

2021年8月工业企业利润数据点评

国企利润增速一枝独秀

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额56051.4亿元，同比增长49.5%，比2019年1-8月份增长42.9%，两年平均增长19.5%。

1、8月工业企业利润增速加速下滑。从量、价和利润率三个维度拆分，量（工业增加值）和利润率（工业企业营业收入利润率）对利润增速的贡献减弱，价格（PPI同比）是唯一对前8个月工业企业利润增速贡献上升的因素。工业企业营业收入利润率延续回落，主要因上游原材料涨价，带动成本连续6个月回升。银行向实体让利等推动工业企业费用下降，但降幅小于成本增幅，导致营收利润率环比降低。

2、利润进一步向处于上游和中游原材料行业的国企集中。分所有制看，国企是各所有制企业中，1-8月两年平均利润增速唯一较上月回升的。分行业看，上游和中游原材料行业的利润增速多数回升，而中游制造和下游行业的利润多数回落。在增速放缓的同时，利润在不同所有制和不同行业间的分化也在加剧。

3、8月经济处于“被动补库存”阶段。未剔除价格因素和剔除价格因素的营收、库存的组合，都是“营收增速回落、库存增速上升”，且已连续2个月如此，出现典型的被动补库存特征。工业企业产成品存货周转天数也已2个月增加，表明企业的产成品库存有所累积。不过由于9月能耗双控力度加大，高能耗的上游行业生产受限，限电也在向其它行业蔓延，供给短缺后库存可能被去化。

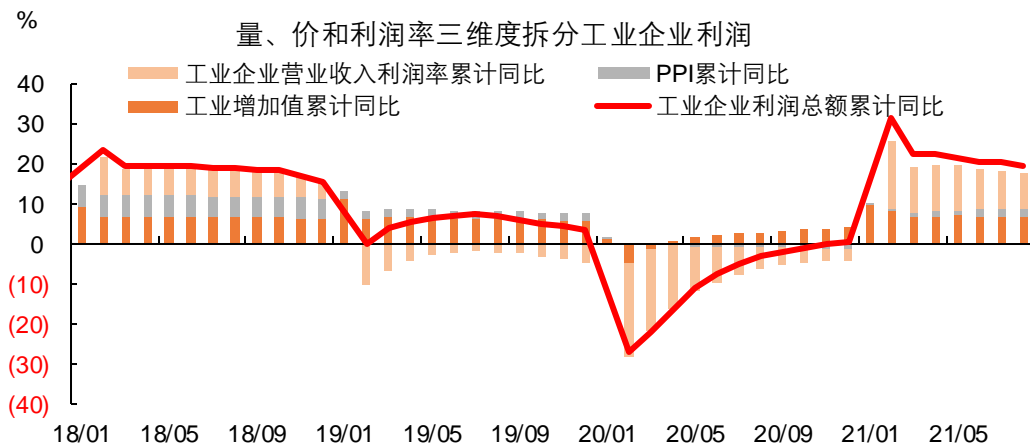
4、各类型企业中，私营企业的回款能力改善最慢、去杠杆压力最大。8月工业企业的资产负债率和应收账款平均回收期，分别为56.4%和51.6天，分别比2019年同期降低0.4%和缩短2.9天，整体已经好于疫情前了。但私营企业的这两个指标，分别比2019年同期提高0.6%和延长5.7天，且私营企业都是各所有制企业中，这两个指标唯一上升的。

总的来说，经济进入“被动补库存”阶段后，工业企业利润增速呈加速放缓之势。上游商品价格居高不下，利润在不同所有制、不同行业之间分化加剧，进一步向处于上游和中游原材料行业的国企集中。处于中游制造和下游行业的私营企业利润被挤压，销售回款周期拉长，去杠杆的压力也最大。能耗双控力度加大后，上游商品的供给预计会继续收缩，而终端需求在持续走弱，预计中游制造和下游行业所面临的成本上升和需求低迷的双重压力将更大。央行货币政策委员会三季度例会，强调“用好新增3000亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款”、“努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应”，同时强调货币政策要加强与财政、产业、监管政策之间的协调。后续在总量稳增长的同时，亟需更多着力于结构性问题的政策，来加强对经济薄弱环节的支持。

8月工业企业利润增速加速下滑。单月同比从16.4%下滑到10.1%，而以2019年为基期的两年平均同比从18.0%下滑到14.5%。1-8月累计增速从57.3%降低到49.5%，两年平均增速从20.2%降低到19.5%，下滑节奏有所加快。总体来看，随着终端需求回落，以及上游涨价压制中下游行业的营收利润率，工业企业的盈利增速呈加速放缓之势。

从量、价和利润率三个维度拆分，价格是唯一对前8个月工业企业利润贡献上升的因素。工业企业利润等于量×价×利润率，分别用工业增加值同比、PPI同比和工业企业营业收入利润率同比，来拆分工业企业利润增速的变动。1-8月工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的两年平均累计同比分别为6.6%、2.0%和9.3%，而今年前7个月的分别为6.7%、1.8%和9.9%，对比来看量和营收利润率对工业企业利润增速的贡献减弱，只有工业品价格高位，对它的贡献上升。

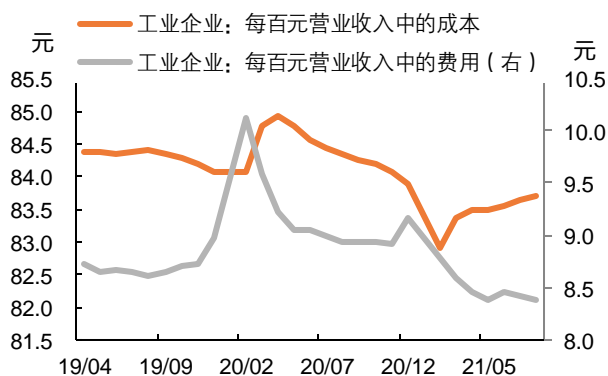
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年平均增速

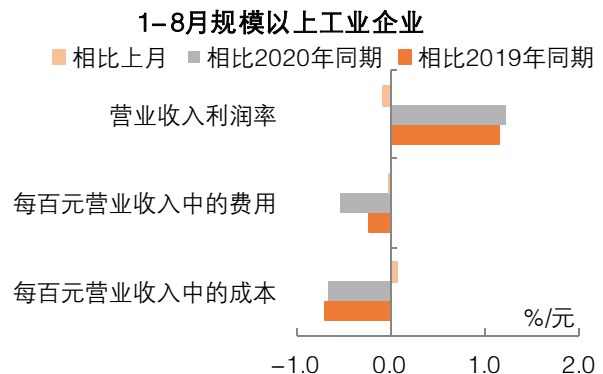
工业企业营业收入利润率延续回落，主要因成本上升。1-8月工业企业营业收入利润率7.01%，已连续两个月下降。主要因原材料涨价带动成本回升，1-8月每百元营业收入的成本83.69元，环比增加0.06元，已经连续6个月上升，和2月低点相比增加了0.77元。在银行向实体让利等的推动下，工业企业每百元营业收入的费用从上月的8.41元下降到8.39元。由于费用降幅小于成本增幅，工业企业营收利润率环比回落。

图表2 1-8月工业企业成本上升、费用下降



资料来源:wind, 平安证券研究所

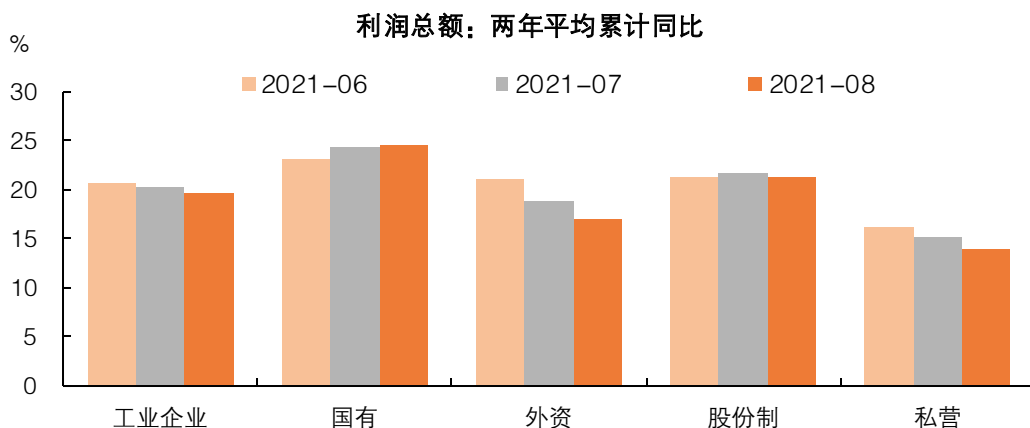
图表3 成本升幅大于费用降幅，导致1-8月利润率下降



资料来源:wind, 平安证券研究所

分所有制看，国企利润增速小幅回升，其他类型企业利润增速延续回落。从两年平均增速看，在工业企业整体利润增速回落的情况下，1-8月国企利润同比从前值24.4%逆势提高到24.6%，是各所有制企业中唯一上升的。股份制企业、外资企业和私营企业1-8月的利润两年平均增速，分别从上月的21.6%、18.8%和15.2%，下滑到21.2%、17.0%和14.0%。涨价的主要是上游产品，以国企为主，供给收缩后处于下游的股份制、外资和私营等企业议价能力下降，因此国企和它们的利润增速分化。

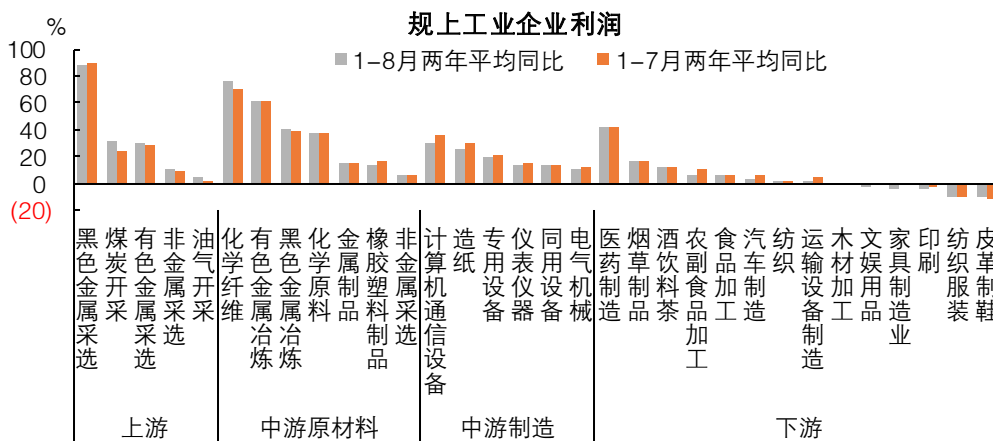
图表4 和上月相比，1-8月国有企业的利润两年平均增速逆势回升，而外资、股份制和私营的增速放缓



资料来源:Wind, 平安证券研究所

分行业看，上游和中游原材料行业的利润增速多数回升，而中游制造和下游行业的利润增速多数回落，利润进一步向上游和中游原材料行业集中。从两年平均的利润增速变化看，公布数据的32个行业中，和前7个月相比，1-8月两年平均利润增速回升的上游、中游原材料、中游制造和下游行业分别有4个（共5个）、4个（共7个）、0个（共6个）、5个（共14个）。由此可见，一是保供稳价力度不及预期、原材料价格居高不下，对中游制造业的冲击较大；二是在产业链内部，利润继续向上游和中游原材料行业转移。煤炭开采、化学纤维和油气开采三个行业的1-8月两年平均利润增速，都较前值提高3个百分点以上，与煤炭和油价上涨的趋势一致；而计算机通信设备、造纸和农副食品的两年平均利润增速环比降幅超过3个百分点。今年1-8月电力、热力生产和供应业的利润同比从前值-2.5%下降到-15.3%，是主要行业中增速最低的，主要因煤价上涨而电价刚性，利润被挤压，侧面也能说明火电企业增加发电量的动力并不强。

图表5 利润增长的贡献仍然集中于中上游，利润负增长的全部在下游行业



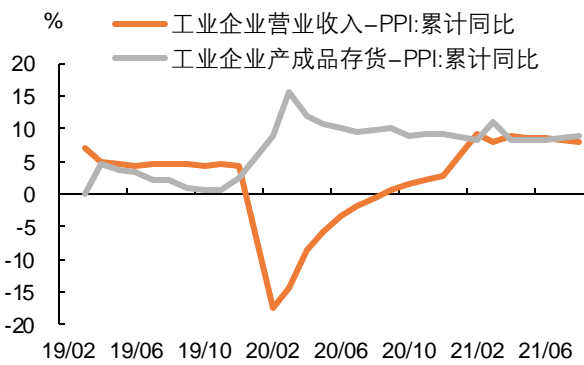
资料来源:Wind, 平安证券研究所

从两年平均的利润增速绝对水平看，继续呈现上游、中游原材料、中游制造和下游行业依次递减的特点。上游的黑色金属采选、煤炭开采，中游的化学纤维、有色金属冶炼、黑色金属冶炼、化学原料、计算机通信设备，以及下游的医药制造这八个行业的1-8月利润两年平均增速超过30%，均是受益于上游供给收缩或海外疫情扩散的行业。1-8月有6个行业的利润两年平均增速为负，均在下游，它们面临着成本上升和需求羸弱的双重挤压。

从库存周期角度看，8月经济继续处于“被动补库存”阶段。1-8月工业企业的营业收入两年平均增速从9.9%下降到9.8%，产成品存货两年平均增速从10.2%大幅提高到11.0%，收入放缓但库存上升，且已两个月如此，具有典型的被动补库存特征。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比处于历史高位，用PPI累计同比来平减后，发现依然是“营收增速回落、库存增速上升”的组合。不过由于9月能耗双控力度加大，高能耗的上游行业生产受限，限电也在向其它行业蔓延，供给短缺后库存可能被去化。

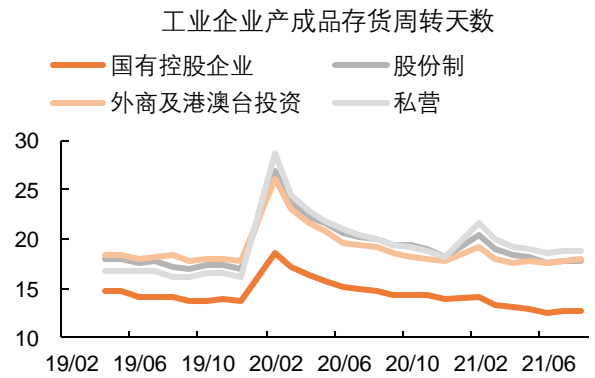
工业企业产成品存货周转天数回升，也表明企业产品库存有所累积。8月工业企业产成品存货周转天数为17.6天，在6月到达疫情后的低点17.4天后，至今已连续2个月回升。这主要由外资企业贡献，它的库存周转天数从17.8天小幅提高到18.0天，而国企、股份制企业和私营企业的库存周转天数，都和上月的持平。

图表6 剔除价格影响后，工业企业营收回落、库存上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 除外资企业，其它企业的产成品周转天数均持平

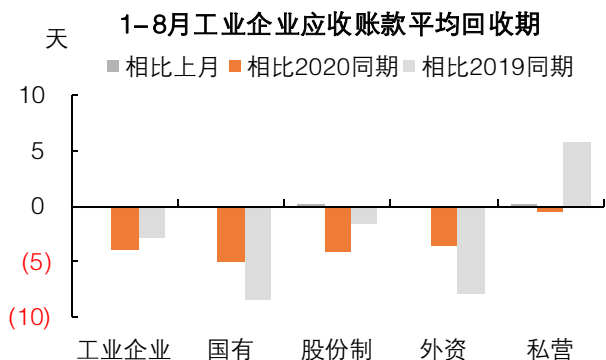


资料来源:wind, 平安证券研究所

各类型企业中，私营企业的回款能力改善速度仍最慢。1-8月工业企业应收账款平均回收期为51.6天，和前值持平，比2019年同期少2.9天，企业应收账款整体的回收能力已经比疫情前更强了。分所有制看：1-8月国企和外企的应收账款平均回收期都环比缩短0.1天，而股份制企业和私企的分别环比延长0.1天和0.2天；和2019年同期相比，国企、外企和股份制企业的应收账款平均回收期分别缩短8.4天、7.9天和1.6天，只有私营企业的增加了5.7天。上游商品供给收缩提高了国企业整体的议价能力，而针对房企和城投的结构性紧信用，令与之打交道的民营企业销售回款变得更难。

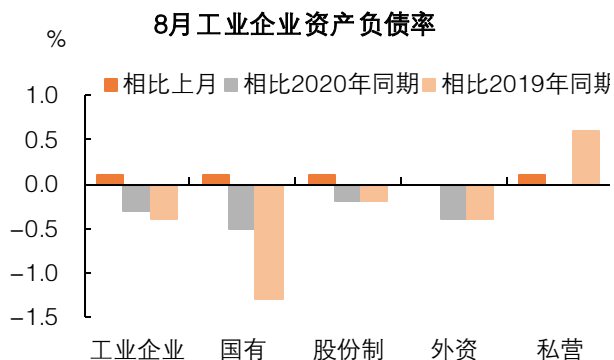
工业企业资产负债率（杠杆率）小幅回升，私营企业的降杠杆压力仍最大。8月末工业企业资产负债率56.4%，较上月小幅回升0.1%，和2019年同期相比下降了0.4个百分点。国企资产负债率57.1%，较上月小幅回升0.1%，但与2019年同期相比下降了1.3个百分点，是各类型企业中杠杆率降幅最大的，大宗商品涨价、新增资本开支受政策限制，国有企业有利润盈余用于降杠杆。私营企业的资产负债率58.4%，较2019年同期提高了0.6个百分点，也是各所有制企业中唯一上升的，无论是从绝对水平还是从变化幅度看，各类型企业中私营企业的去杠杆压力都是最大的。

图表8 对比 2019年同期，1-8月只有私营企业的应收账款平均回收期变长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 今年 8月工业企业资产负债率小幅回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_27122



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn