低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化

——1-2 月工业企业利润数据点评

2021 年 03 月 29 日

分析师: 徐飞
执业证书编号: S0270520010001
电话: 021-60883488
邮箱: xufei@wlzq.com.cn
研究助理: 于天旭
电话: 17717422697
邮箱: yutx@wlzq.com.cn

投资要点:

- **工业企业利润增速达到历史高点，低基数叠加本地过年作用，增速大幅跳升，营收累计增速也延续上行。**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 179%，比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%。低基数不仅为 2020 年，2019 年同期企业利润也处于低位。

- **工业企业产销保持较快增长，价、量齐升，利润率显著走高，成本下降趋势延续，费用也有所回落，整体盈利持续改善，应收账款再次反弹至高点。**2 月 PPI 大幅上行至 1.7%，大宗商品价格普遍上涨。成本虽然延续下行，但未来随需求下降或面临阶段成本刚性问题。3 月末，中小企业计提坏账准备或有所上行，可能带来利润摊薄的风险。企业投资收益在低基数效应下，在一季度仍将有所上行，但随市场不确定性增加和低基数效应的消退，预期进入二季度投资收益或将逐步回落。

- **各类型企业利润均在继续修复，低基数效应显著。**从近两年的平均增速来看，国有企业和股份制企业利润修复速度领先，外资企业与私人企业较弱。国有企业、股份制企业资产负债率继续向下。当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率仍在继续下行，从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势，各部门杠杆率应稳中有降。

- **三大工业行业利润增速均在继续修复上行，制造业利润上行速度最快，制造业的顺周期修复仍将延续。**制造业的快速修复，受春节就地过年政策影响，复工复产周期有所缩短，海外需求持续修复，制造业受益上行。制造业各行业利润多数修复上行，但从近两年平均增速来看，仍有较多行业增速仍为负增。上游原材料行利润大多表现亮眼，有色表现最为强势，中游设备制造增速仍处于高位，下游汽车和计算机通信行业增速亮眼。传统劳动密集型行业利润增速仍未完全修复。原材料价格拉升幅度明显快于加工工业价格上行速度，价格上涨仍未明显从上游传导至下游，下游行业利润相对承压。

- 工业企业库存小幅累积，企业累库存进程依然较慢。3 月受高基数作用影响，库存累积速度或将有所放缓，大宗商品价格的上行，或部分抬升存货价值。剔除基数效应，整体预期仍处于主动补库存的阶段。

- **风险因素:** 流动性大幅收紧，二季度企业增速超出预期回落，海外风险事件向国内传导。

相关研究

碳中和政策驱动下，受益的行业有哪些？

基数效应干扰下，生产端表现相对最优

信贷需求旺盛，社融反弹预期难以延续

正文目录

1、工业企业利润延续修复趋势，低基数作用显著 3
2、制造业利润增速继续上行，中游景气度仍高 4
3、库存小幅累积，生产整体向好 6
4、风险提示 6

图表目录

图表 1：工业企业利润率大幅攀升(%) 3
图表 2：不同工业指标与利润率走势关系 3
图表 3：企业应收账款端情况 4
图表 4：企业费用和投资收益走势(%) 4
图表 5：分登记注册类型工业企业利润累计同比(%) 4
图表 6：不同类型企业资产负债率走势(%) 4
图表 7：分大类行业利润总额累计同比走势(%) 5
图表 8：上游工业企业增速走势(%) 5
图表 9：下游高端制造业利润走势(%) 5
图表 10：中游设备制造类行业利润走势(%) 5
图表 11：工业企业库存周期(%) 6
图表 12：汽车库存指标走势(%) 6

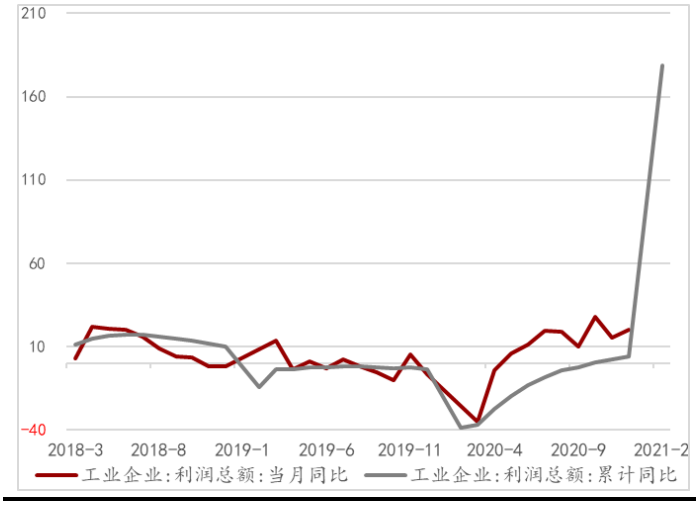
1、工业企业利润延续修复趋势，低基数作用显著

工业企业利润增速达到历史高点，低基数叠加本地过年作用，增速大幅跳升，营收累计增速也延续上行。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179%，比2019年1-2月份增长72.1%，两年平均增长31.2%。统计局的增速计算方式为2年累计增速的几何平均值，如果用利润总额计算同比，然后计算几何平均值，两年的平均增速为25.4%。由于规模以上工业企业样本调整的问题，前一种方式计算的结果更为准确和具有可比性。2019、2020年1-2月，利润累计同比增速分别为-14%、-38.3%，低基数不仅为2020年，2019年同期企业利润也处于低位。企业营收也维持上行，1-2月同比增速为45.5%，2020年营收累计同比增速0.8%。

工业企业产销保持较快增长，价、量齐升，利润率显著走高，成本下降趋势延续，费用也有所回落，整体盈利持续改善，应收账款再次反弹至高点。工业企业利润率大幅上行，费用、成本集体回落，利润有所增厚。2月PPI大幅上行至1.7%，1-2月累计增速1%，大宗商品价格环比普遍显著上涨。工业企业加工价格、原材料购进价格均延续上行，而原材料价格拉升幅度明显快于加工工业价格上行速度，价格上涨仍未明显从上游传导至下游，下游行业利润相对承压。

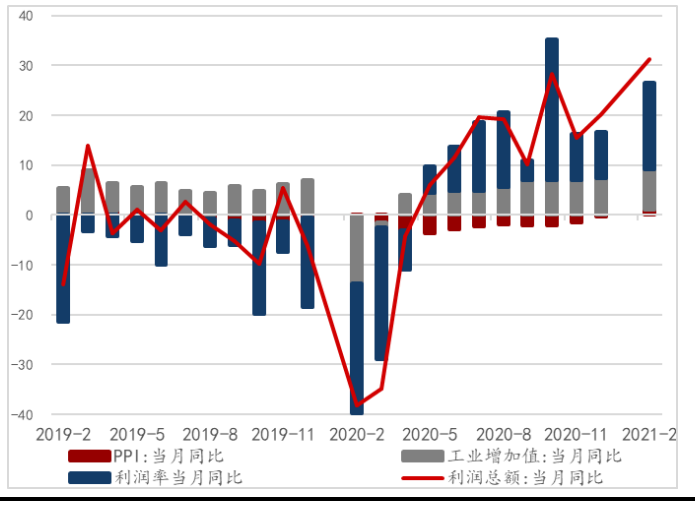
1-2月，工业增加值增速上行至35.1%，两年增速几何均值为8.1%。2月，工业企业的利润率为6.6%，2019、2020年同期分别为3.54%和4.79%。企业单位成本继续下降，1-2月每百元营业收入成本环比下降0.97元至82.92元，自2020年4月以来持续回落，但此后随需求下降或面临阶段成本刚性问题。企业费用有所回落，每百元营业收入中的费用由2020年全年的9.17回落至8.79元。统计局已公布的12月工业企业投资收益由11月的-11.32%小幅变动为-11.19%，进入2021年，在2020年的同期低基数作用下，预期企业投资收益在一季度仍将有所上行，但随着股市的震荡、市场不确定性的增加，以及基数作用的逐步消退，预期进入二季度投资收益或将逐步回落。1-2月规模以上工业企业应收账款同比增长16.4%，增速较12月上行1.3个百分点，应收账款增速再回高位。向前看，应防范3月末中小企业计提坏账准备，而带来的利润摊薄风险。

图表1：工业企业利润率大幅攀升(%)



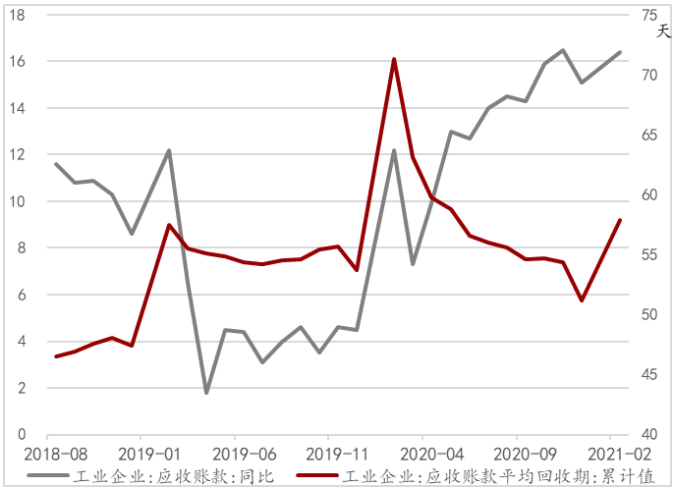
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：不同工业指标与利润率走势关系



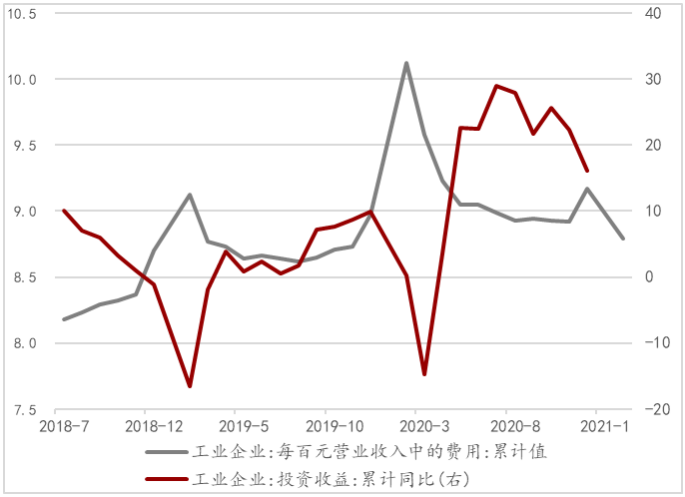
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：企业应收账款端情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

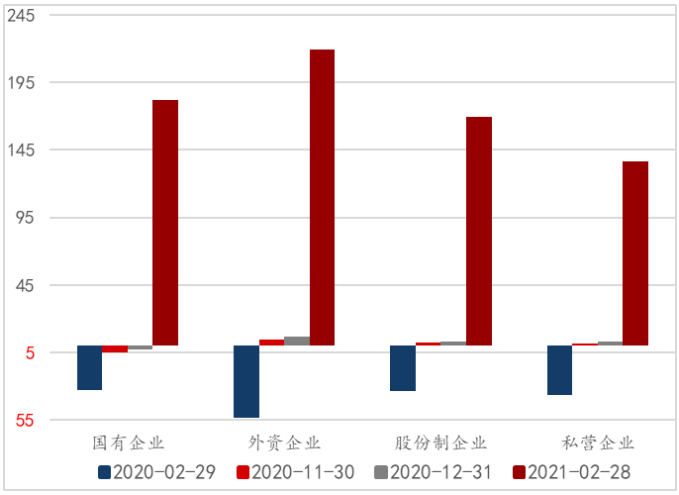
图表4：企业费用和投资收益走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

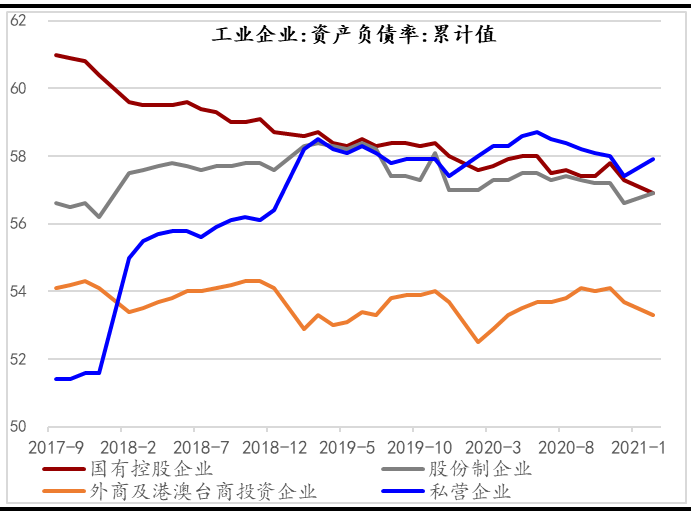
各类型企业利润均在继续修复，低基数效应显著。1-2月，外资企业利润增速上行最为明显，私营企业修复增速相对最弱。国有企业和股份制企业资产负债率均继续拐头向下，外资企业和私营企业资产负债率小幅反弹。从近两年的平均增速来看，国有企业和股份制企业利润修复速度领先，外资企业与私人企业的修复速度较弱。1-2月，国有及国有控股、股份制工业企业、私营工业企业和外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比增速分别为182%、169.2%、136.7%和219.1%，比2019年两年平均增速分别为37.6%、33.7%、22.5%和22.7%。国有企业、股份制企业资产负债率继续向下。当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率仍在继续下行，从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势，各部门杠杆率应稳中有降。

图表5：分登记注册类型工业企业利润累计同比(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：不同类型企业资产负债率走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、制造业利润增速继续上行，中游景气度仍高

三大工业行业利润增速均在继续修复上行，制造业利润上行速度最快，制造业的顺周期修复仍将延续。1-2月，采矿业、制造业利润增速分别为83%、219.5%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速为57.5%，比2019年的两年几何平均增速来看，采矿业、制造业为21.2%、35.3%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速为10.0%。制造业的快速修复，受到春节就地过年政策影响，复工复产周期有所缩短。

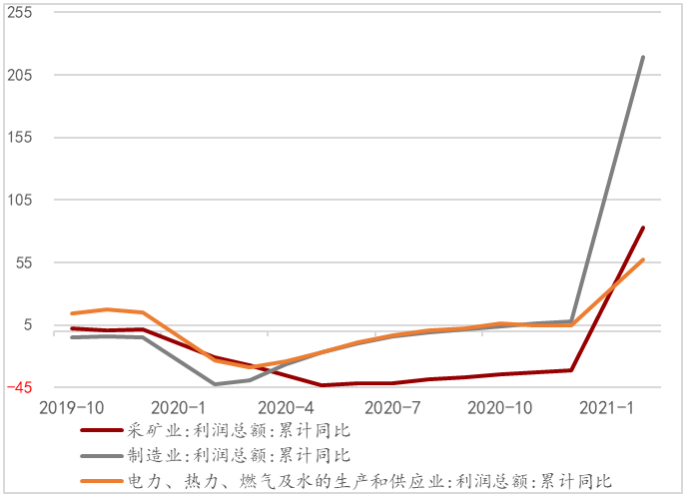
海外需求持续复苏，拉动我国出口高增，制造业受益上行。

采矿业项下，黑色金属矿采选业增速上行速度最快，石油和天然气开采业表现相对弱势。1-2月，黑色金属矿采选业增速达到3895.8%，比2019年两年几何平均增速为134.8%，是采矿业细分项下增速最快的行业。有色、煤炭开采业保持正向增长，仅石油和天然气开采业利润增速为负值，近2年平均增速为-6.1%。

电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速有所上行，整体波动最为平缓。1-2月，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速大幅上行为57.5%，近2年平均增速为10.0%。

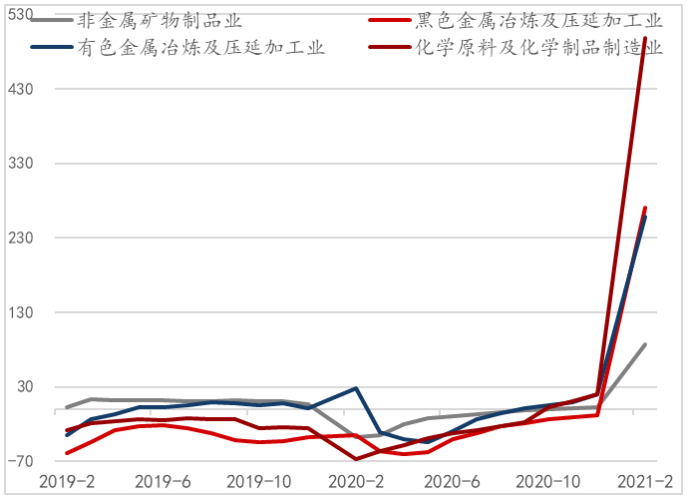
制造业各行业利润多数修复上行，但从近两年平均增速来看，仍有较多行业增速仍未转正。上游原材料行利润大多表现亮眼，有色表现最为强势，中游设备制造增速仍处于高位，下游汽车和计算机通信行业增速亮眼。传统劳动密集型行业利润增速仍未完全修复，纺织服装业、皮革制鞋业等近2年平均增速仍为负增。在上游行业中，化学原料及化学制品制造业、黑色、有色金属冶炼及压延加工业均加速上行，其中有色近2年平均增速为114.4%，上游行业中增速最为显著，海外需求复苏对有色的推动较大。中游设备制造业依然保持旺盛，随美国房地产周期的上行，以及财政支出对基建投资力度的加大，出口对设备制造业仍有一定支撑。下游汽车制造业2年平均增速为113.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业2年平均增速为179.1%。

图表7：分大类行业利润总额累计同比走势(%)



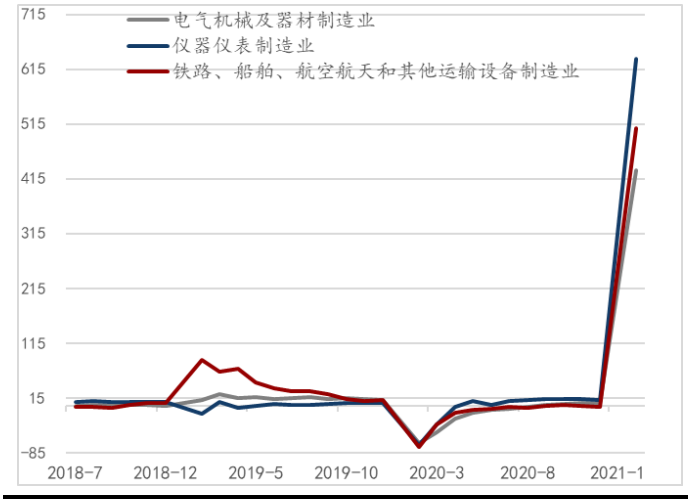
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：上游工业企业增速走势(%)



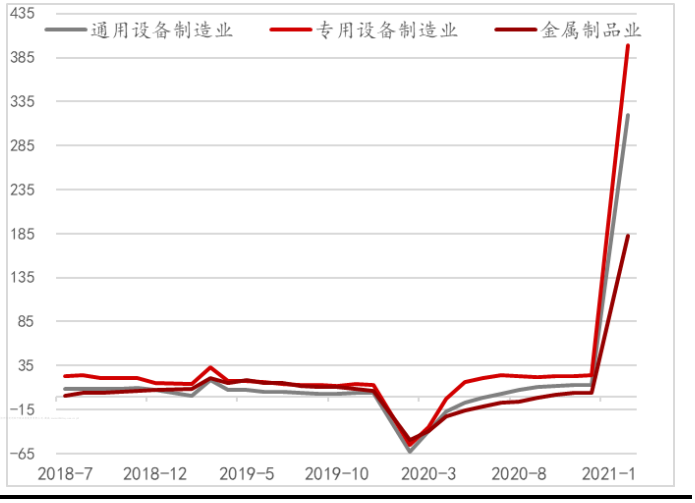
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：下游高端制造业利润走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：中游设备制造类行业利润走势(%)



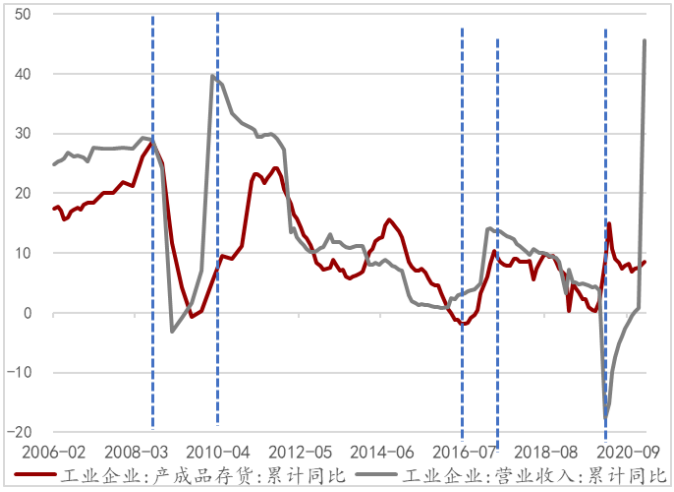
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、库存小幅累积，生产整体向好

工业企业库存小幅累积，企业累库存进程依然较慢。1-2月工业企业产成品存货累计同比由2020年全年的7.5%上行至8.6%，企业短期来看处于缓步补库存进程。整体来看，企业营收修复的进程预期将在上半年延续，但在高基数的影响下，增速预期将有所放缓，库存增速整体偏向震荡状态。从汽车行业的库存指标来看，经销商库存系数和库存预警指数有所分化，但累库风险依然较低。

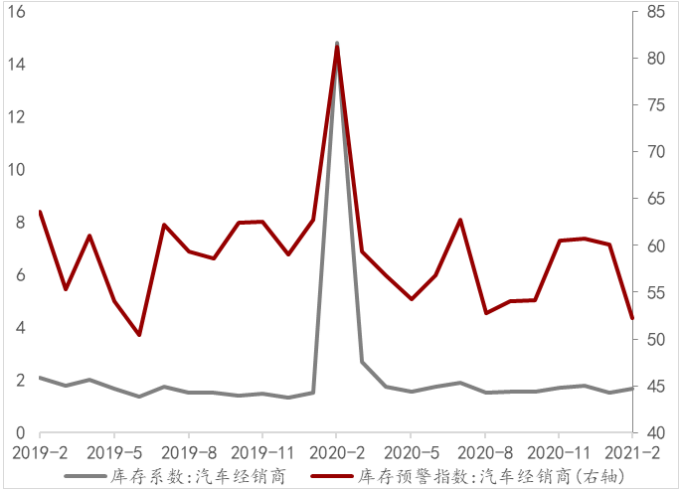
向后看，3月受高基数作用影响，库存累积速度或将有所放缓，受大宗商品价格上行影响，或部分抬升存货价值。工业企业利润累计增速预期将进一步修复，低基数效应在3月仍将延续，预期仍将维持两位数增长，而二季度将由高位边际回落。房地产和基建投资增速的强韧性在上半年有望延续，工业品需求仍有支撑。企业营收和库存也分别受基数效应影响，营收增速由高位回落，但剔除基数效应，整体预期仍处于主动补库存的阶段。

图表11：工业企业库存周期(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：汽车库存指标走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

流动性大幅收紧，二季度企业增速超出预期回落，海外风险事件向国内传导。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场