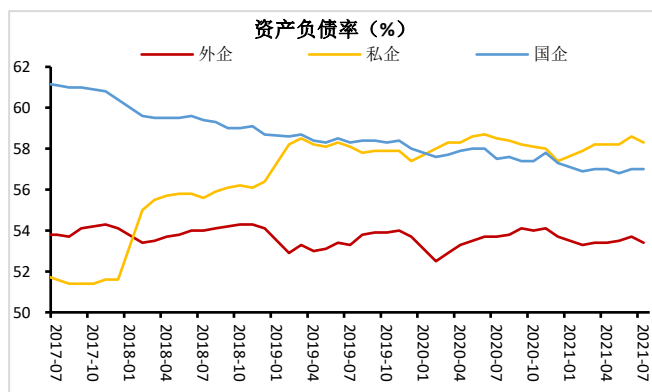
分企业类型看，外企和私企资产负债率环比均有所降低，仅国企资产负债率与上月持平，表明需求走弱、原材料价格上涨导致民营企业 and 外企资本开支意愿明显不足，但上游行业利润保持高增对国企资本开支形成支撑。如7月末国企、外企和私企资产负债率分别为57%、53.4%和58.3%，分别较上月持平、降低0.3和降低0.3个百分点（见图12）。

图 11：工业企业杠杆率环比降低 0.2 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：私企、外企资产负债率均有所下降



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7月末，工业企业产成品存货同比增长13%，增速较上月末继续大幅提高1.7个百分点（见图13）。工业产成品库存增速继续回升：一是二季度以来，国内工业库存高基数效应趋于减弱，有利于推动产成品库存增速提高；二是受国内需求放缓影响，企业主动补库存意愿有所增强。

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_25921

