

2021年10月28日

宏观研究

研究所
证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人: 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

利润增速延续下行趋势，上下游分化减弱

——9月工业企业利润数据点评

最近一年走势



相关报告

- 《财政支出的积极性回升有限 *樊磊——9月财政数据点评》2021-10-24
- 《供给约束限制政策宽松——2021年三季度经济数据及近期政策点评*樊磊》2021-10-20
- 《航运改善或导致短期出口偏强——9月贸易数据点评 *樊磊》2021-10-14
- 《供给冲击的顶点到了吗? *樊磊》2021-10-01
- 《利润增速如期继续下行，上下游分化明显*樊磊》2021-09-29

事件:

国家统计局公布9月全国规模以上工业企业实现利润同比增长16.3%，剔除基数后延续了自今年1-2月份的高点以来持续下滑的趋势。其中，剔除基数效应后，9月工业企业营业收入增速受工业增加值增速的持续下行影响延续整体下滑趋势；同时，利润率增速剔除基数后也进一步下行。另外，中下游行业间的利润分化似乎有所减弱。

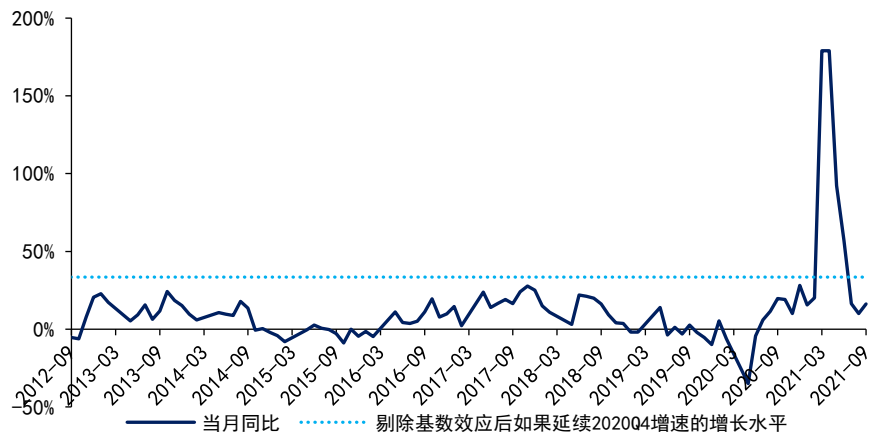
投资要点:

- 9月全国规模以上工业企业实现利润7,387.4亿元，同比增长16.3%，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，也连续五个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。
- 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，工业企业收入增速剔除基数后总体自4月以来持续下滑，虽在上月受PPI上行驱动稍有反弹，但由于限电措施在向PPI传递上行压力的同时也给工业增加值增速带来了较大压制，9月工业企业营收增速剔除基数后如期延续了其在4月见顶后持续回落的大趋势。
- 9月工业企业利润率同比增速剔除基数后延续了其自1-2月以来高位整体回落的趋势。究其原因，一方面，成本率受大宗商品价格居高及供给约束影响面临较大上行压力；另一方面，受阶段性的减税降费政策到期退出的影响，费用率整体呈现持续回升的态势。
- 另外，分行业来看，除了开采行业依然保持高位外，9月上中下游行业间的利润水平分化似乎有所减弱，可能部分地与上游产能受限，以及部分中下游行业价格传导强化有关。
- 风险提示 经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

1、工业企业利润增速延续下行趋势

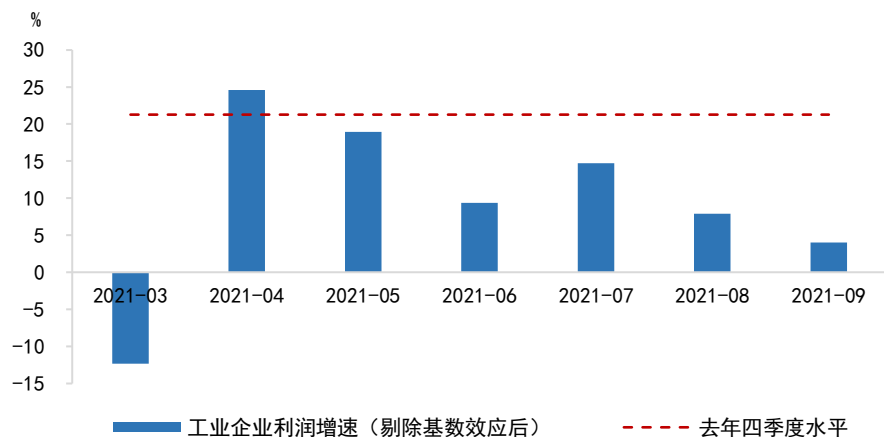
据国家统计局公布，9月全国规模以上工业企业实现利润7,387.4亿元，同比增长16.3%，剔除基数¹后延续了总体下滑的趋势，不仅显著弱于今年1-2月份的高点，也连续五个月弱于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。

图 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 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，另一方面，工业企业营业利润率的增速也在1-2月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。

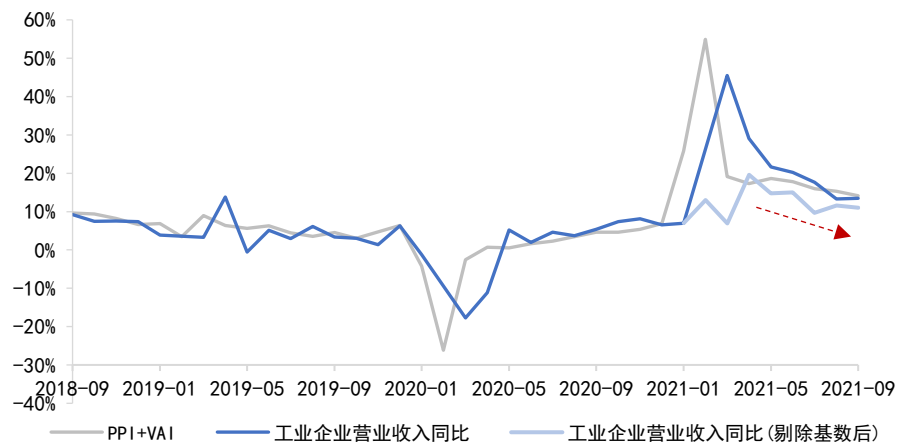
¹ 我们假定去年同期的利润增速与去年四季度（21.3%）大体相当——因为四季度达到了本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平——通过这个方法剔除去年同期基数的影响（下面剔除基数都是这个方法）。

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总体自4月以来持续下滑，虽在8月稍有反弹，但9月再度下行，整体回落的趋势并没有改变。9月规模以上工业企业营业收入同比增速10.9%，剔除基数后相当于同比增长11.0%——延续了整体下滑的趋势。虽然由于电力供应受限影响，PPI增速（剔除基数）在9月进一步上行，但限电措施也给工业增加值增速带来了较大压制，工业企业营收增速剔除基数在4月见顶后延续了持续回落的大趋势。

图3：工业企业收入增速、工业增加值（VAI）与PPI增速



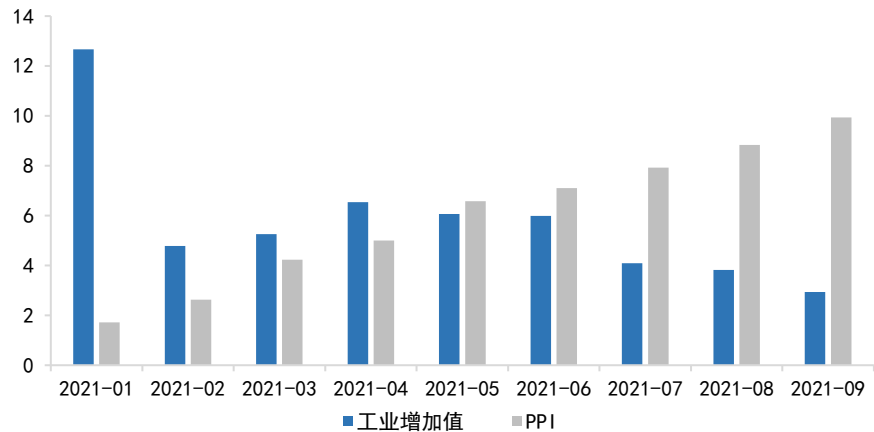
资料来源：Wind，国海证券研究所

收入增速为何持续下滑？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，9月PPI同比增长10.7%，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9月工业增加值同比增速3.1%，剔除基数效应后延续了自4月以后持续下行的态势。

整体而言，剔除基数后，9月工业企业营收增速延续了自4月以来以工业增加值增速为主导的下行趋势——不断上行的“价”并没有能够完全对冲“量”的下行。

图 4: 剔除基数效应后的 PPI 增速与工业增加值增速 (%)

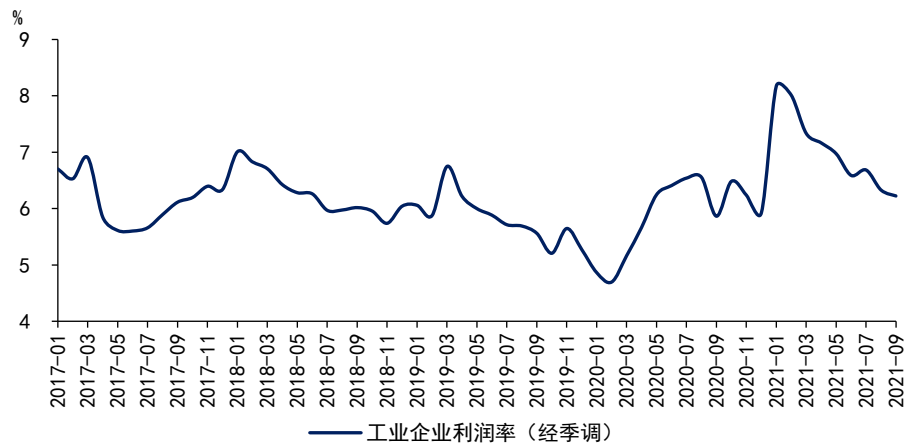


资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、工业企业利润率进一步下滑

9月工业企业利润率同比增速剔除基数后进一步下滑,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及供给约束影响面临较大上行压力;另一方面,受阶段性的减税降费政策到期退出的影响,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)



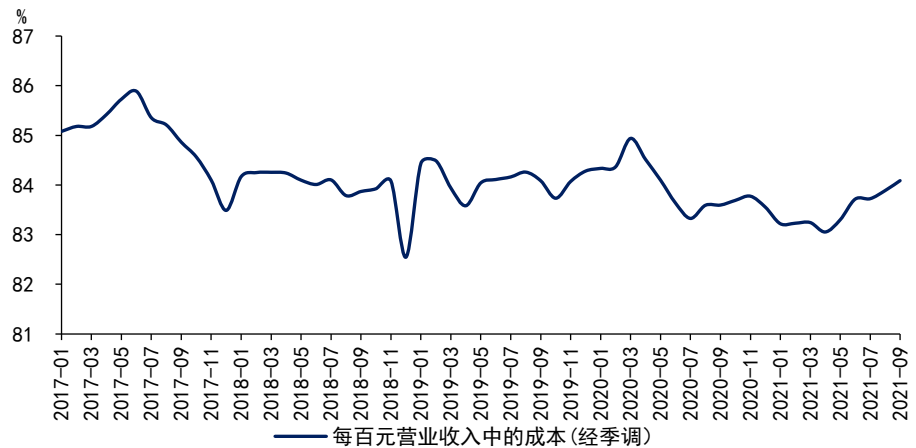
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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。9月经季节性调整后的成本率进一步明显上升,延续了其自5月开始明显上行、自6月起处于高位的态势,拉闸限电等措施对成本率的影响可能在9月已初步显现。而伴随着10月限电冲击的超预期,供给方面的约束可能会对

企业成本率构成进一步的上行压力。

图 6: 9 月工业企业成本率 (经季调) 进一步上行



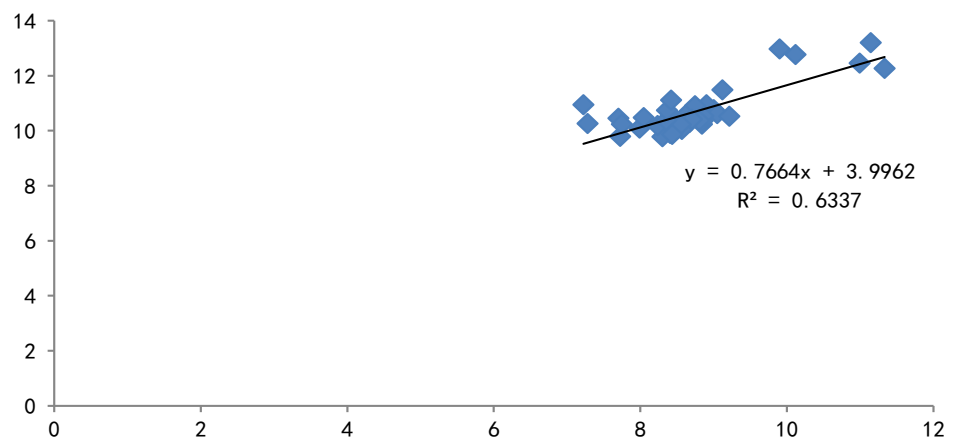
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、费用率整体回升态势延续

9 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

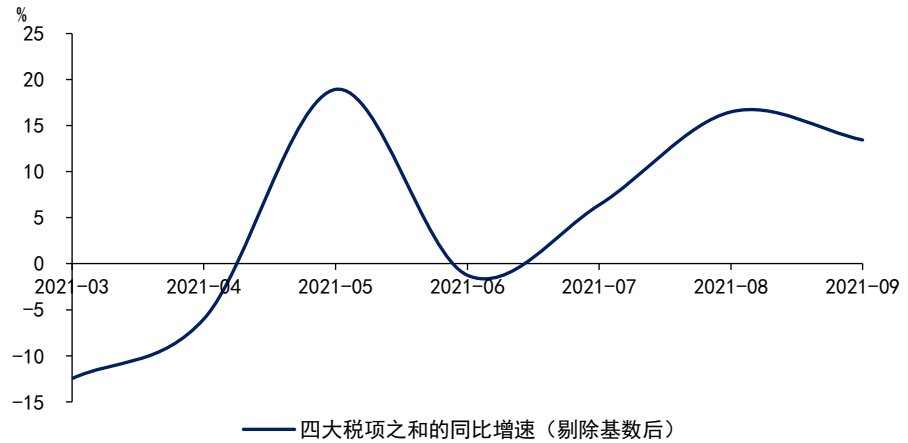


资料来源: Wind, 国海证券研究所

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。

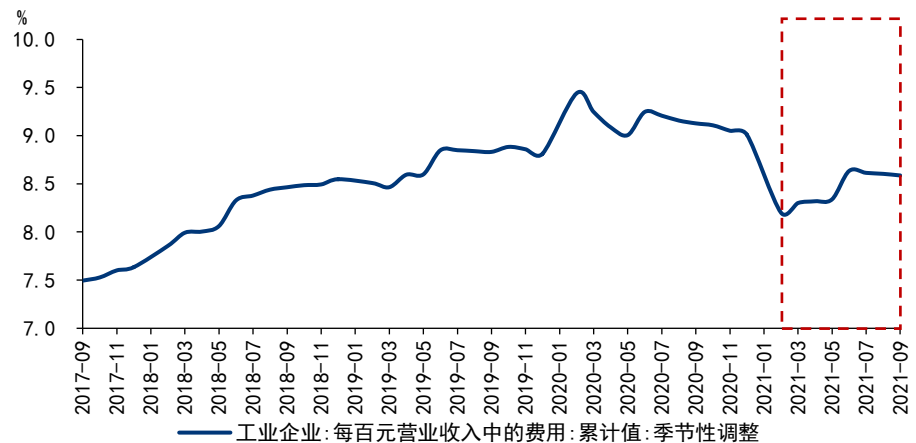
图 8: 9月费用率对应的税金部分增速(剔除基数)稍有回落,但仍处于高位



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水平(营业收入中费用的比重)自1-2月整体有所回升。9月费用率水平与8月大致相当。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(比如增值税小规模纳税人的1%征收率减税政策将在今年年底到期³),我们认为费用率整体回升的态势将持续。

图 9: 9月统计局公布的费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

³ 国常会研究中小微企业阶段性减税降费政策,有何方向?

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1714200259205149220&wfr=spider&for=pc>

3.3、上中下游分化有所减弱

此外，9月上中下游行业利润率水平的分化程度似乎有所减弱。

此前，受到大宗商品价格上涨以及价格传导能力的差异工业企业内部曾出现不同行业间的利润率水平的明显分化——从利润率的两年平均增速上来看，8月采掘业以及原材料加工工业企业的盈利状况明显较好，中游装备制造以及下游消费品制造业的盈利空间受到挤压。

但到了9月，除了开采行业中的煤炭与黑色金属矿采选业，以及原材料加工业中的有色金属冶炼业依然保持高位外，其他行业间的利润水平分化似乎有所减弱——从两年平均利润率增速来看，石油、有色金属以及非金属矿开采等上游采掘业大幅减弱，而食品、金属制品、设备等中下游行业则有明显改善。一些宏观因素可能对其中部分行业利润率增速的变化起到了贡献：1）上游行业利润率增速下滑，可能与限电限产带来的产能约束有关，例如9月钢铁产量同比下降21.2%，水泥产量下降13%，产量的大幅下滑在一定程度上会对利润率构成压力；2）同时，我们观察到设备相关行业的PPI同比增速均明显上行，这可能意味着中游设备制造业价格传导正逐步强化，从而对利润率增速构成支撑。

当然，随着各部门正采取一些列措施引导大宗商品价格，以及缓解供给约束压力，我们认为行业间利润率水平分化的局面有望进一步改善。

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_28431

