

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

关注限电限产对于企业利润的影响

2021年9月28日

摘要:

- **8月工业企业利润两年同比较上月小幅回落。**8月单月,全国规模以上工业企业利润同比增长10.1%,两年平均增长14.5%,比7月份回落3.5个百分点。根据三因素框架拆解本期工业企业利润,量降,价升,利润率下降。需要注意的是,利润率连续两个月出现下行,且本月下行幅度扩大。从成本率和费用率来看,利润率上升一是由于成本率不断攀升,二是费用率的下降速度有所放缓。
- **上游利润率和利润占比均进一步上升,下游制造业利润受到挤压。**8月上游利润率较上月提高0.52个百分点。其他大类行业中,下游制造业的利润率下降幅度较大。8月上游利润占比为11.5个百分点,较上月提高0.81个百分点。对提高的部分做拆分,可以得出这0.81个百分点中,12%来自于中游原材料加工业、78%来自下游制造业、10%来自于下游消费品。7月工业企业利润也呈现上游利润占比上涨,其他大类行业利润占比下降的格局。对比7月与本月的拆分结果,我们发现上游行业对于中游原材料加工业的挤占基本持平,对于下游消费品的挤占有明显的下降,对于下游制造业的挤占效应有所加大。值得注意的是,8月出口同比增长25.6%,大超预期。历史数据显示,出口金额的走势和下游制造业利润占比走势的一致性较强。结合这两点来看,8月下游制造业利润应该有不少的表现。但为什么8月出口的亮眼表现没有带动下游制造业利润的改善?我们认为主要有两点原因:一是工业品价格的持续大幅大涨抬高了下游制造业的成本;二是航运价格大幅走高增加了出口企业的压力。从以上两个角度观察,我国出口商品面临着需求旺盛,但赚不到钱的问题。
- **关注限电限产对于企业利润的影响。**为完成“双控”目标。8月份以来部分省市对高耗能产业实施了限产限电措施。我们参考两个历史上具有代表性的时期,来观察限电限产对于企业利润的影响。第一个时间点是2010年,各地为完成“十一五”节能减排约束性指标,从9月开始大规模限电。第二个时间点是供给侧改革后,2017年秋冬季执行的冬季环保限产。根据这两个时段增加值受到的影响进行估算,本次限电限产对于工业增加值的拖累大约在1-2个百分点。价格方面,限电限产导致供需缺口加大,PPI预计保持高位甚至突破前期高点。综合考虑,企业利润将延续稳定增长的态势。结构上,由于PPI高居不下,利润向上游集中的趋势恐怕难以改变,中下游企业利润将继续承压。
- **风险因素:**国内政策变化超预期;通货膨胀超预期等。

目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、工业企业利润增速小幅回落.....	3
二、利润进一步向上游集中.....	5
三、企业进入“被动补库存”阶段.....	7
四、关注限电限产对于企业利润的影响.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

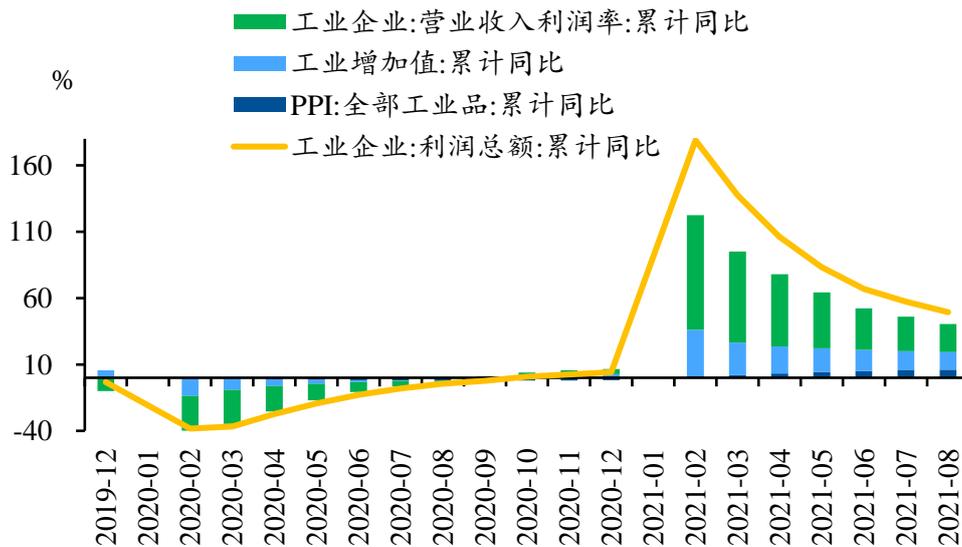
图 1: 1-8 月工业企业利润增速小幅回落.....	3
图 2: 成本率上升导致利润率下降.....	3
图 3: 外企和私企利润增速较慢.....	4
图 4: 中上游行业利润维持高增速.....	4
图 5: 8 月上游利润占比上升, 其他大类行业利润占比均被压缩.....	5
图 6: 上游利润率上升, 其他大类行业均下降.....	5
图 7: 8 月出口同比增长高增.....	6
图 8: 历史上出口金额和下游制造业占比的走势一致性较强.....	6
图 9: 运价持续上升.....	7
图 10: 企业进入“被动补库存”阶段.....	7

一、工业企业利润增速小幅回落

8月工业企业利润两年同比较上月小幅回落。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%，较1—7月份增速小幅回落0.7个百分点。8月单月，全国规模以上工业企业利润同比增长10.1%，两年平均增长14.5%，比7月份回落3.5个百分点。

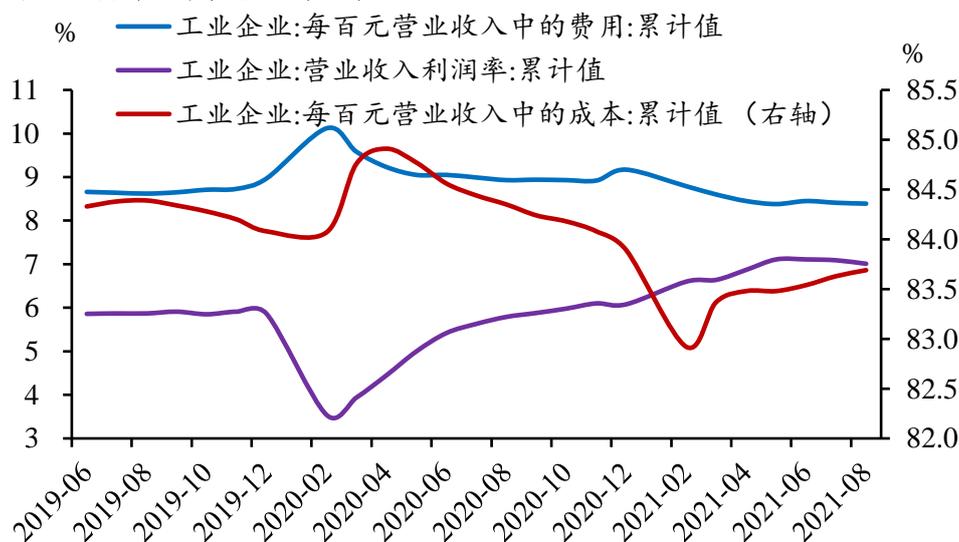
根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量降，价升，利润率连续两个月下降。8月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，前值为增长6.4%；两年平均增长5.4%，比7月份回落0.2个百分点，对利润增长产生边际拖累。PPI累计同比增长6.2%，较上月加快0.5个百分点，再次成为利润的主要拉动项。1—8月利润率为7.01%，较上月下降0.08个百分点。利润率连续两个月下行，且本月下行幅度扩大。从成本率和费用率来看，利润率上升一是由于成本率不断攀升，二是费用率的下降速度有所放缓。

图 1：1-8月工业企业利润增速小幅回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：成本率上升导致利润率下降

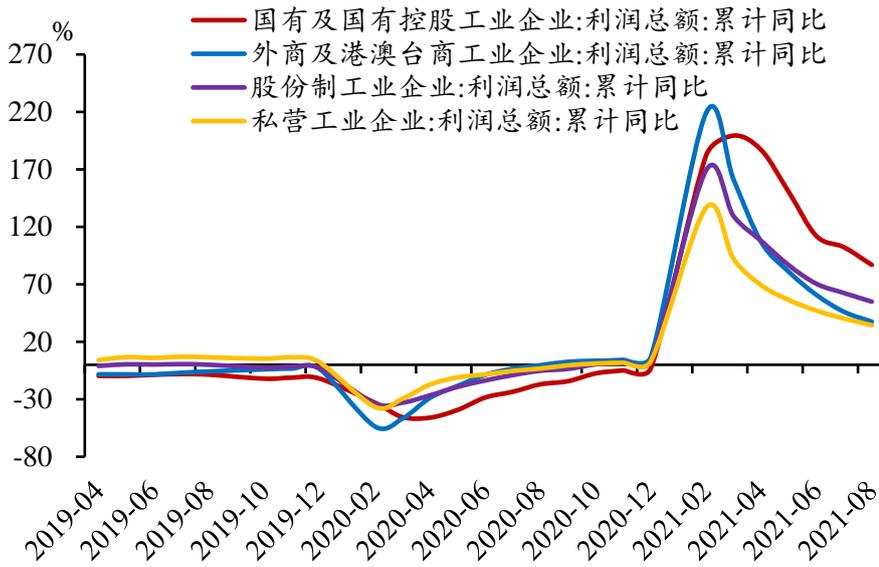


资料来源：万得，信达证券研发中心

外企和私企利润增速较慢。1—8月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额17748.5亿元，同比增长86.9%；股份制企业实现利润总额39792.4亿元，增长54.9%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额15139.3亿元，增长37.5%；私营企业实现利润总额16429.6亿元，增长34.4%。外企和私企利润增速慢于国企的原因主

要在于这两类企业更多位于产业链的中下游，在上游成本的持续上升中利润受到挤压。

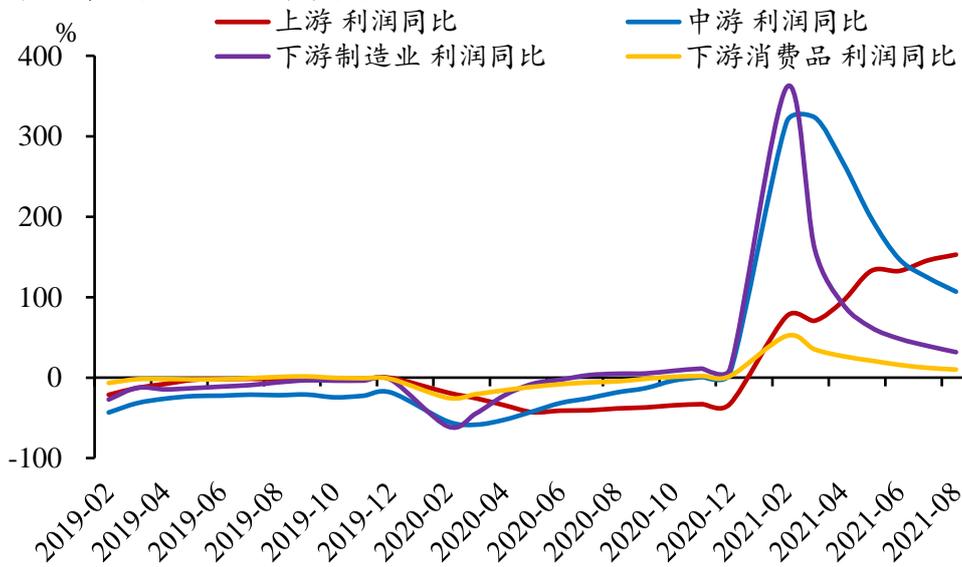
图 3：外企和私企利润增速较慢



资料来源：万得，信达证券研发中心

分行业来看，中上游行业利润维持高增速，下游制造业、下游消费品增速延续放缓态势。按照我们对于上中下游行业的分类，2021年1-8月，上游采选业利润同比增长1.52倍，较上月涨幅扩大7.2个百分点。中游原材料加工业同比增长1.06倍，较上月增速回落17.5个百分点，回落幅度较上月收窄5.1个百分点。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业利润总额同比增长24.71倍，石油和天然气开采业增长2.65倍，有色金属冶炼和压延加工业增长1.78倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长1.56倍，化学原料和化学制品制造业增长1.45倍，煤炭开采和洗选业增长1.45倍。下游制造业同比增长31.7%，较上月回落7.7个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业增长34.8%，电气机械和器材制造业增长24.1%，通用设备制造业增长20.6%，汽车制造业增长5.5%。下游消费品增速为10.1%，较上月进一步放缓2.1个百分点。

图 4：中上游行业利润维持高增速

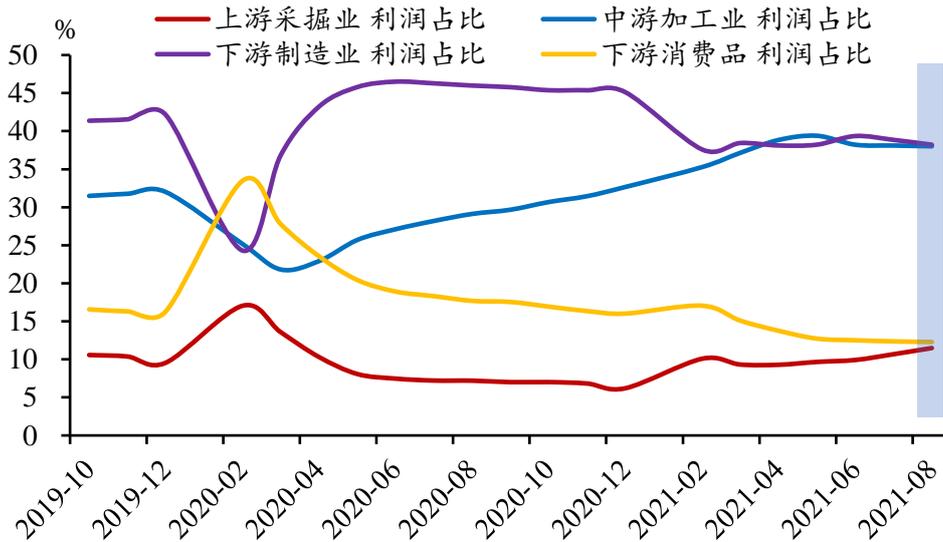


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、利润进一步向上游集中

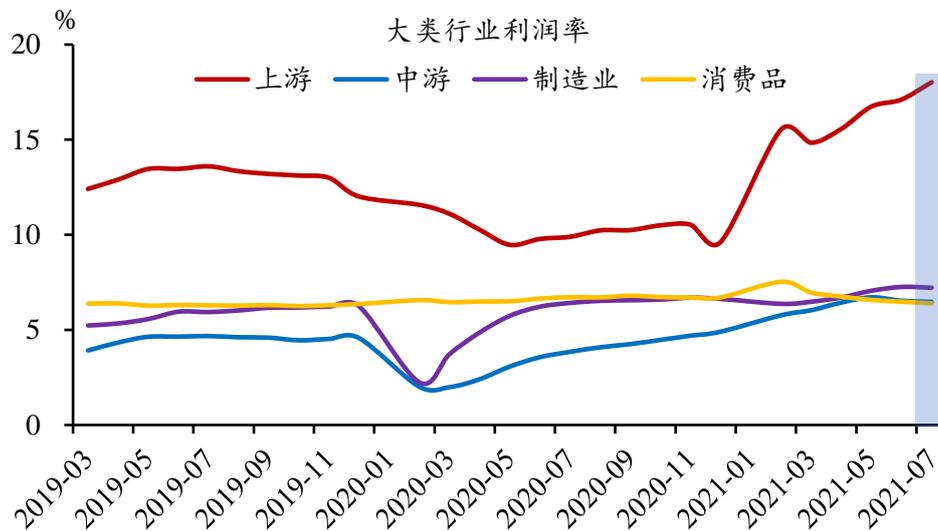
8月上游利润率和利润占比均进一步上升，下游制造业利润受到挤压。8月上游利润率为18.5%，较上月提高0.52个百分点。其他大类行业中，下游制造业的利润率下降幅度较大。中游原材料加工业、下游制造业、下游消费品利润率分别下降0.07%、0.14%、0.09个百分点。结构层面，上游利润占比为11.5个百分点，较上月提高0.81个百分点。对提高的部分做拆分，可以得出这0.81个百分点中，12%来自于中游原材料加工业、78%来自下游制造业、10%来自于下游消费品。7月工业企业利润也呈现上游利润占比上涨，其他大类行业利润占比下降的格局。对比7月与本月的拆分结果，我们发现上游行业对于中游原材料加工业的挤占基本持平，但对于下游消费品的挤占有明显的下降，上月上游利润占比提高的20%来自于下游消费品。这意味着上游对于下游制造业的挤占效应有所加大。

图 5：8月上游利润占比上升，其他大类行业利润占比均被压缩



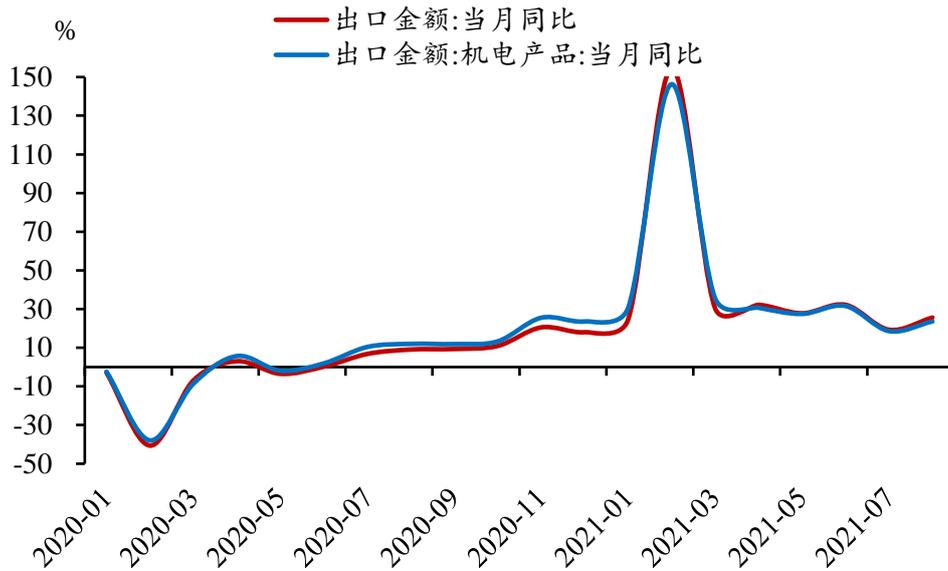
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 6：上游利润率上升，其他大类行业均下降

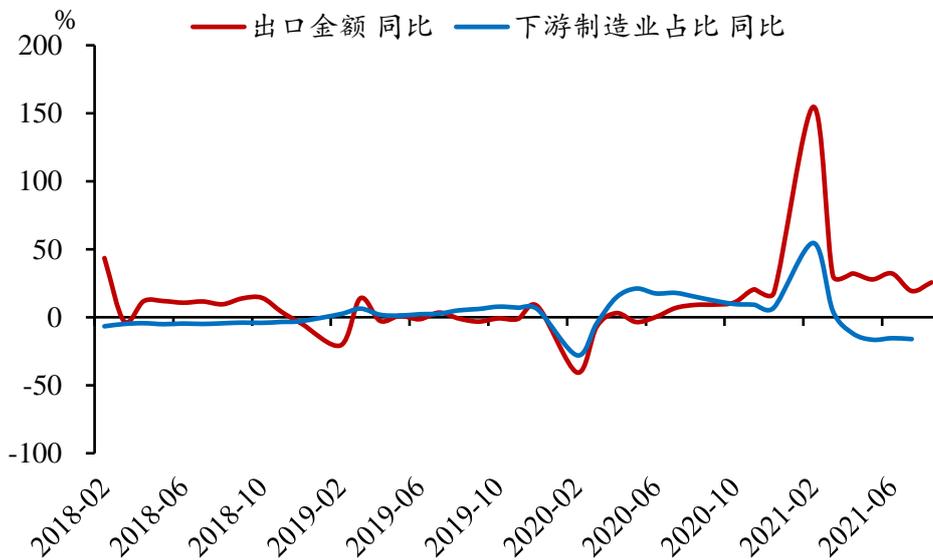


资料来源:万得, 信达证券研发中心

8月出口同比增长25.6%，大超预期，是8月经济数据中为数不多的亮点。出口结构中，机电产品是出口高增的主要拉动项。历史数据显示，出口金额的走势和下游制造业利润占比走势的一致性较强。结合这两点来看，8月下游制造业利润理论上应该有不错的表现。

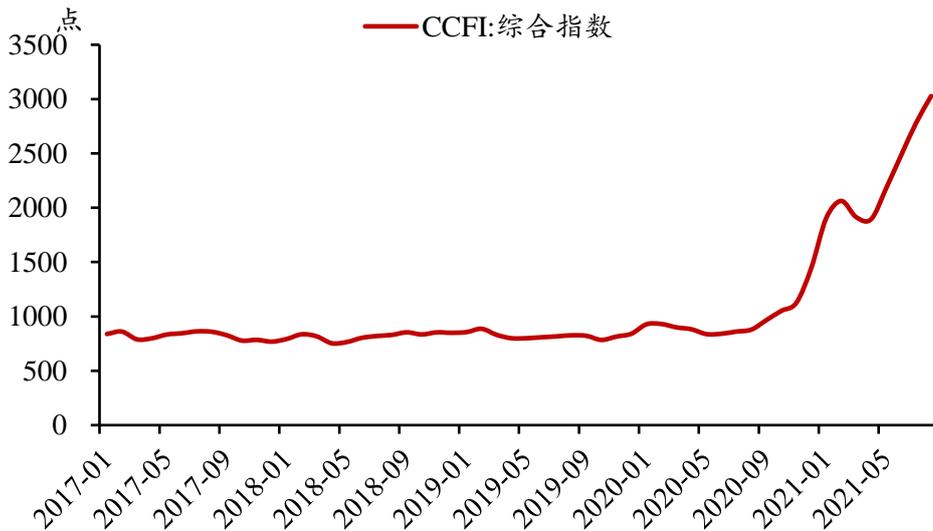
图 7：8 月出口同比增长高增


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：历史上出口金额和下游制造业占比的走势一致性较强


资料来源:万得, 信达证券研发中心

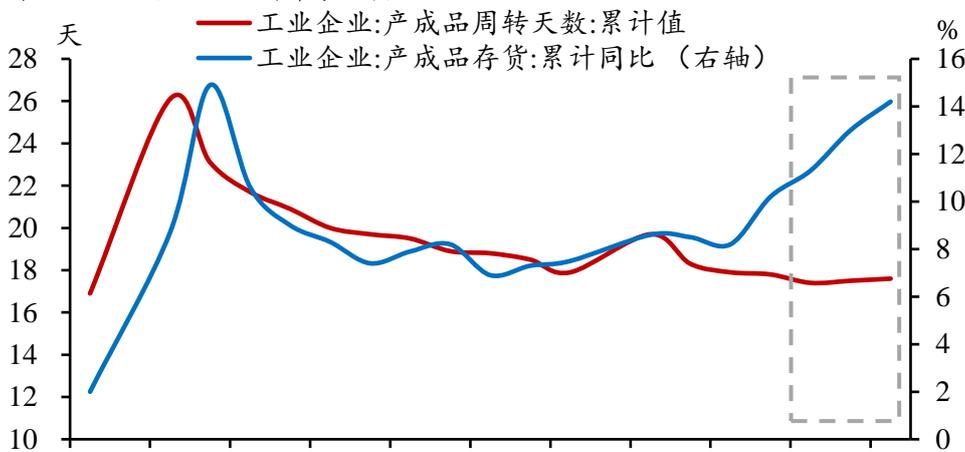
但为什么 8 月出口的亮眼表现没有带动下游制造业利润的改善？我们认为主要有两点原因：一是工业品价格的持续大幅大涨抬高了下游制造业的成本，这一点可以从 8 月下游制造业成本率的上升中得到验证；另一方面是航运价格大幅走高增加了出口企业的压力，8 月 CCFI 运价指数突破 3000 点，较 7 月上升 8.9%。从大宗商品价格和运价这两个角度观察，我国出口商品面临着需求旺盛，但赚不到钱的问题。

图 9：运价持续上升


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、企业进入“被动补库存”阶段

企业进入“被动补库存”阶段。8月末，规模以上工业企业产成品存货 5.20 万亿元，增长 14.2%，同比增速较 7 月末回升 1.2 个百分点。产成品库存累计同比自 5 月起连续 4 个月回升。产成品存货周转天数为 17.6 天，比 7 月末增加 0.1 天，连续三个月上升。“产成品存货上升、产成品周转天数上升”的组合连续出现三个月，说明企业进入“被动补库存”阶段，终端需求的疲软造成企业库存的被动积压。

图 10：企业进入“被动补库存”阶段


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_27125



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>