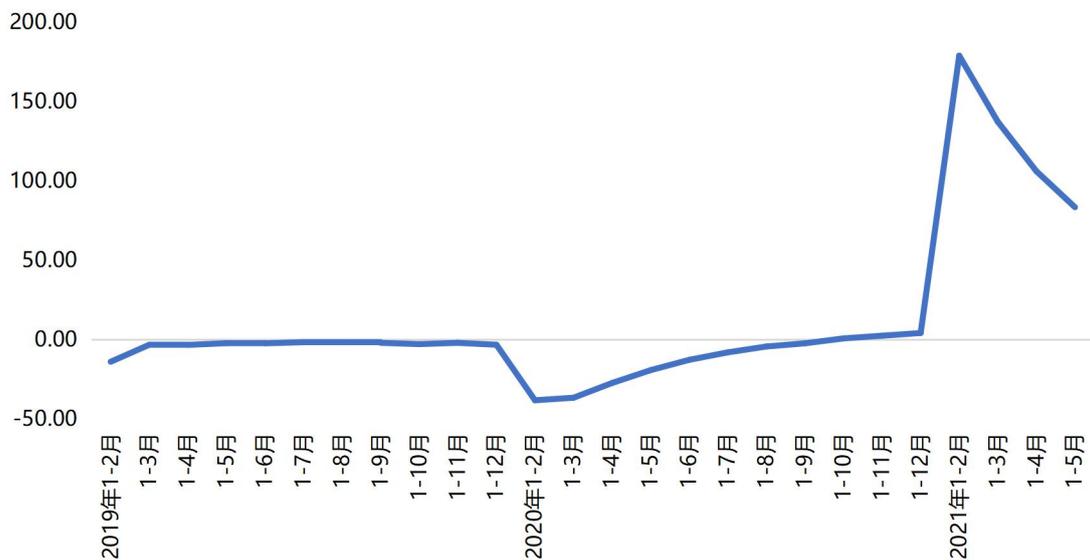


5月工业企业利润增速放缓 行业间盈利分化加剧

事件：6月27日，国家统计局公布数据显示，1-5月全国规模以上工业企业实现利润总额34247.4亿元，同比增长83.4%，比2019年1-5月增长48.0%，两年平均增速为21.7%；5月当月规模以上工业企业利润同比增长36.4%，低于前值57.0%，两年平均增速为20.2%，低于前值22.6%。

图1 规模以上工业企业利润总额：累计同比 %



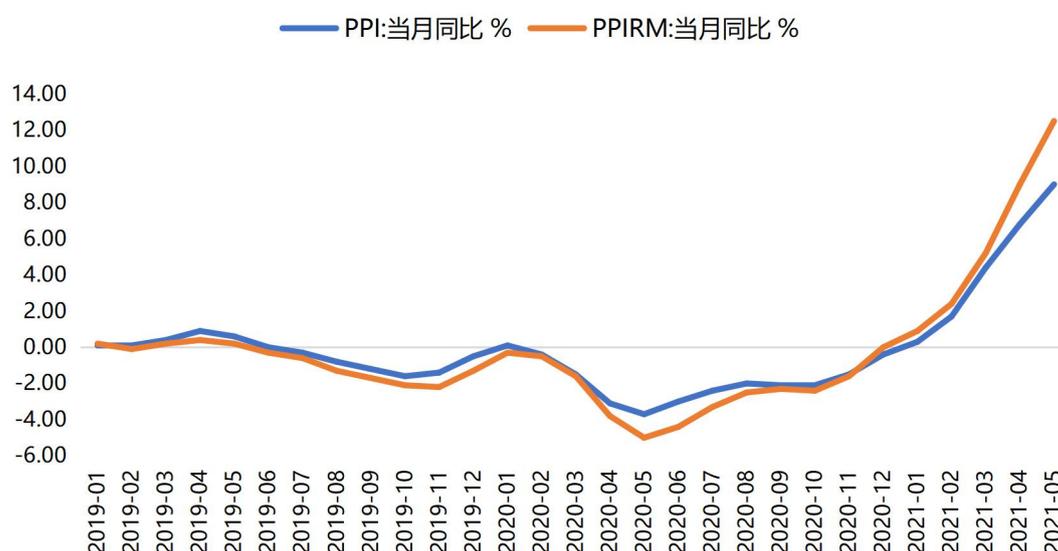
数据来源：Wind，东方金诚

一、5月工业企业利润增速放缓，从量价角度看，价格快速上涨但结构上不均衡，成本压力对企业利润的挤压愈发明显，同时，内需回升不及预期，外需扩张动能见顶，“量”的增长对利润的拉动作用减弱。

5月工业企业利润同比增速较上月大幅回落20.6个百分点，撇除基数影响的两年平均增速亦下滑2.4个百分点，显示工业企业利润增长放缓。从量价角度来看，首先，5月PPI（工业生产者出厂价格指数）同比上冲至9.0%，涨幅较上月扩大2.2个百分点，但当月PPRIM（工业生产者购进价格指数）同比涨幅较上月扩大3.5个百分点至12.5%，因此，5

月 PPI-PPRIM 的负差值进一步扩大，这也意味着尽管工业品涨价势头很强，但价格的不均衡上涨（上游涨价强于中下游）通过成本压力挤压工业企业利润的情况愈发明显；其次，在 PPI 同比冲高的情况下，5 月工业企业营业收入增速却有所放缓，两年平均增速从上月的 11.2% 下滑至 9.1%，如果剔除价格因素影响，实际增速下滑幅度会更大，显示“量”的增长对企业利润的拉动作用减弱，背后的原因可能是内需修复势头不及预期以及外需扩张动能见顶，同时提示关注价格上涨对需求端可能产生的抑制作用。

图 2 5 月 PPI-PPRIM 的负差值进一步扩大



数据来源：Wind，东方金诚

值得一提的是，1-5 月产成品库存累计同比增长 10.2%，增速较前值加快 2.0 个百分点，撇除基数影响的两年平均增速从上月的 8.4% 提高至 8.8%。我们认为这与价格上涨有很大的关系，当前需求端和成本压力对企业主动补库存意愿的支撑并不强。

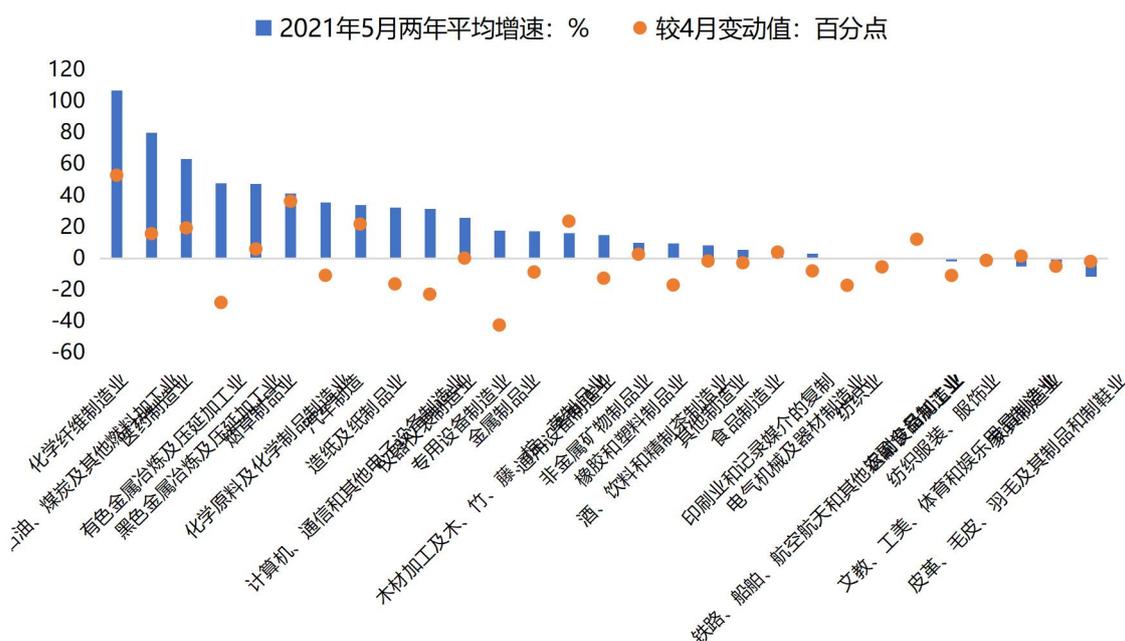
另外，从利润率来看，1-5 月营业收入利润率为 7.11%，高于前值 6.87%，显示利润率上行对工业企业利润增长形成支撑。今年以来利润率持续上行的原因主要是单位费用的下降，1-5 月每百元营业收入中的费用为 8.38 元，少于 1-4 月的 8.45 元；而同期每百元营业收入中的成本为 83.48 元，与 1-4 月持平。

二、价格的不均衡上涨导致工业企业利润增速在行业间分化显著，上游行业利润表现更好，中下游行业利润增速整体下滑。

5月当月采矿业利润总额两年平均增速从上月的14.7%加快至22.4%，细分行业中煤炭和有色金属采选业利润总额两年平均增速分别录得34.1%和102.2%，远高于上月的19.3%和34.2%，价格上涨对上游采矿业利润的拉动作用十分明显。但另一方面，5月制造业利润总额两年平均增速则有所下滑，从上月的27.5%降至25.2%，这在很大程度上反映了价格不均衡上涨的影响，即上游涨价向中下游传导偏缓，导致中下游企业面临的成本压力难以通过涨价向其下游企业或终端消费传导，进而挤压其利润空间。

而从制造业各细分行业来看，内部分化同样显著。从利润总额的两年平均增速看，5月化工、有色、钢铁等上游行业利润增长较快，同时，主因疫情防治刺激需求，下游医药制造业利润增速亦高位加速；5月专用设备、通用设备等中游装备制造业利润仍处两位数较快增长水平，但增速与上月相比明显放缓；5月下游制造业利润仍普遍处于负增或小幅正增状态，且增速相较上月亦多数放缓。

图3 5月制造业各细分行业利润两年平均增速及变动情况



数据来源：Wind，东方金诚

三、5月不同所有制企业利润表现亦大相径庭，国有企业利润增速抬升，民营企业利润增长放缓。

1-5月国有企业利润累计同比增长150.1%，明显高于民营企业利润增速56.3%，但与2019年同期相比，民营企业利润两年平均增速为34.0%，高于国有企业利润两年平均增速25.2%。不过，从边际变化来看，5月当月国有企业利润两年平均增速加快至31.5%，大幅高于前值21.1%，而民营企业利润两年平均增速从上月的43.8%降至35.6%，我们认为这主要与不同所有制企业在产业链上下游的分布有所不同有关，尤其是利润增长最快的上游资源型行业以国有企业为主，而下游制造业行业民营企业则较为集中。

四、短期内行业盈利分化趋势还将持续，宏观政策仍需精准滴灌。

展望后续，上游涨价最快的时期已经过去，行业间的利润分化有望缓和，但前期上游涨价向中下游的传导较慢，这意味着行业间盈利能力分化较大的局面短期内仍将持续。同时，考虑到国内经济修复已近尾声，外需扩张动能也已见顶，后续需求边际转弱可能会从“量”的方面进一步拖累企业利润增长放缓。从政策应对来看，一方面，除增加部分大宗商品进口相关措施外，视未来价格走势，可能还会有一批包括适时投放大宗商品储备、灵活调整富余产能安排等保供稳价措施出台。这是当前稳定市场预期，特别是支持下游中小企业复苏的最有效举措。另一方面，监管层将继续发挥结构性货币政策和财政政策的作用，对仍处于困难之中的制造业、中小微企业等实体经济的薄弱环节进行精准滴灌。

东方金诚研究发展部高级分析师 冯琳