

2021年09月28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

利润增速如期继续下行，上下游分化明显

——8月工业企业利润数据点评

相关报告

《9月美联储加息会议点评：Taper将至》——2021-09-24

《8月财政数据点评：经济下行影响持续显现》——2021-09-21

《8月经济数据点评：经济增长继续低迷》——2021-09-15

《点评报告：恒大会导致系统性金融风险吗？》——2021-09-14

《8月贸易数据点评：出口金额年内或难以显著下行》——2021-09-07

事件：

国家统计局公布8月全国规模以上工业企业实现利润同比增长10.1%，剔除基数后延续了自今年1-2月份的高点以来总体下滑的趋势，也连续四个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。其中，剔除基数效应后，8月工业企业营业收入增速受PPI增速上行驱动稍有反弹，但利润率增速的下行还是导致了利润增长水平的总体下滑。值得注意的是，8月上中下游行业的利润率增速在剔除基数后存在明显的分化，上游盈利较好，而中下游利润水平受到挤压。

投资要点：

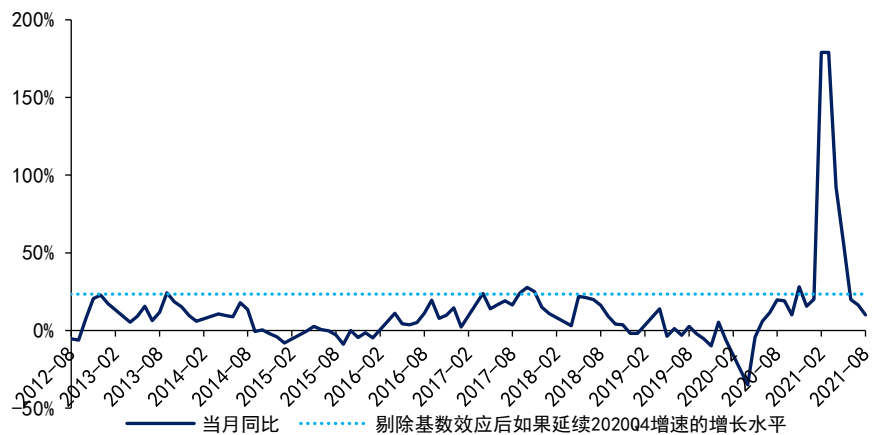
- 8月全国规模以上工业企业实现利润6,802.8亿元，同比增长10.1%，剔除基数后延续了总体下滑的大趋势，既显著弱于今年1-2月份的高点，也连续四个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。这验证了我们之前的判断——7月利润增速表现出的小反弹仅仅是单月间的波动。（《7月工业企业利润数据点评：工业企业利润增速下行过程中的小反弹》）
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率增长。其中，8月工业企业收入增速剔除基数后受PPI增速上行的驱动稍有反弹，但我们倾向于认为这只是剔除基数影响的工业企业营收增速在4月见顶后持续回落大趋势中的一个小波折——考虑到后续限电措施在向PPI传递上行压力的同时也将给工业增加值增速带来压制。
- 8月工业企业利润率同比增速剔除基数后明显回落，延续了利润率增速（剔除基数）自1-2月高位整体回落的态势。究其原因，一方面，成本率受大宗商品价格居高影响面临较大上行压力；另一方面，受减税降费政策退出的影响，费用率呈现整体持续回升的态势。
- 另外，值得注意的是，受到大宗涨价以及价格传导能力差异的影响，8月上中下游利润率增速水平（剔除基数）存在着明显的分化，中下游企业的利润水平受到挤压。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

1、工业企业利润增速下行趋势延续

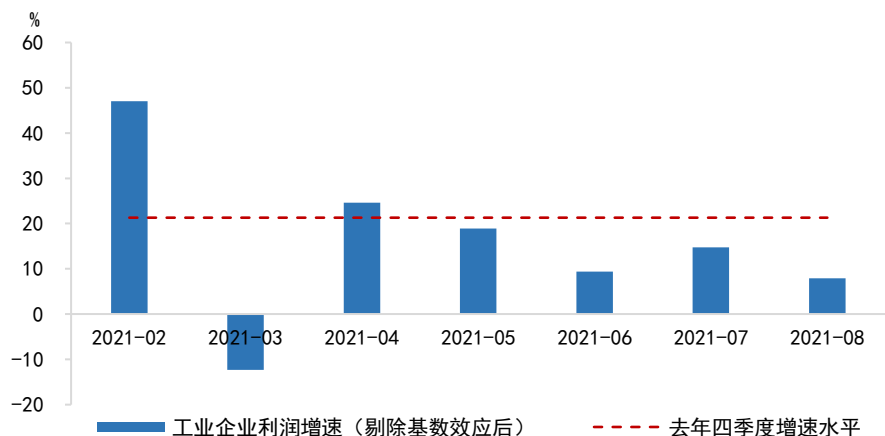
据国家统计局公布，8月全国规模以上工业企业实现利润6,802.8亿元，同比增长10.1%，剔除基数¹后延续了总体下滑的趋势，不仅显著弱于今年1-2月份的高点，也连续四个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。这也验证了我们之前的判断：7月利润增速（剔除基数）表现出的小反弹仅仅是单月间的小幅波动。（《7月工业企业利润数据点评：工业企业利润增速下行过程中的小反弹》）。

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——虽然8月稍有波折，但不改总体下行趋势——另一方面，工业企业营业利润率的增速也在1-2月

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）。

的高点之后整体回落²。

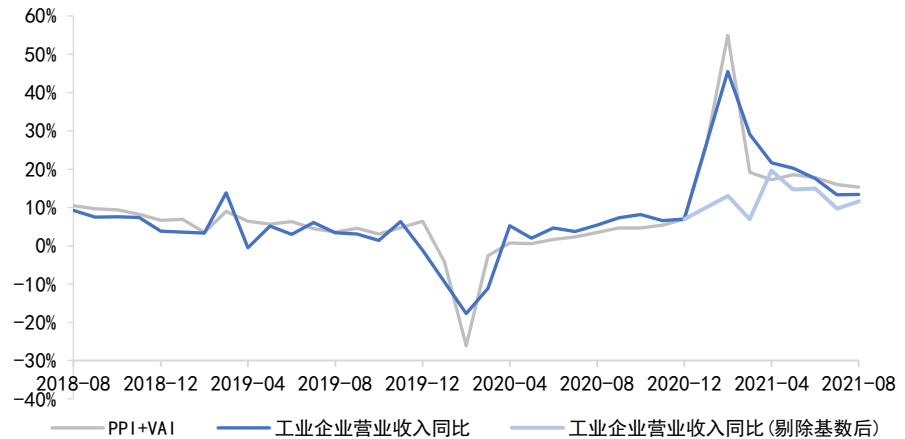
进一步分析，营业利润率=1-成本率-费用率。我们发现，经季节性调整后的工业企业营业收入成本率自年初维持了一段较低水平后，在大宗商品价格偏高冲击下自5月开始有所回升；季调后的费用率自1-2月以来也总体有所回升。因此营业利润率剔除基数后形成了自1-2月以来整体持续回落的态势。而展望未来，我们认为这一趋势可能延续——成本率受大宗商品价格居于高位以及拉闸限电的影响，还有较大上行压力，而费用率方面，伴随着减税等财政对疫情期间经济的支持措施的继续退出，其整体回升的态势也可能持续。

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。

2、工业企业收入增速不改下滑趋势

工业企业收入增速剔除基数后在 8 月稍有反弹，但其自 4 月以来总体下滑的趋势可能不会改变。8 月规模以上工业企业营业收入同比增长 13.4%，剔除基数后相当于同比增长 11.6%——较 7 月稍有反弹。

图 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

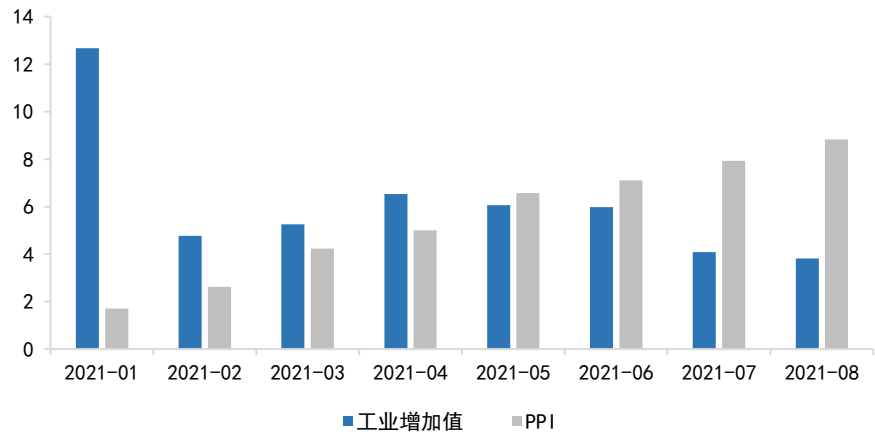
收入增速为何持续下滑？其在 8 月的反弹又该如何理解呢？我们将工业企业营业收入的增长大致拆分成“量”的增长与“价”的增长两部分，其中“价”的增速可以很大程度在 PPI 同比增速中体现，“量”的增速则可由工业增加值增速粗略代表。

从数据上来看，8 月 PPI 同比增长 9.5%，剔除基数后，延续了自 1-2 月以来的持续上行，并且达到了极高水平；而 8 月工业增加值同比增长 5.3%，剔除基数效应后延续了自 4 月以后持续下行的态势。

因此就整体趋势而言，可以说，剔除基数后，4 月以后工业企业营收增速整体下滑的主导因素为工业增加值增速的持续下行。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。

而 8 月工业企业营收的小反弹主要是受 PPI 增速（剔除基数）进一步的大幅上行推动，我们倾向于认为这只是剔除基数影响的工业企业营收增速在 4 月见顶后持续回落的大趋势中的一个小波折——展望未来，我们认为虽然 PPI 增速（剔除基数）由于电力供应受限影响在当前高位上仍有一定的上行压力，但限电同时也会对工业增加值构成较大压制。

图 4: 剔除基数效应后的 PPI 增速与工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、工业企业利润率如期回落

8月工业企业利润率同比增速剔除基数后如期回落（约为-5%），延续了利润率增速剔除基数后自1-2月高位整体回落的态势。究其原因，一方面，成本率受大宗商品价格居高影响面临较大上行压力；另一方面，受减税降费政策退出的影响，费用率整体呈现持续回升的态势。

图 5：工业企业利润率（经季调）

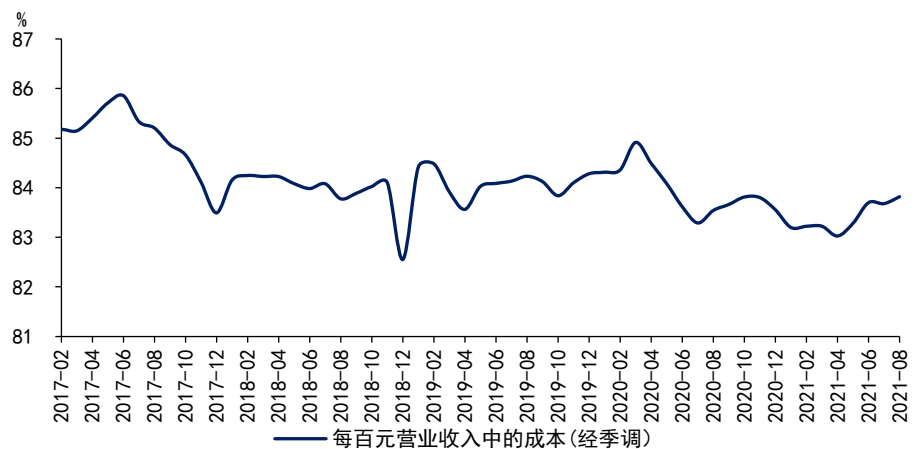


资料来源：Wind，国海证券研究所

3.1、成本率受大宗价格影响自6月处于高位

工业企业利润率剔除基数后较年初极高的水平大幅回落与成本率与费用率两方面因素有关。8月季节性调整后的成本率进一步上升，延续了其自5月开始明显上行、自6月起处于高位的态势——可能与大宗商品价格上涨的冲击滞后的反映有关。未来，拉闸限电等措施可能还将对成本率构成进一步的上行压力。

图 6：8月工业企业成本率（经季调）



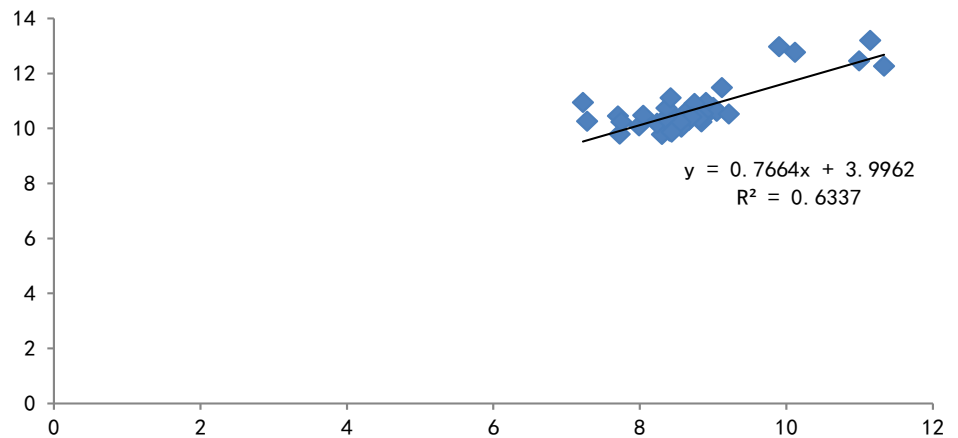
资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、费用率整体回升态势持续

8月费用率剔除季节性因素的影响后保持了整体回升的态势。我们维持此前的判断——伴随着减税等财政对疫情期间经济的支持措施的退出，费用率将延续整体有所回升的态势。

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存在相当的相关性。

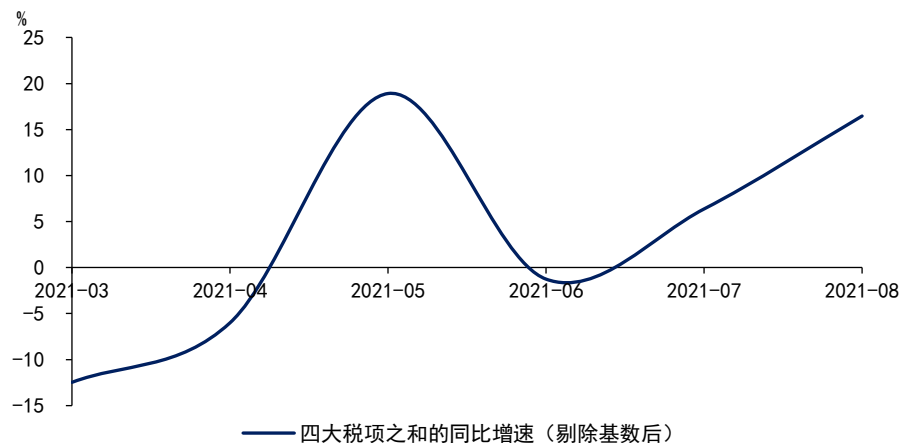
图 7：统计局公布费用率 vs 费用及税金附加高度相关



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。

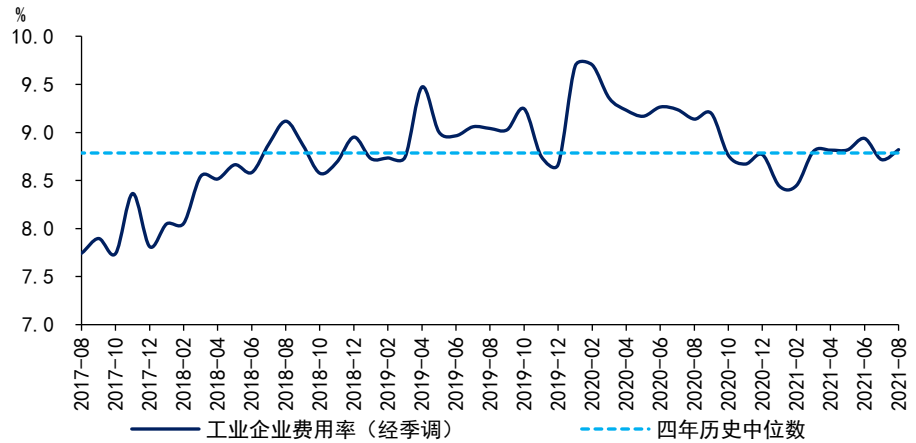
图 8：8月费用率对应的税金部分的增速（剔除基数）进一步上升



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。8 月，费用率如期回升。尽管之前也存在单月间的小幅波动，但整体而言，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仍处于去年四季度产出缺口最高时期的水平附近——近三年来的历史低值，我们认为费用率整体回升的态势将持续。

图 9：8 月统计局公布的费用率



资料来源：Wind, 国海证券研究所

3.3、上中下游分化明显

另外，值得注意的是，大宗商品价格的大幅上涨以及价格传导能力的差异还导致了工业企业内部出现不同行业间、不同规模企业间的明显分化：从剔除了基数的利润率增速上来看，8 月上游企业盈利明显较好，但中下游利润空间受到挤压。

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_27223



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn