民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

中下游利润有望成为下一阶段的亮点

——1-2 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2021 年 3 月 29 日

报告摘要：

1-2 月份规模以上工业企业实现利润 11140.10 亿元，同比增长 178.9%，较 2019 年同期增长 72.1%，两年平均增长 31.2%。

- **量增价升，利润率高增，共同推动企业利润增长**

在工业企业利润分析框架专题报告中，我们提出并证明了企业利润的三因素拟合公式——工业企业利润增速=工业增加值增速+PPI 增速+利润率增速。就1-2月数据而言，工业增加值、PPI和利润率三因素共同驱动企业利润高增。其中，利润总额同比增速较快的行业为计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业。

- **成本压力明显缓解，利润率大幅改善**

1-2月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本、费用明显下降，营业收入利润率为6.60%，较去年同期大幅上升86.44%。除了成本与费用的下降扩大了企业盈利空间，PPI的上涨也正向带动企业利润率。采矿业的利润率增长尤为突出，判断是受益于大宗商品价格的上涨。

- **上游采选业和下游制造业利润高增**

我们对上中下游行业进行分类归总测算，发现1-2月上游采选业利润同比增长8.6倍，下游制造业同比增长13.5倍。国内经济持续向好，海外强势复苏，以及产品价格上升，支撑上游采选业利润大幅增长。中游制造业则是主要受益于出口高景气，加之投资回升。下游消费品利润明显低于其他大类行业，拖累整体利润增长。

- **未来展望：终端需求启动有望拉动中下游行业利润**

在低基数与海外经济复苏的背景下，PPI预计将同比加速上行，中上游行业，如石油、化工、有色等相关行业将保持高利润。中上游利润是否能传导到中下游决定于终端需求。我们预计，二季度开始，随着疫情影响受控、疫苗接种人群扩大，我国的终端需求有望启动，届时，中下游行业利润将会有亮眼的表现。重点看好：纺织服装业，酒、饮料和精制茶制造业，食品制造业等。

- **风险提示**

中美关系恶化，下游需求低于预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

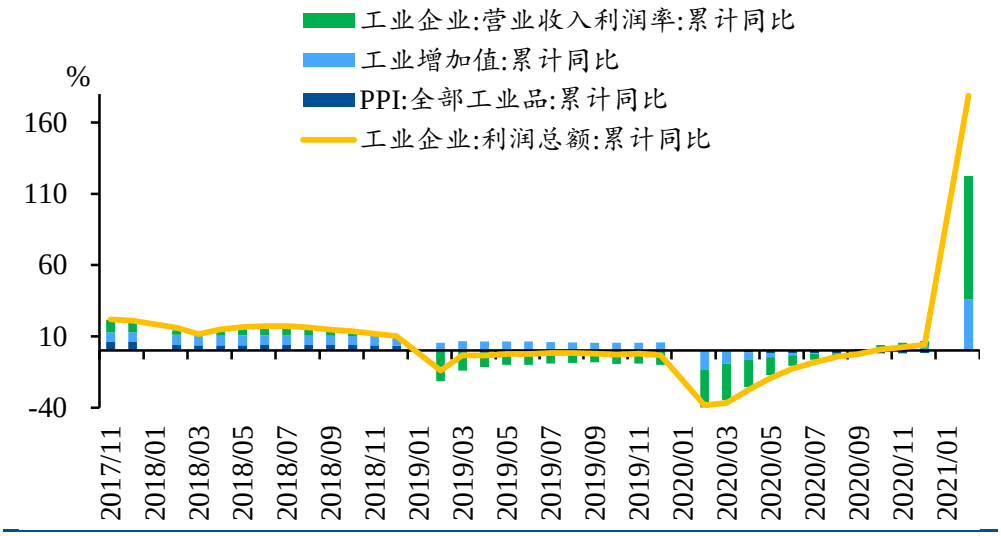
目录

1 量增价升，利润率高增，共同推动企业利润增长.....3
2 重要信息：上游采选业和下游制造业利润高增.....5
3 未来展望：终端需求启动有望拉动中下游行业利润.....8
4 风险提示.....8
插图目录.....9

1 量增价升，利润率高增，共同推动企业利润增长

1-2 月工业企业利润同比加速上行。1—2 月份规模以上工业企业实现利润 11140.10 亿元，同比增长 178.9%，较 2019 年 1—2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%。根据三因素框架分析本期工业企业利润，同期低基数加上“就地过年”拉动工业增加值大幅增长。去年 1-2 月，受到疫情影响，工业增加值大幅下降。而今年“就地过年”政策则有效增加了企业开工时间，工业生产持续强劲，导致 1-2 月工业增加值同比增长 35.1%。PPI 方面，石油等大宗商品价格 1-2 月维持上行，正向拉动企业利润。此外，1—2 月规模以上工业企业营业收入利润率为 6.60%，较去年同期的 3.54%大幅上升 86.44%。。

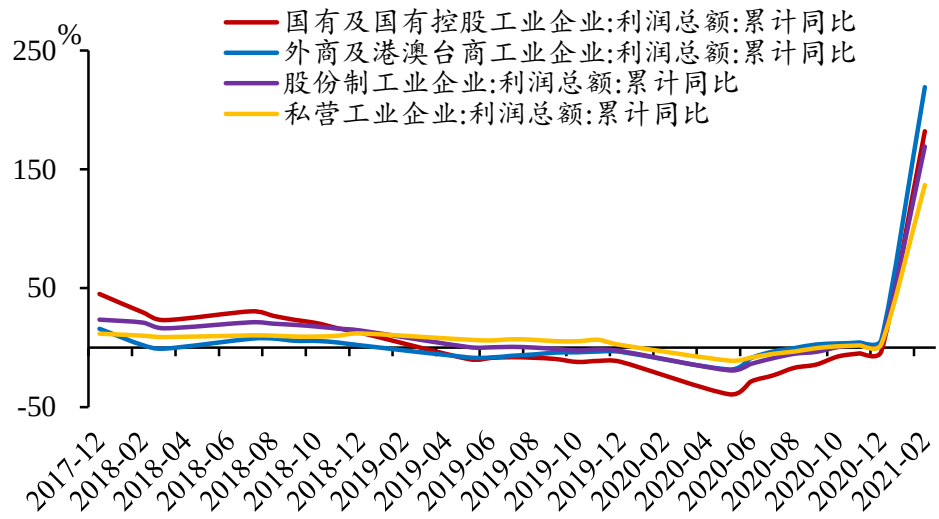
图 1：工业企业利润加速上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

国企利润加速修复。1—2 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 3752.2 亿元，同比增长 1.82 倍；股份制企业实现利润总额 7762.5 亿元，增长 1.69 倍；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 3145.2 亿元，增长 2.19 倍；私营企业实现利润总额 3316.9 亿元，增长 1.37 倍。国企利润增速降幅从自 2020 年第三季度开始大幅收窄，本期由负转正，亦是自疫情以来国企利润增速首次超过民营企业。

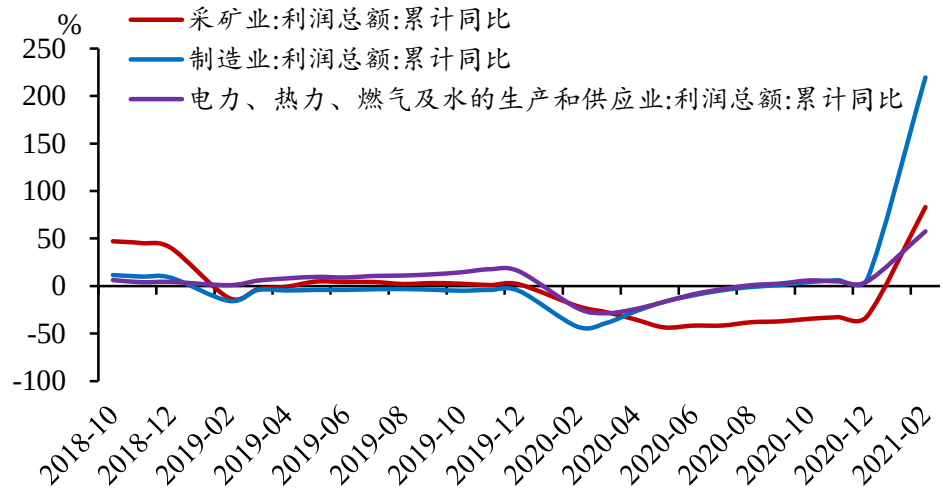
图 2：国企利润增速超过民营企业



资料来源：Wind，民生证券研究院

采矿业和制造业利润改善较为突出。1—2 月份，采矿业实现利润总额 988.4 亿元，同比增长 83.0%；制造业实现利润总额 9294.2 亿元，增长 2.20 倍；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 857.4 亿元，增长 57.5%。在 41 个工业大类行业中，38 个行业利润总额同比增加，2 个行业减少，1 个行业持平。其中，利润总额同比增速较快的行业为计算机、通信和其他电子设备制造业（同比增长 58.92 倍），汽车制造业（同比增长 25.26），化学原料和化学制品制造业（同比增长 4.98 倍）。金属制品、机械和设备修理业下降 58.3%，石油和天然气开采业下降 28.7%。另外，医药制造业利润同比增长 95.4%，主要原因在于疫苗需求迅速增加、防疫抗疫产品增长较快。

图 3：采矿业和制造业利润改善较为突出

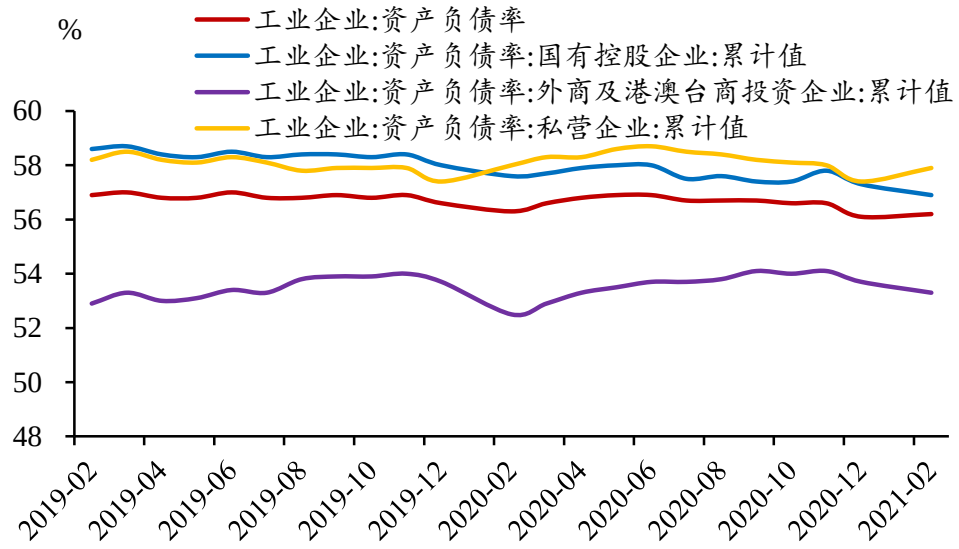


资料来源：Wind，民生证券研究院

资产负债率环比上升，主因是民营企业加杠杆。2 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.2%，同比下降 0.1 个百分点，但较去年 12 月末小幅上升 0.1 个百分点。国有企

业、外资企业资产负债率环比均下降 0.4 个百分点，民营企业上升 0.5 个百分点。民营企业加杠杆，或是受到利润增长的影响。未来流动性边际收紧，预计民营企业将重新进入去杠杆通道。

图 4：民营企业资产负债率上升

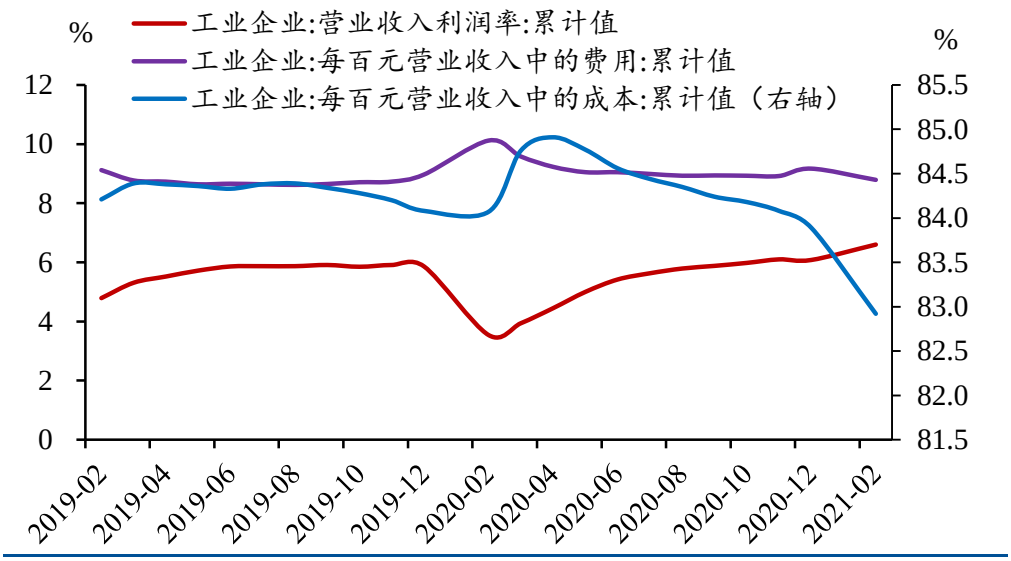


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 重要信息：上游采选业和下游制造业利润高增

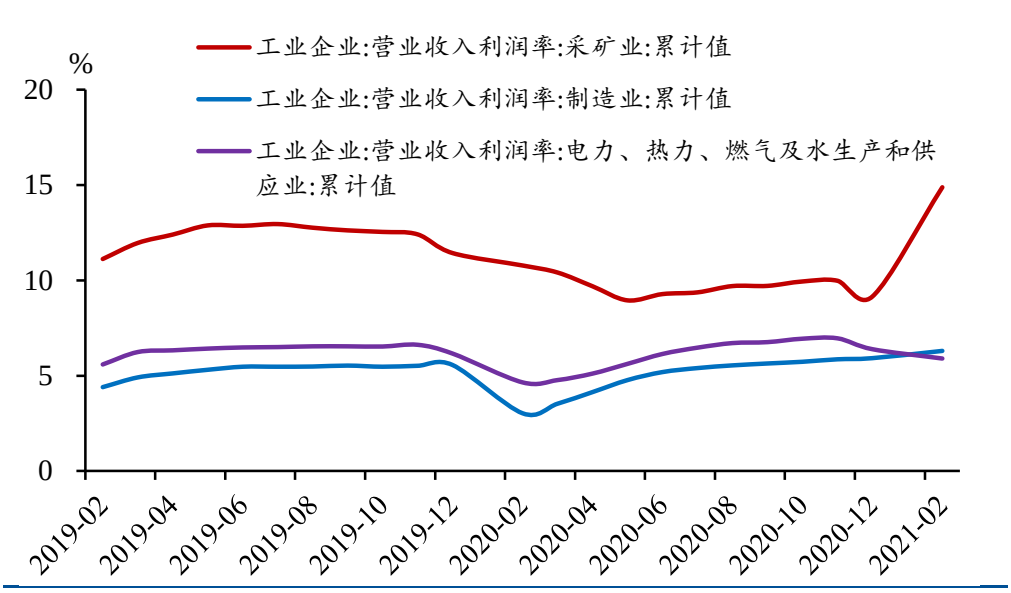
成本压力明显缓解，利润率大幅改善。1—2 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 1.16 元，环比减少 0.97 元，单位成本降至历史低位；每百元营业收入中的费用同比减少 1.38 元，环比减少 0.38 元。除了成本与费用的下降扩大了企业盈利空间，PPI 的上涨也正向带动企业利润率。采矿业的利润率增长尤为突出，1-2 月利润率为 14.88%，全年 12 月为 9.15%，判断是受益于大宗商品价格的上涨。

图 5：成本费用明显下降，利润率大幅改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

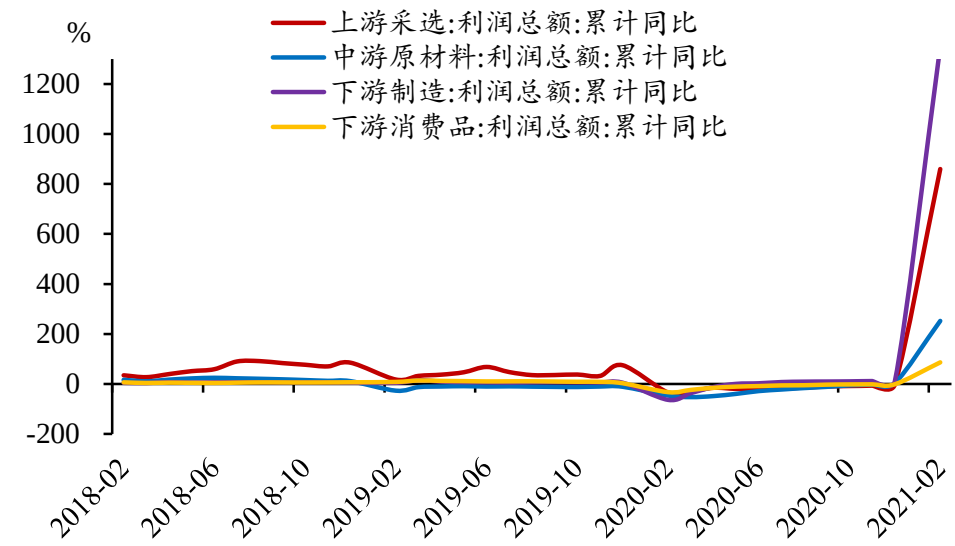
图 6：采矿业的利润率增长尤为突出



资料来源：Wind，民生证券研究院

上游采选业和下游制造业利润高增。按照我们对于上中下游行业的分类，2021 年 1-2 月，上游采选业利润同比增长 8.6 倍，下游制造业同比增长 13.5 倍。国内经济持续向好，海外强势复苏，以及产品价格上升支撑上游采选业利润大幅增长。中游制造业则是主要受益于出口高景气，加之投资回升。尤其是高技术制造，如专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等涨幅较大。下游消费品利润明显低于其他大类行业，拖累整体利润增长。

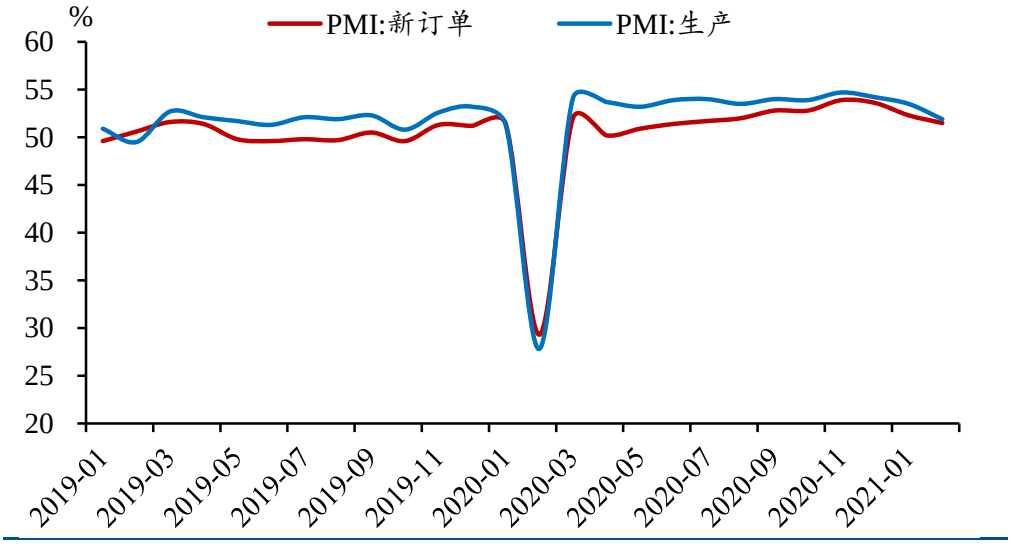
图 7：上游采选业和下游制造业利润高增



资料来源：Wind，民生证券研究院

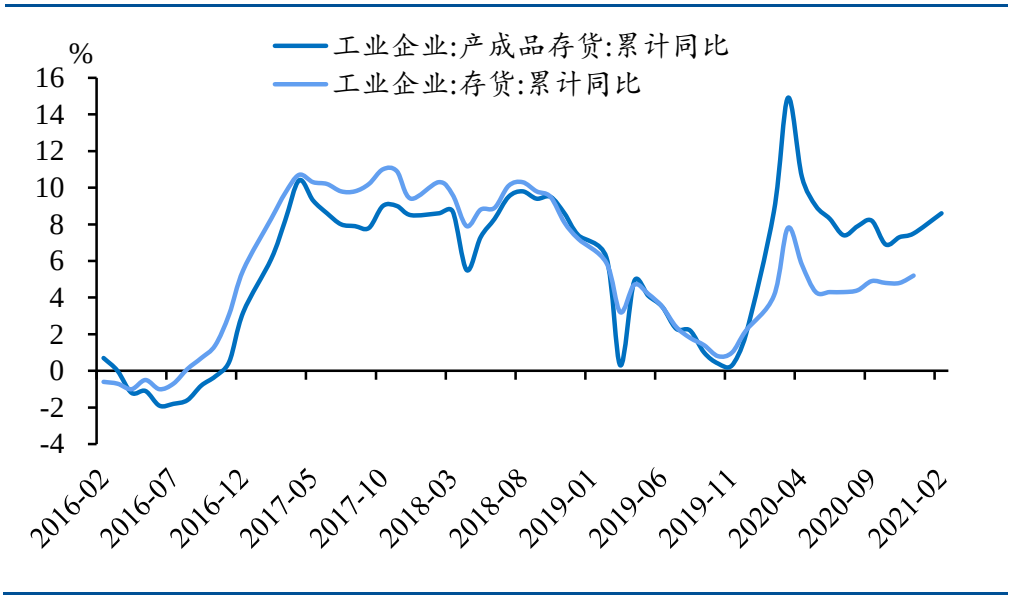
预计我国将延续主动补库存阶段。1-2 月产成品存货 4.60 万亿元，增长 8.6%，去年 12 月为同比增长 7.6%。产成品存货周转天数为 19.7 天，同比减少 6.4 天，环比增加 1.8。产成品库存周转天数的环比小幅上升推测是受到春节假期影响。2 月我国 PMI 生产以及新订单仍处于荣枯线之上，预计我国将延续主动补库存阶段。

图 8：2 月我国 PMI 生产以及新订单仍处于荣枯线之上



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：1-2 月产成品存货同比加速上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 未来展望：终端需求启动有望拉动中下游行业利润

终端需求启动有望拉动中下游行业利润。在低基数与海外经济复苏的背景下，PPI 预计将同比加速上行，中上游行业，如石油、化工、有色等相关行业将保持高利润。我们在《2021 年将是工业企业盈利大年——暨工业企业利润分析框架》中提到，中上游利润是否能传导到中下游决定于终端需求。去年 8 月、9 月，由于疫情的影响受到控制，社零环比有明显改善，虽然之后因为国内第二波疫情扰动，社零出现了环比下降，但这足以证明我国终端需求有较大的改善空间。春节期间“就地过年”也对消费形成了一定压制。我们认为，二季度开始，随着疫情影响受控、疫苗接种人群扩大，我国的终端需求有望启动，届时，中下游行业利润将会有亮眼的表现。重点行业包括：纺织服装业，酒、饮料和精制茶制造业，食品制造业。

4 风险提示

中美关系恶化，下游需求低于预期。

插图目录

图 1：工业企业利润加速上行.....3
图 2：国企利润增速超过民营企业.....4
图 3：采矿业和制造业利润改善较为突出.....4
图 4：民营企业资产负债率上升.....5
图 5：成本费用明显下降，利润率大幅改善.....6
图 6：采矿业的利润率增长尤为突出.....7
图 7：上游采选业和下游制造业利润高增.....7
图 8：2 月我国 PMI 生产以及新订单仍处于荣枯线之上.....7
图 9：1-2 月产成品存货同比加速上升.....8

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。