财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

经济热度不减，中上游利润加速回升

——2021 年 1-2 月工业企业利润数据的点评　　宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

事件：2021 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 178.9%，相比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，为近年来同期较高水平（见图 1），企业效益持续改善，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。

一、量增、价升、成本降叠加低基数，共致利润保持高增

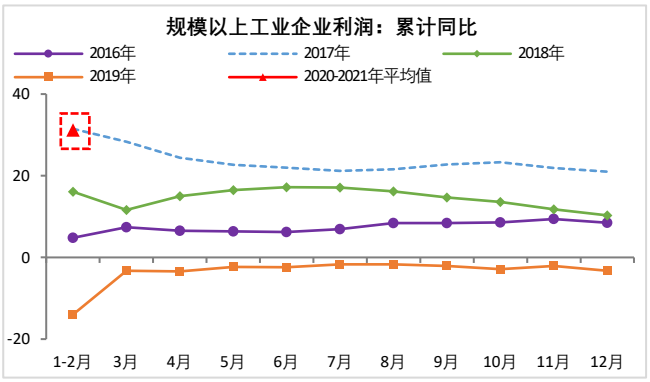
一是量的方面，受益出口高景气和就地过年政策，工业生产维持强劲，为盈利改善创造了有利条件。如 2020-2021 年 1-2 月份规模以上工业增加值两年平均增长 8.1%，为 2015 年以来同期最高水平，且今年 1-2 月份工业增加值环比增速亦强于历史均值，表明工业生产边际也在改善。

二是价格方面，受益大宗商品价格继续回升，1-2 月份工业生产者出厂价格指数（PPI）和生产资料价格指数分别增长 1%、1.4%，较去年 12 月份分别提高 1.4 和 1.9 个百分点，是推动工业利润改善的重要原因（见图 2）。

三是成本方面，受益产销双旺，压力明显缓解。1-2 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 82.92 元，是近十年来的最低水平，同比去年减少 1.16 元；同时每百元营业收入中的费用同比亦减少 1.38 元。

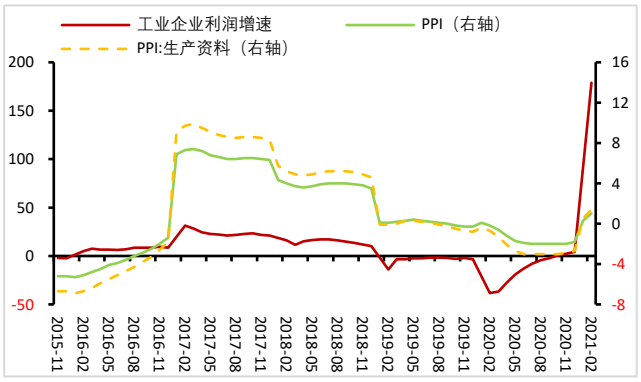
四是低基数效应也是今年利润增速读数偏高的主要原因之一。如 2019 年 1-2 月份规模以上工业利润增速为-14%，去年基数已明显低于往年同期；受疫情冲击影响，2020 年 1-2 月份工业利润同比再度大幅下降 38.3%，进一步拉低了今年的基数。

图 1：1-2 月工业企业利润保持高增



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：工业企业利润增速受 PPI 影响较大



资料来源：WIND，财信研究院

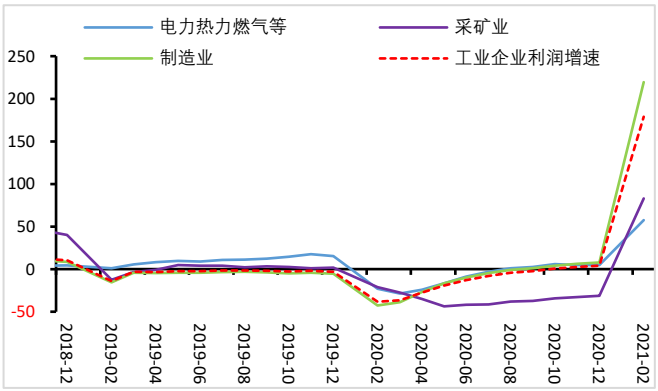
二、中、上游行业利润拉动作用突出，新旧动能转换继续加快

一是从三大门类看，采矿业和制造业是利润改善的主因（见图 3）。1-2 月份制造业、采矿业和电力热力燃气及水的生产供应业两年平均利润增速分别为 35.3%、20.2%和 10.0%，前两者明显高于后者。

二是从制造业内部看，上游原材料和中游装备制造业的拉动作用尤为突出，下游消费品行业利润修复偏慢（见图 4）。如受益国内外需求回升和产品价格上涨，1-2 月份原材料制造业利润同比增长 3.46 倍，两年平均增长 46.4%，高出同期全部制造业 11.1 个百分点；受益于出口强劲和投资需求回暖，中游装备制造业利润同比增长 7.07 倍，两年平均增长 55.3%，高出同期全部制造业 20 个百分点；相比之下，受国内消费恢复偏慢拖累，下游消费品制造业利润改善最慢，两年平均增速要低于全部制造业 16.2 个百分点。具体分行业看，上游石油加工、化学原料、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大行业利润改善明显，合计拉动规模以上工业企业利润同比增长 47.9 个百分点；中游汽车、铁路船舶等运输设备、计算机通信电子设备制造两年平均增速均在 150%以上（见图 5）。

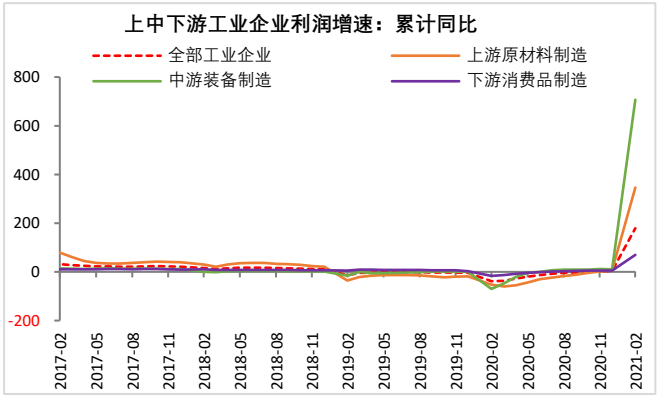
三是高技术制造业利润持续领跑。1-2 月份高技术制造业利润同比增长 3.08 倍，两年平均增速为 60.2%，高于同期全部制造业 24.9 个百分点（见图 6）。

图 3：采矿业和制造业是利润改善主因



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：制造业上中下游利润增速变化



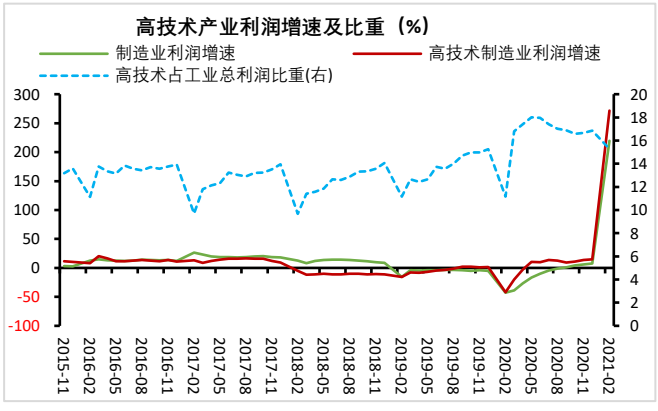
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：制造业上中下游重点行业利润增速变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：高技术制造业利润增速仍领跑全部工业



资料来源：WIND，财信研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

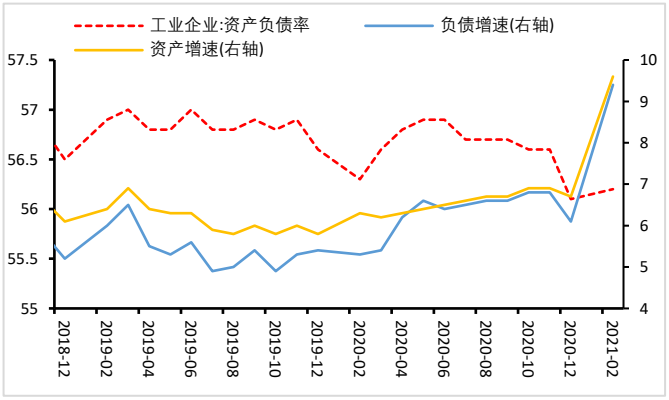
三、盈利改善驱动私企加杠杆，但国企和外企仍在去杠杆

2021 年 2 末，工业企业资产负债率为 56.2%，较 2020 年末小幅提高 0.1 个百分点，较去年同期降低 0.1 个百分点（见图 7）。

从资产和负债增速看，受企业投资意愿回升和去年基数偏低影响，两者均明显回升，是导致本月资产负债率环比提高的主因（见图 7）；但随着未来数月基数提高，加上国内流动性退潮，预计工业企业资产与负债增速或趋于回落，企业有望重回去杠杆通道。

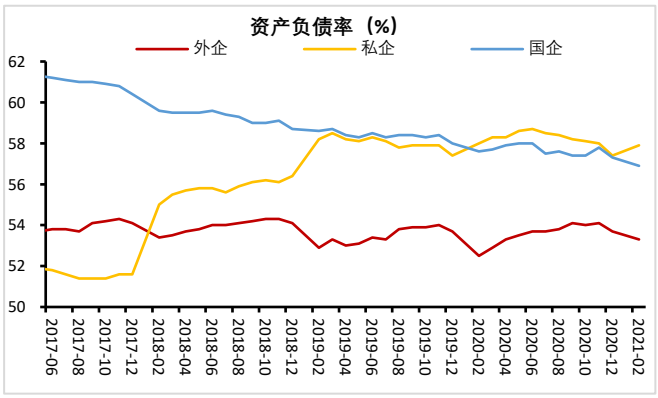
分企业类型看，盈利改善驱动私企加杠杆，是本月工业企业资产负债率提高的主要贡献力量；同期国企和外企资产负债率延续回落趋势，表明流动性退潮大背景下，企业杠杆率或难以长期大幅回升。具体看，2 月末私企、国企和外企资产负债率分别为 57.9%、56.9%和 53.3%，较 2020 年末分别提高 0.5、降低 0.4 和降低 0.4 个百分点（见图 8）。

图 7：工业企业杠杆率环比小幅回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：私企加杠杆是工业企业资产负债率回升主因



资料来源：WIND，财信研究院

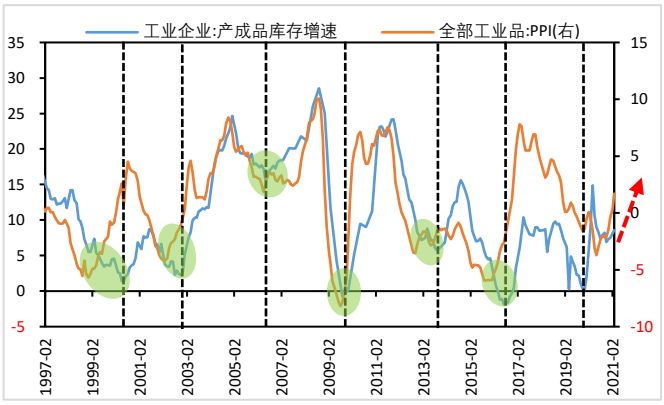
四、PPI 加速回升无悬念，工业补库存未完待续

2021 年 2 月末，工业企业产成品存货同比增长 8.6%，增速较 2020 年末大幅提高 1.1 个百分点（见图 9），连续 4 个月回升。展望未来，在国内外需求持续修复、PPI 价格回升和部分行业库存仍处于低位的背景下，预计企业补库存周期未完待续。

一是国内外需求持续改善，PPI 加速回升无悬念，对企业补库形成重要支撑。根据历史经验，PPI 增速与工业库存增速走势高度一致，且前者略领先于后者（见图 9）。目前从非金融企业杠杆率、PMI 等多个领先指标看，预计到 2021 年三季度 PPI 增速都会维持高位，意味着国内补库存周期也将大概率延续至三季度前后。

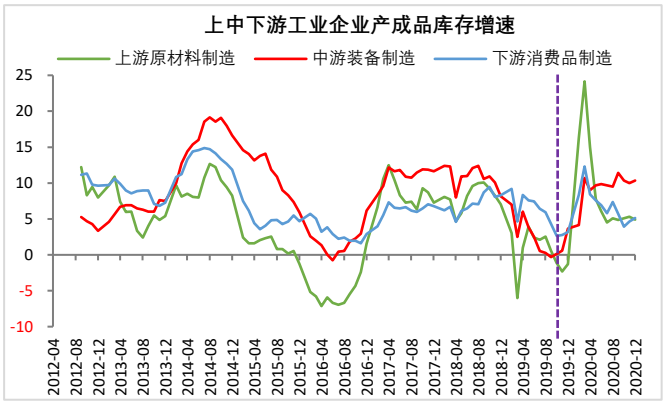
二是上游和下游库存增速仍处于相对低位，也有利于工业库存继续提升。分制造业上中下游库存数据看，受疫情冲击下，上游原材料和下游消费品制造业库存一度积压严重，2020 年 2 季度以来两者持续处于去库存之中，目前两者库存增速均已处于相对低位（见图 10）。而随着大宗商品价格回升、下游服务消费回暖，上游原材料和下游消费品制造业有望成为未来工业库存上行的后劲所在。

图 9：工业补库存或未完待续



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：上中下游制造业产成品库存增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。