

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

不要低估 2022 年企业盈利的韧性

2021 年 11 月 28 日

摘要:

- **10 月工业企业利润同比增速加快。**10 月单月, 全国规模以上工业企业利润同比增长 24.6%, 较上月加快 8.3 个百分点, 连续两个月回升。根据三因素框架拆解本期工业企业利润, 量价齐升, 利润率大幅回升。PPI 是本期利润的主要拉动项。10 月单月利润率录得 7.44%, 环比大幅提升 0.74 个百分点, 也对企业利润的增长形成重要支撑。
- **上游对下游的挤压尚未缓解。**分行业来看, 中上游行业利润保持高速增长, 利润占比进一步提升, 主要受到煤炭生产放量, 行业景气度上升带动。下游制造业和下游消费品行业的利润占比和利润率均下滑, 表明中上游对中下游行业的挤占并未缓解。其中下游消费品行业利润率已降至 6.17%, 明显低于 2019 年水平。一个值得注意的边际变化是, 10 月下游消费品行业利润增速的下行斜率有所放缓, 利润总额的两年平均增速小幅回升。
- **展望明年, 工业企业利润韧性仍存, 利润格局将被重塑。**

总量上, 明年工业企业利润增速大概率在 5-8%, 年内走势前高后低。工业增加值方面, 限电限产对于工业生产的影响受控, 工业增加值预计回归正常运行, 全年增长约 5.5%。PPI 方面, 一是煤炭保供稳价政策取得明显成效, 煤炭价格持续回落, 二是明年 PPI 基数抬升, 一定程度上为 PPI 下行创造条件, 预计明年 PPI 逐步降温, 全年累计增速为 5.0%。利润率方面, 一般来说, PPI 的下行对应着利润率的走低。但明年利润率还有两个重要的驱动因素, 一是今年利润受到挤压的下游行业, 在 PPI 走低的过程中, 利润率有望企稳回升, 并与中上游利润率的下降形成对冲。二是明年新一轮的减税降费措施或将落地。我们综合前两轮 PPI 下行周期中利润率的表现, 以及 2020 年减税降费措施的效果, 估计明年利润率能够保持在 6.8% 的水平。

结构上, 中上游利润趋于回落, 下游制造业占比回升, 下游消费品利润有望明显改善。先看中上游, 中上游利润与 PPI 关系较为密切。伴随 PPI 明年高位回落, 中上游利润难以保持目前的高速增长, 利润占比也将趋于回落。下游制造业利润与出口的景气度有关, 今年下半年出口的一再超预期对下游制造业利润的较快增长起到了重要的支撑作用。明年中上游利润增速下降, 而出口不弱的情况下, 预计下游制造业利润增速放缓, 但占比或将回升。下游消费品方面, (1) 明年 PPI 与 CPI 的剪刀差趋于收敛, 下游成本压力减轻, (2) 下游企业纷纷宣布涨价, (3) 我国疫情防控趋严, 国内疫情“失控”的可能性较低, 预计居民消费将延续复苏态势。三者共同为下游消费品扩大盈利空间创造有利条件。
- **风险因素:** 国内政策变化超预期; 通货膨胀超预期等。

目录

一、工业企业利润同比增速加快	3
二、上游对下游的挤压尚未缓解	4
三、企业库存增速回升	5
四、预计明年工业企业利润韧性仍存	6
风险因素	8

图目录

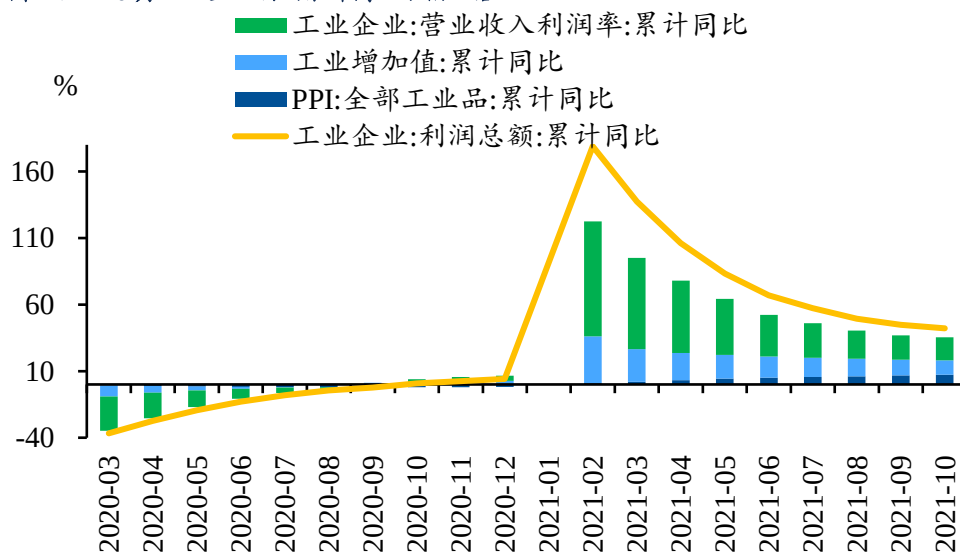
图 1: 1-10 月工业企业利润累计同比小幅回落	3
图 2: 成本率费用率均下降	3
图 3: 私营企业利润增速连续两个月回升	4
图 4: 中上游行业利润维持高增速	4
图 5: 10 月中上游利润占比上升, 下游制造业、下游消费品被挤压	5
图 6: 下游制造业和下游消费品行业的利润率均下滑	5
图 7: 企业库存增速回升	6
图 8: PPI 下降不代表利润率一定大幅走低	7
图 9: 2022 年工业企业利润预测	7

一、工业企业利润同比增速加快

10月工业企业利润同比增速加快。1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额71649.9亿元，同比增长42.2%，比2019年1—10月份增长43.2%，两年平均增长19.7%，较1—9月份增速加快0.9个百分点。10月单月，全国规模以上工业企业利润同比增长24.6%，较上月加快8.3个百分点，连续两个月回升。

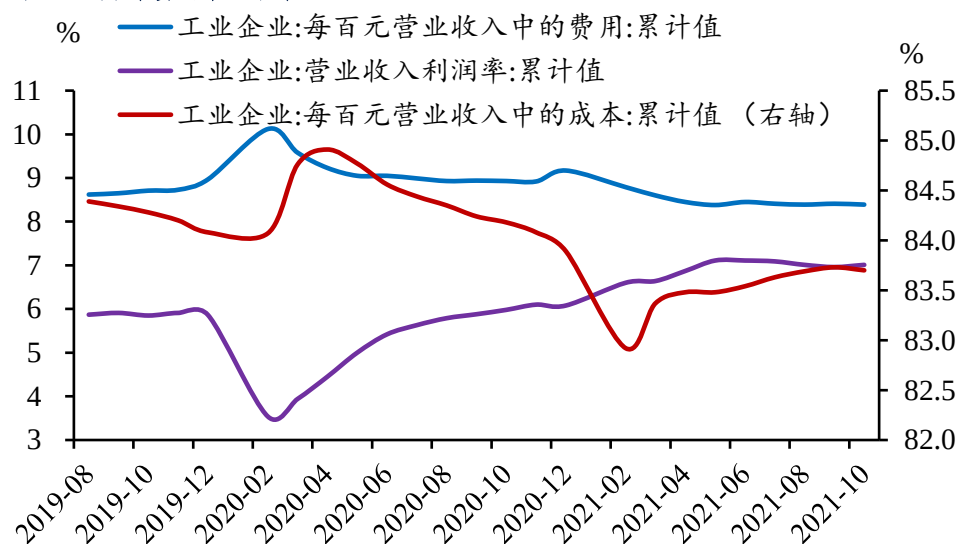
根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量价齐升，利润率大幅回升。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%，前值为增长3.1%。两年平均增长5.2%，比9月份回升0.2个百分点。PPI同比增长13.5%，涨幅比上月扩大0.8个百分点，是利润的主要拉动项。1—10月利润率为7.01%，较上月回升0.05个百分点。10单月利润率录得7.44%，环比大幅提升0.74个百分点，也对企业利润的增长形成重要支撑。每百元营业收入中的成本和费用较上月分别下降0.58、0.29个百分点。

图 1：1-10月工业企业利润累计同比小幅回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：成本率费用率均下降



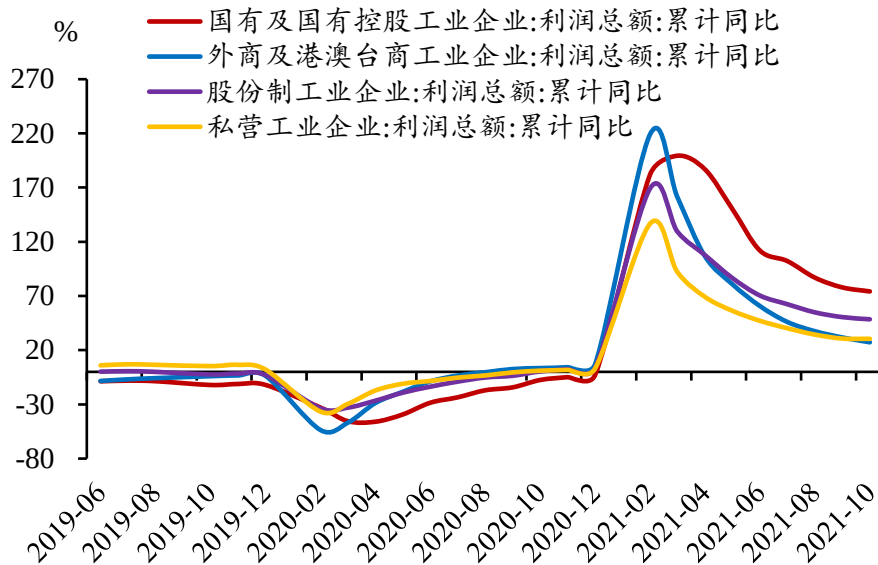
资料来源：万得，信达证券研发中心

私营企业利润表现亮眼。1—10月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额22116.5亿元，同比增长74.2%；股份制企业实现利润总额51588.1亿元，增长48.5%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额18673.6亿元，增长27.3%；私营企业实现利润总额21703.6亿元，增长30.5%。其中，私营企业利润增速连续两个月回

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 3

升，主要受益于国家助企纾困政策的进一步落实，加上少数企业确认大额投资收益。

图 3：私营企业利润增速连续两个月回升

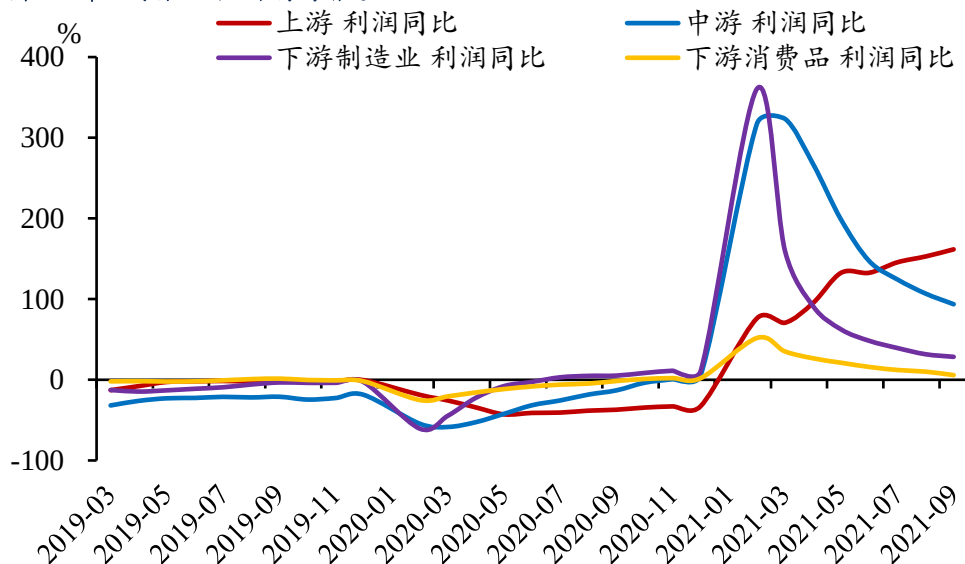


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、上游对下游的挤压尚未缓解

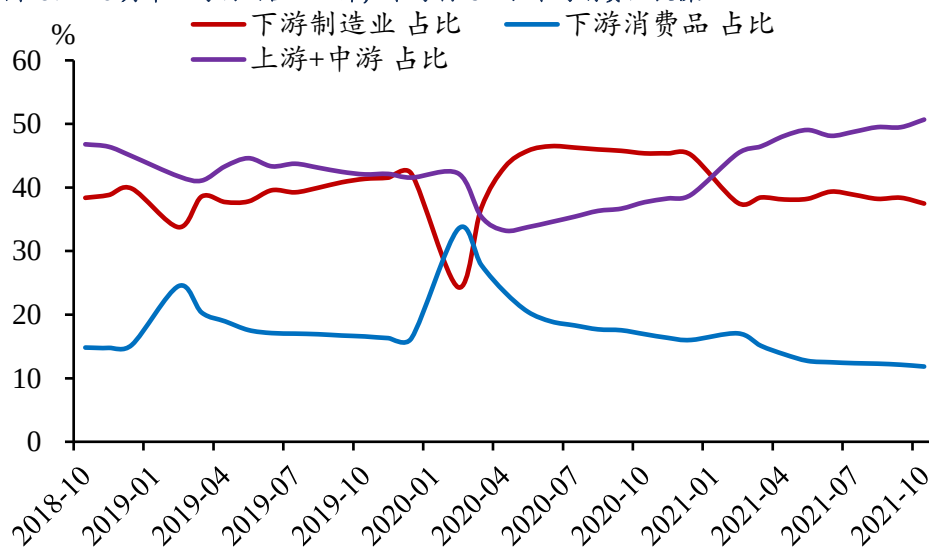
分行业来看，中上游行业利润保持高速增长，利润占比进一步提升，主要受到煤炭生产放量，行业景气度上升带动。按照我们对于上中下游行业的分类，2021 年 1-10 月，上游采选业利润同比增长 1.80 倍，较上月涨幅扩大 18.9 个百分点。中游原材料加工业同比增长 85.4%，较上月增速回落 8.3 个百分点。其中，煤炭行业利润同比增长 4.38 倍，增速较上月加快 69.6 个百分点；有色、化工行业利润分别增长 1.68 倍、63.9%，增速较上月分别加快 71.3、21.7 个百分点；钢铁行业利润增长 57.3%。上游采掘业与中游原材料加工业利润占比之和为 50.1%，较上月提高 1.2 个百分点。

图 4：中上游行业利润维持高增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

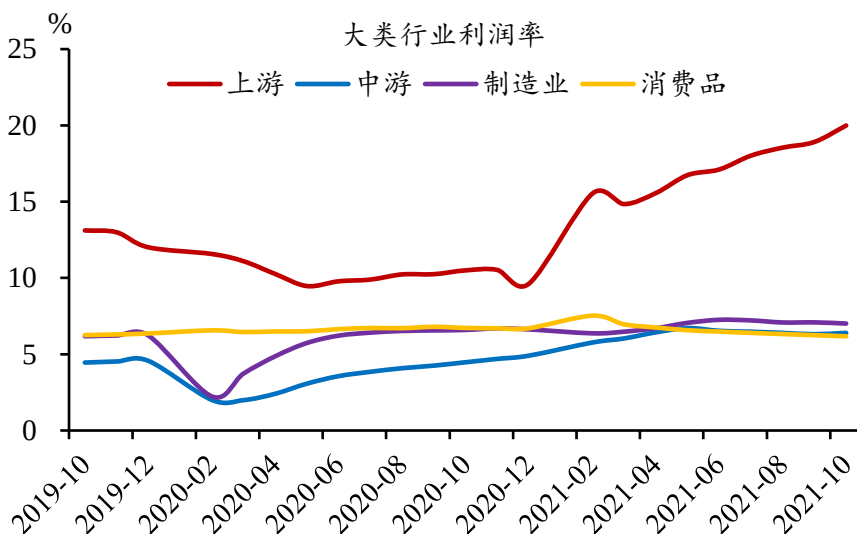
图 5：10 月中上游利润占比上升，下游制造业、下游消费品被挤压



资料来源:万得, 信达证券研发中心

下游制造业和下游消费品行业的利润占比和利润率均下滑。下游制造业和下游消费品行业利润占比分别下行 0.9、0.3 个百分点，利润率分别下行 0.08、0.07 个百分点，表明中上游对中下游行业的挤占并未缓解。其中下游消费品行业利润率已降至 6.17%，明显低于 2019 年水平。一个值得注意的边际变化是，10 月下游消费品行业利润增速的下行斜率有所放缓，利润总额的两年平均增速小幅回升。

图 6：下游制造业和下游消费品行业的利润率均下滑

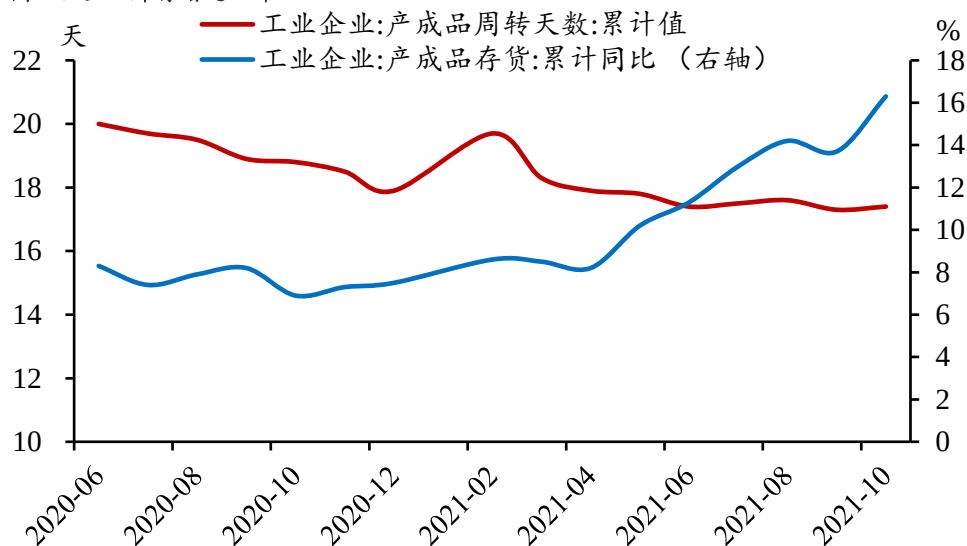


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、企业库存增速回升

企业库存增速回升。10 月末，规模以上工业企业产成品存货 5.33 万亿元，增长 16.3%，同比增速较 9 月末上升 2.6 个百分点。产成品存货周转天数为 17.4 天，比 9 月末增加 0.1 天。本期企业库存呈现“产成品存货上升、产成品周转天数上升”的组合。但考虑到目前价格对库存的贡献较大，且 10 月煤炭生产加速，煤炭行业库存量大幅提升，本期库存提升一定程度上源于价格和阶段性的煤炭补库。具体企业的补库意愿如何变化还需要进一步的观察。

图 7：企业库存增速回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、预计明年工业企业利润韧性仍存

总量上, 明年工业企业利润增速大概率在 5-8%, 年内走势前高后低。我们使用三因素框架对明年工业企业利润进行预测。

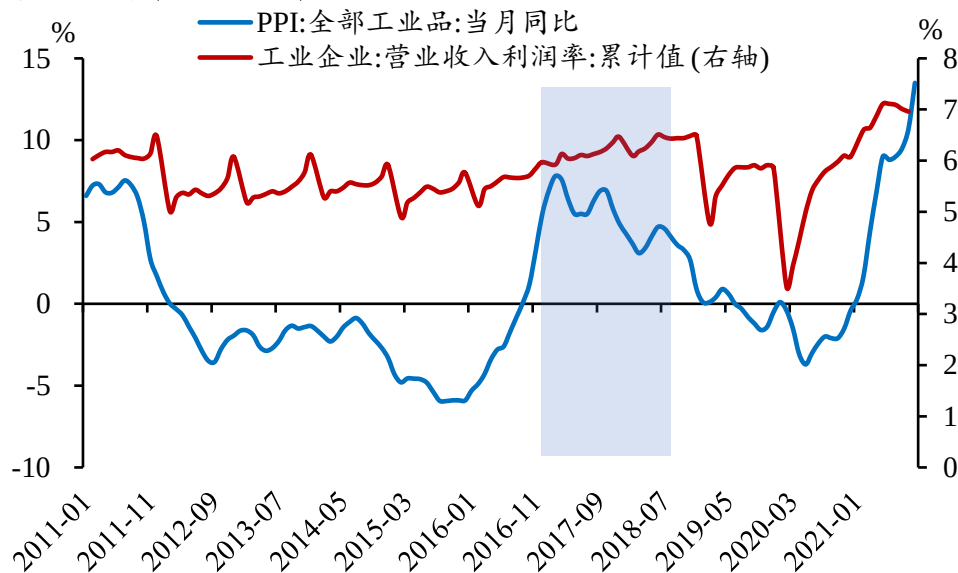
工业增加值方面, 限电限产对于工业生产的影响受控, 工业增加值预计回归正常运行, 全年增长约 5.5%。

PPI 方面, 一是煤炭保供稳价政策取得明显成效, 煤炭价格持续回落, 二是明年 PPI 基数抬升, 一定程度上为 PPI 下行创造条件, 预计明年 PPI 逐步降温, 全年累计增速为 5.0%。

利润率方面, 一般来说, PPI 的下行对应着利润率的走低。但明年利润率还有两个重要的驱动因素, 一是今年利润受到挤压的下游行业, 在 PPI 走低的过程中, 利润率有望企稳回升, 并与中上游利润率的下降形成对冲。一个比较好的例子是 2017 年 10 月起 PPI 进入下行周期, 而工业企业利润率整体没有出现大幅的走低。二是明年新一轮的减税降费措施或将落地。11 月 18 日, 李克强主持召开经济形势专家和企业座谈会, 指出要“在延续制度性减税、落实已定缓税政策的同时, 研究采取新的组合式、阶段性减税降费措施, 完善研发费用加计扣除、增值税留抵退税等政策, 支持制造业企业、中小微企业和个体工商户纾困解难和创新升级。” 2020 年二季度以来, 减税降费政策通过降低费用率对企业利润率的提升做出了贡献。我们综合前两轮 PPI 下行周期中利润率的表现, 以及 2020 年减税降费措施的效果, 对明年企业利润率进行预判, 估计明年利润率能够保持在 6.8% 的水平。



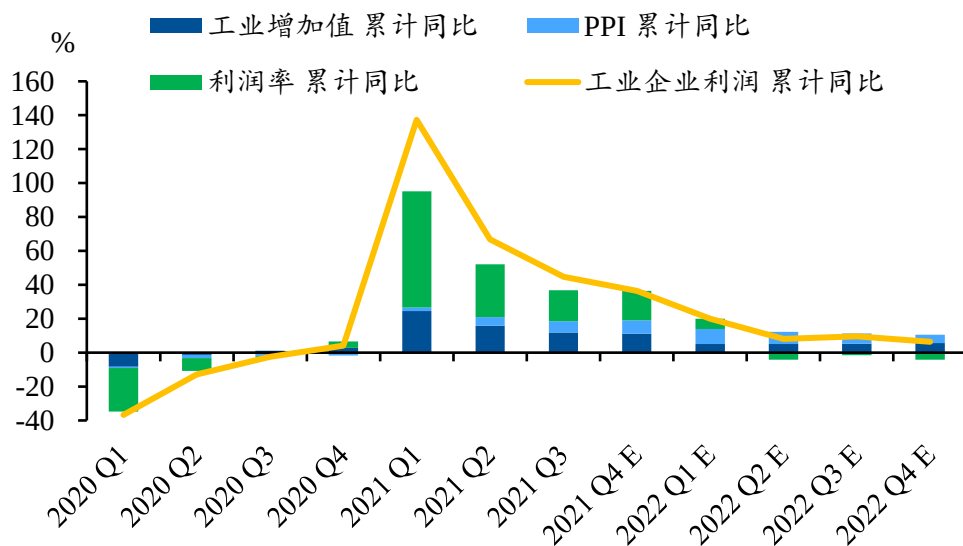
图 8: PPI 下降不代表利润率一定大幅走低



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

结合增加值、PPI、利润率三个因素，2022 年全年工业企业利润增速大概率在 5-8%，年内走势前高后低。

图 9: 2022 年工业企业利润预测



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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_30143

