

工业企业利润结构隐含的政策信号

证券研究报告

2021年09月29日

● 核心结论

营收利润同比延续下行趋势，利润降幅有扩大迹象。2021年1-8月，规模以上工业企业营收同比增长23.9%，较前7个月累计增速下降1.7个百分点，降幅延续今年4月以来逐月收窄态势。1-8月，规上工业企业利润同比增长49.5%，较前7个月累计增速下滑7.8个百分点。两年复合增速为19.5%，较前值回落0.7个百分点，环比降幅有扩大迹象。

量减、价增、营收利润率升幅继续放缓。为何工业企业利润数据两年复合增速在经历了7月较好的表现后，8月环比再度转而下行，我们利用“量、价、利润率”的方法进行拆解分析。利润复合增速环比转降主要由于量的缩减和营收利润率支撑作用弱化所致，主因与8月能耗双控政策强化首先体现在生产端有关，而价格层面的反应相对滞后，这造成中下游利润率水平仍在下滑。

行业景气分化加剧：上游向好；中下游承压。分行业来看，1-8月利润总额两年复合同比增速位居前列的行业主要集中在有价格因子支撑的上游采矿和原材料制造业，其次是装备制造和工业消费品行业，下游的可选消费行业普遍表现不佳，大多数子行业利润同比仅录得负增长，主要受今年调控政策趋紧，地产后周期消费下滑所致。从环比变化来看，改善幅度较大的行业仍主要集中在上游，和1-7月相比，利润总额两年复合增速环比改善位居前列的有其他采矿、煤炭开采、化纤制造、石油天然气开采等。

工业企业利润结构或隐含了未来两年促消费政策信息。1) 每个“五年规划”中每一年都存在相近的经济目标和节奏基调。十二五历年各大类行业企业利润环比增速的节奏和幅度相近、十三五历年各大类行业企业利润环比增速的节奏与幅度亦相近，但十二五与十三五各类行业企业利润环比增速的节奏与幅度则有较明显差异。此外，十二五期间历年4-12月各类行业企业利润环比增速中枢持续下移，而十三五期间历年4-12月各类行业企业利润环比增速中枢持续抬升。2) “五年政策”期间工业企业利润结构取决于经济发展阶段及政策导向。其中，十五到十二五期间经济发展阶段主导经济和企业利润结构，十三五期间的企业利润结构隐含了政策倾向。3) 不促消费难以推进双循环与制造业产业升级。落实“双碳政策”以及全球推广新能源的格局下，上游原材料或继续保持强势，中下游或将长期承受不同程度的成本压力。十四五期间中国的转型方向是“消费大国叠加制造大国”。往后看，假若无政策引导，工业企业利润结构或仍以上游占优，叠加下游需求疲软，中游利润进一步受到侵蚀，这一格局有悖于十四五的政策基调。基于十三五经验，我们预计在转型诉求下，未来1-2年促消费、保中下游行业利润等相关政策有望逐步落地。

风险提示：宏观经济变化超预期；货币与财政政策变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

分析师



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、营收利润同比延续下行趋势，利润降幅有扩大迹象.....	3
二、量减、价增、营收利润率升幅继续放缓.....	3
三、行业景气分化加剧：上游向好；中下游承压.....	3
四、工业企业利润结构或隐含了未来两年促消费政策信息.....	4
（一）每个“五年规划”中每一年都存在相近的经济目标和节奏基调.....	4
（二）“五年政策”期间工业企业利润结构取决于经济发展阶段及政策导向.....	7
（三）不促消费难以推进双循环与制造业产业升级.....	8
五、风险提示.....	8
（一）宏观经济变化超预期.....	8
（二）货币与财政政策变化超预期.....	8

图表目录

图 1：上中下游月累计利润总额占比变化情况.....	4
图 2：采矿业企业利润环比（%）.....	4
图 3：原材料加工业企业利润环比（%）.....	5
图 4：装备制造业企业利润环比（%）.....	5
图 5：日常消费品行业企业利润环比（%）.....	5
图 6：可选消费品行业企业利润环比（%）.....	6
图 7：工业消费品行业企业利润环比（%）.....	6
图 8：“十五”至“十四五”中国工业企业利润增速均值（%）.....	7
图 9：“十五”至“十四五”各类工业行业企业利润增速均值（%）.....	7

一、营收利润同比延续下行趋势，利润降幅有扩大迹象

2021年1-8月规模以上工业企业营收同比增长23.9%，较前7个月累计增速下降1.7个百分点，降幅延续今年4月以来逐月收窄态势。两年复合增速为9.8%，较前值下滑0.1个百分点，连续两个月环比下降。2021年1-8月规上工业企业利润同比增长49.5%，较前7个月累计增速下滑7.8个百分点。两年复合增速为19.5%，较前值回落0.7个百分点，环比降幅有扩大迹象。从单月表现来看，8月规上工业企业利润总额当月同比增长10.1%，较7月下降6.3个百分点。两年复合增速为14.5%，较7月环比下降3.5个百分点，在7月环比小幅回升2.3个百分点后，再度转负。

二、量减、价增、营收利润率升幅继续放缓

“量”的方面。8月工业增加值两年复合同比增长5.4%，而7月为5.6%，“量”对利润的贡献继续走弱，主要原因是能耗双控政策执行力度加大，各地限电限产政策对工业生产带来一定的负面影响。

“价”的方面。8月PPI同比9.5%，创年内新高，也升至本轮上行周期的最高点。从结构来看，PPI同比升幅较大的行业主要有煤炭开采、化纤制造、化学原料、燃气生产和供应业，价格因子对工业企业利润的支撑依然较为显著。

利润率方面。8月规上工业企业营收利润率为7.01%，较去年同期增加1.22个百分点，同比增幅续创年内新低，利润率方面的支撑继续减弱。从成本和费用角度看，8月工业企业每百元营收中的成本和费用分别为83.69元和8.39元，较去年同期分别下降0.66元和0.54元，低于7月份的0.81元和0.58元，费用的边际变化幅度较小，成本降幅的收窄是导致利润率支撑弱化的主因。从结构上看，采矿业、制造业、公用事业8月营收利润率较去年同期分别提升8.2、1.1和-1.2个百分点，7月分别为8.0、1.3和-0.6个百分点，采矿业利润率升幅扩大，这与PPI的再度走高具有较强相关性，而受原材料成本上升的影响，制造业、公用事业利润受到挤压，这是造成利润率下滑的主要结构性因素。

综上，利润复合增速环比转降主要由于量的缩减和营收利润率支撑作用弱化所致，主因与8月能耗双控政策强化首先体现在生产端有关，而价格层面的反应相对滞后，这造成中下游利润率水平仍在下滑。

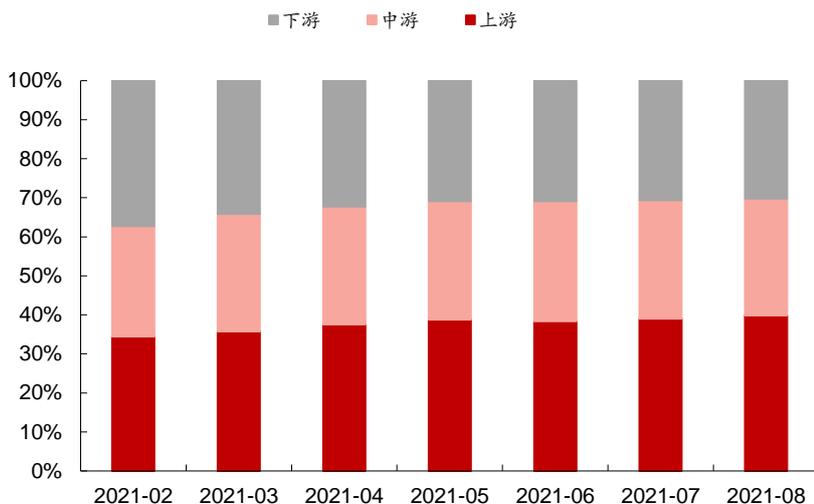
三、行业景气分化加剧：上游向好；中下游承压

分行业来看，1-8月利润总额两年复合同比增速位居前列的行业主要集中在有价格因子支撑的上游采矿和原材料制造业，其次是装备制造和工业消费品行业，下游的可选消费行业普遍表现不佳，大多数子行业利润同比仅录得负增长，主要受今年调控政策趋紧，地产后周期消费下滑所致。

具体来看，同比增速位居前列的行业有黑色采矿、化纤制造业、有色冶炼、医药制造业、黑色冶炼、化学原料、煤炭开采、计算机通信电子等行业。

从环比变化来看，改善幅度较大的行业仍主要集中在上游，和1-7月相比，利润总额两年复合增速环比改善位居前列的有其他采矿、煤炭开采、化纤制造、石油天然气开采等。

图1：上中下游月累计利润总额占比变化情况



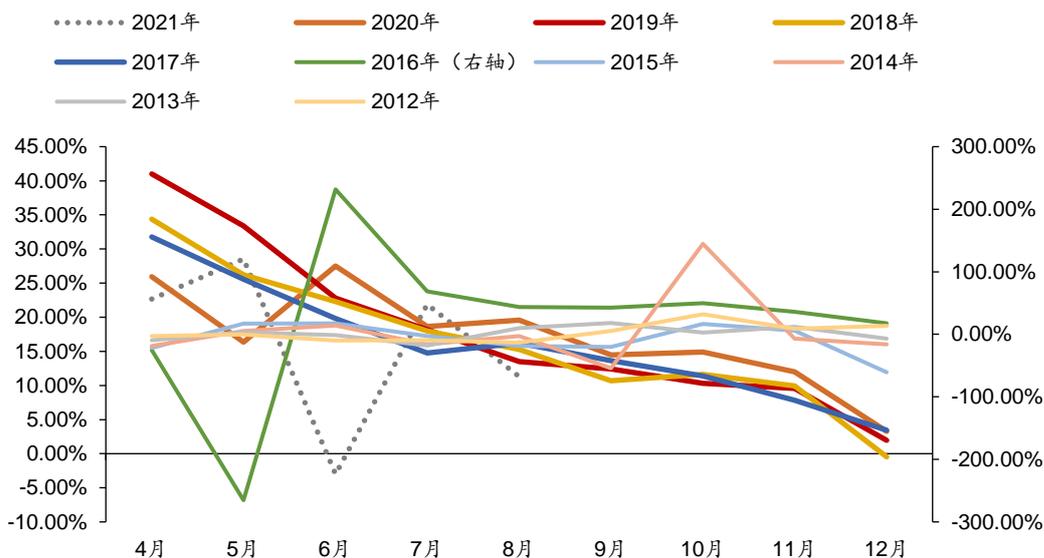
资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、工业企业利润结构或隐含了未来两年促消费政策信息

(一) 每个“五年规划”中每一年都存在相近的经济目标和节奏基调

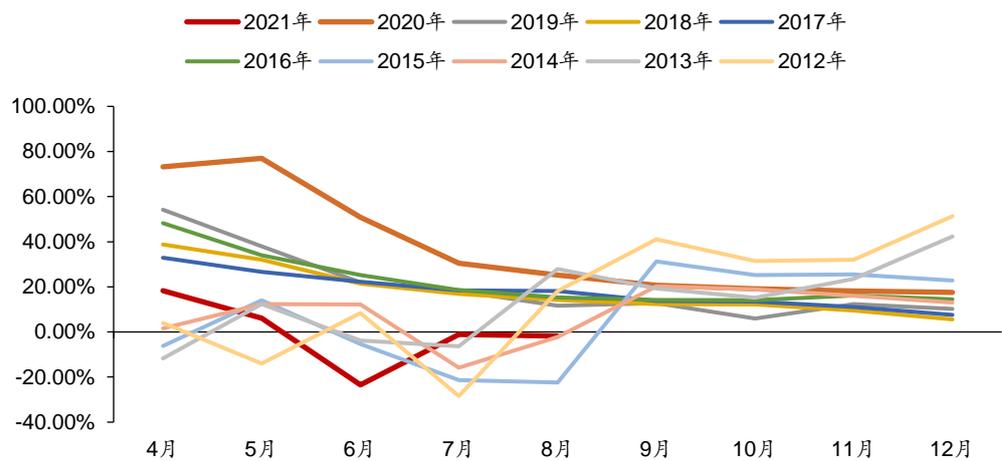
当前经济下行压力较大，地产政策与能耗双控政策带来的限电限产压力暂时无解。在短期困惑之下，我们希望借助长期变量寻找一些确定性的逻辑，工业企业利润结构的变化是一个极好的突破口。

图2：采矿业企业利润环比 (%)



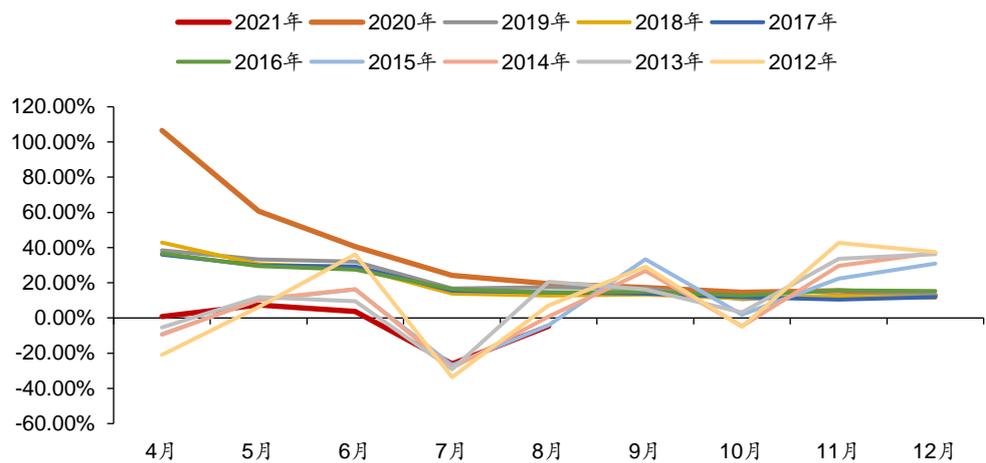
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：原材料加工业企业利润环比（%）



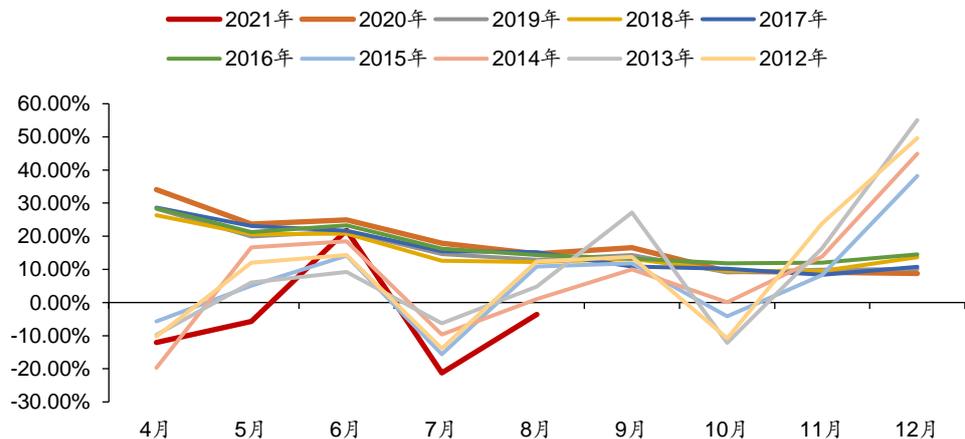
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：装备制造业企业利润环比（%）



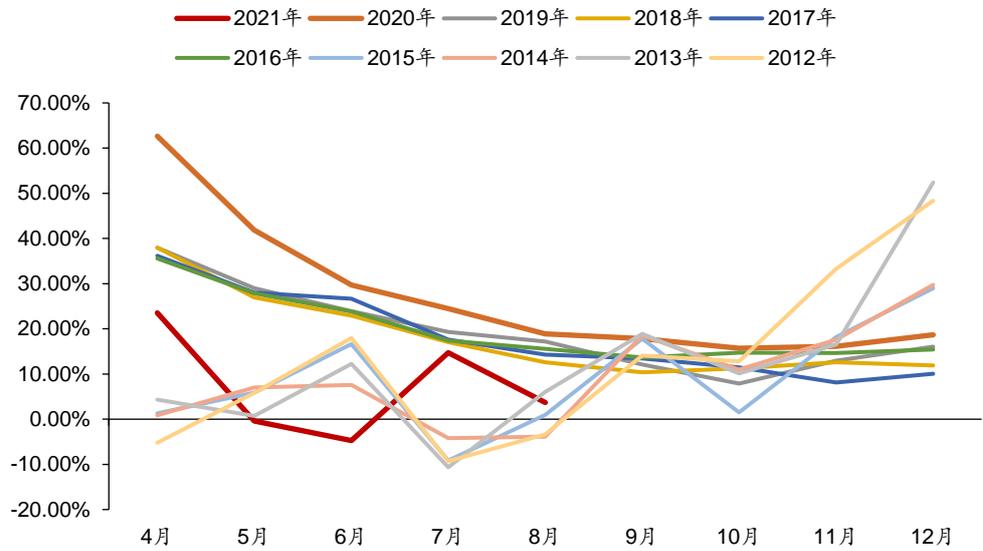
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：日常消费品行业企业利润环比（%）



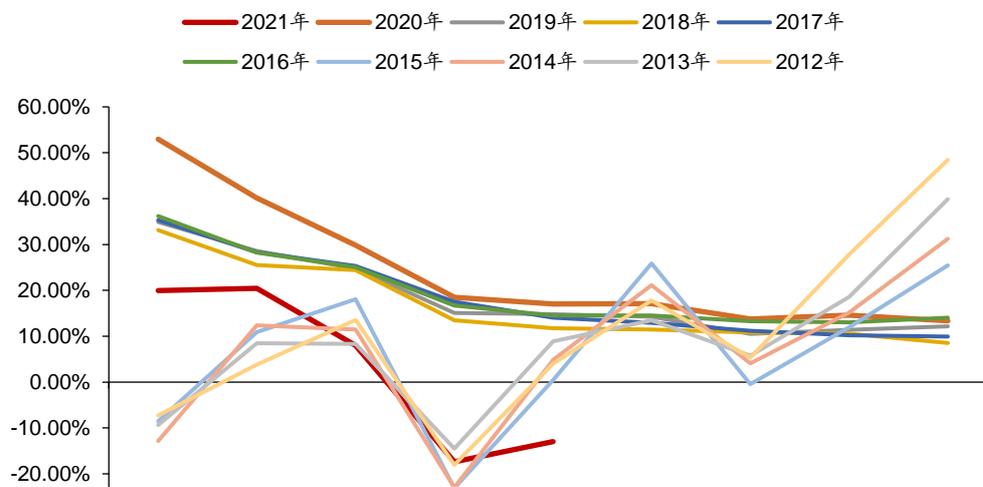
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：可选消费品行业企业利润环比（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：工业消费品行业企业利润环比（%）



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_27220



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn