

宏观点评

上游挤压下游仍未缓解—兼评 10 月工业企业利润

事件: 1-10 月全国规模以上工业企业利润总额累计同比 42.2%，较 2019 年同期增 43.2%，两年复合增速 19.7% (前值 18.8%)；10 月单月全国规模以上工业企业利润同比增速 24.6% (前值 16.3%)。

核心观点: 价格因素继续支撑企业盈利，上游企业利润占比升至 52.4%、连续第 4 个月超 50%。往后看，随着限产继续纠偏，双重挤压（上游对下游、国企对民企）有望逐步弱化。

1、价格因素继续支撑企业盈利，利润率超预期回升，后续企业盈利仍有韧性

>1-10 月规模以上工业企业利润两年复合增速回升 0.9 个百分点至 19.7%。分量、价、利润率三方面看：1-10 月工业增加值、PPI 两年复合增速分别为 6.3%、2.5%，前值为 6.4%、2.3%，价格因素对营收和盈利的支撑进一步强化；1-10 月营收利润率提升 0.05 个百分点至 7.01%，其中受益于减税降费、稳价保供政策落地，10 月营收利润率大幅提升 0.78 个百分点至 7.44%。10 月单月利润同比提升 8.3 个百分点至 24.6%，为连续两个月回升。

>往后看，延续此前判断，经济下行可能拖累企业盈利，出口韧性、PPI 高位仍有望对利润形成支撑；倾向于认为后续企业利润可能温和回落，但仍有韧性。

2、上下游结构分化延续加剧，上游利润占比可能已经见顶

>1-10 月上游（采掘+原材料）利润占比提升 1.0 个百分点至 52.4%，表明上游对中下游的利润挤压延续加剧。其中，上游利润占比大幅上升的原因在于价格高位运行（煤炭等大宗价格下跌从 10 月下旬才开始）的同时，保供稳价措施导致产量大幅增加。具体看：采掘行业利润占比提升 1.1 个百分点至 12.1%，为 2014 年以来次高；原材料制造业利润占比持平 40.4%；中游设备制造业利润占比回落 0.5 个百分点至 28.2%；下游消费制造业利润占比回落 0.3 个百分点至 14.2%，延续今年以来的回落趋势，绝对值也创有数据以来新低；公用事业利润占比回落 0.2 个百分点至 5.2%。

>往后看，鉴于限产纠偏、保供政策持续落地，大宗价格已明显回落（比如动力煤价已经“腰斩”），上游对中游下游利润的挤压可能弱化，预示后续上游利润占比可能将逐步回落，但短期内可能仍将处于顶部区间（50%左右）。

3、行业盈利继续分化、销售数量显示供需好转，地产、限产纠偏政策效果有待进一步体现

>三大产业看：1-10 月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速分别为 35.3%、19.8%和-5.3%，前值为 28.0%、18.2%和-4.1%，公用事业利润降幅进一步扩大。

>细分行业看：如果按照量、价、利润率三方面进行拆解，多数价格延续上涨、销售数量显示供需状况有所好转（测算过程详见图表 5）。1）总体盈利增速较高的行业仍然集中在受益于 PPI 上行的黑色、有色、燃料加工、化工、化纤等，1-10 月盈利两年复合增速超过 20%的 10 个行业中只有医药制造（受益于疫情）、电子通信（高科技产业）两个非上游行业。2）剔除价格因素的销售数量更能反映真实的供需变化，10 月 39 个细分行业中 19 个销售数量增速回落，相比 9 月略有好转。其中，销售数量回升较多的行业包括：煤炭采选、黑色采矿、有色采矿等（均受益于保供），中游的汽车（受益于缺芯好转），下游必选的农副食品、食品制造、酒类饮料等（受益于节假日）；销售数量回落较多的行业包括：中游的废弃资源利用、专用设备、电子通信、仪器仪表等（受损于经济下行），下游的家具制造（受损于地产景气度回落）。3）其他值得关注的行业包括：煤电价格涨跌幅扩大至 20%之后，电力热力量、价、营收均有所改善，但盈利仍然大幅回落，一方面是基数回升的影响；另一方面也说明煤价仍然偏高，电厂“增收难增利”；10 月家具制造销售数量、营收均明显下滑，表明地产纠偏政策效果仍有待进一步体现。

4、库存增速大幅回升；分行业看，煤炭库存回到正常水平，投资链延续去库，消费链缓慢补库

>整体看，1-10 月规模以上企业产成品库存增速回升 2.6 个百分点至 16.3%，创 2012 年 4 月以来新高。往后看，考虑到 PPI 逐步回落、基数回升等因素影响，短期工业企业库存可能震荡偏回落。但是，10 月剔除价格因素的实际库存回升 1.1 个百分点至 7.2%，表明企业本身仍有补库意愿。

>分产业链看，煤炭在政策支持下迅速补库，投资链延续去库，消费链缓慢补库。在保供政策支持下，煤炭港口、电厂库存均已回到甚至超过往年同期正常水平；基建、地产产业链的沥青、螺纹钢、PVC（主要用于管材）、铜等均延续去库；消费链中汽车整车延续去库；纺织服装产业链 PP（主要用于纤维制品）、涤纶长丝等仍然受制于行业景气度偏低，补库速度偏慢。

5、国企对民企的挤压加剧，后续可能逐步好转；企业杠杆持平，继续关注民企债务风险

>利润增速：1-10 月国企、民企利润两年复合增速分别为 26.9%、14.9%，前值为 23.5%、14.0%，二者的差距有所扩大，表明国企对民企利润的挤压进一步强化。往后看，由于政策干预下大宗商品价格已经明显回落，国企对民企盈利的挤压可能也会有所好转。

>杠杆率：10 月工业企业资产负债率持平 56.3%。分所有制看，国企资产负债率小幅提升 0.1 个百分点至 57.1%，民企资产负债率持平 58.3%。继续提示稳杠杆背景下，企业杠杆率可能稳中趋降；但民企杠杆仍显著高于疫情之前，需关注民企债务风险。

风险提示: 疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1.《上游利润见顶了吗？—兼评 9 月工业企业利润》

2021-10-27

2.《客观看待经济“企稳”，紧盯四大政策线索》

2021-11-15

3.《两大拐点基本确认—对最新通胀的理解》

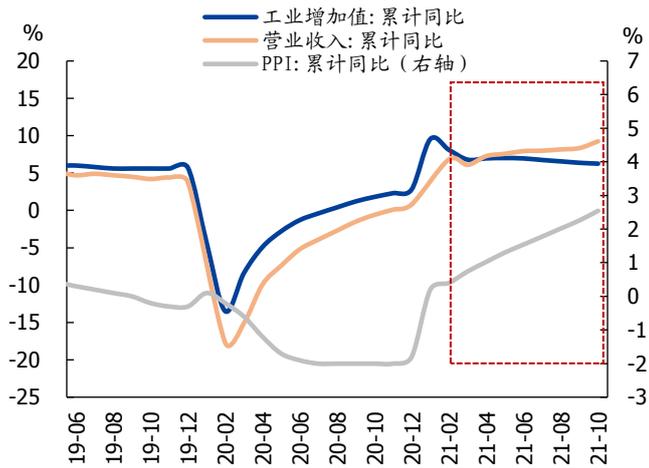
2021-11-10

4.《强出口还能持续多久？兼谈运价“腰斩”》

2021-11-07

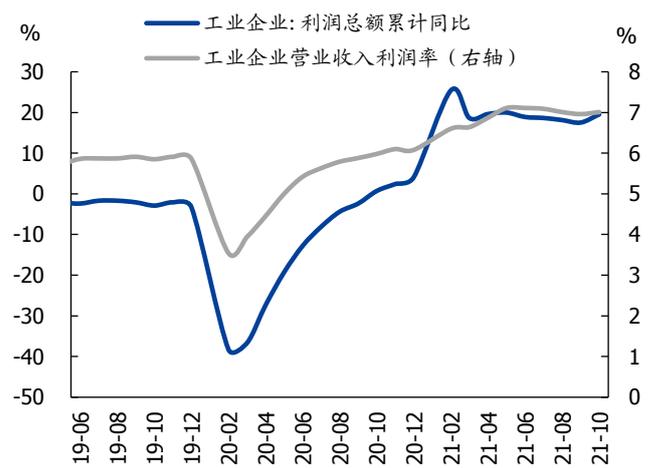
7.《补库加快，关注双重挤压—7 月工业企业利润点评》2021-08-27

图表 1: 价格因素继续支撑企业营收



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 2: 工业企业利润增速回升



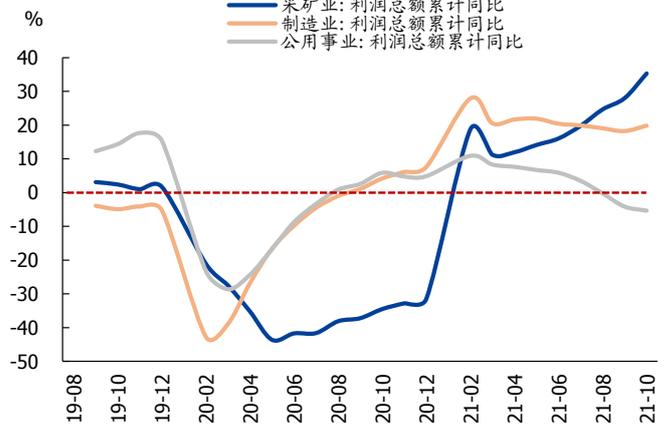
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 3: 上游对中下游利润的挤压进一步加剧

	利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	上游合计 (采掘+原材料)	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-10	12.1%	40.4%	52.4%	28.2%	14.2%	5.2%
2021-09	11.0%	40.4%	51.4%	28.7%	14.5%	5.4%
2021-08	10.5%	40.8%	51.3%	28.2%	14.6%	5.9%
2021-07	9.8%	40.7%	50.5%	28.6%	14.7%	6.2%
2021-06	9.1%	40.5%	49.5%	29.2%	14.9%	6.4%
2021-05	8.8%	40.8%	49.6%	28.6%	15.3%	6.5%
2021-04	8.4%	39.7%	48.0%	28.6%	16.4%	7.0%
2021-03	8.3%	37.9%	46.2%	28.5%	17.8%	7.5%
2021-02	8.9%	37.0%	45.9%	26.6%	19.8%	7.7%
2020-12	5.5%	32.5%	38.0%	34.9%	19.1%	8.0%
2020-11	6.0%	31.5%	37.4%	34.8%	19.0%	8.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (四舍五入可能导致表格中取值存在细微差异)

图表 4: 公用事业利润两年复合增速降幅再度扩大



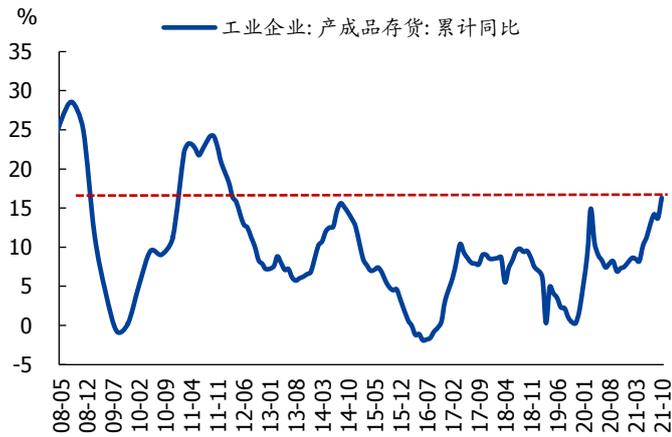
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 5: 10月细分行业盈利延续分化, 销售数量显示供需状况好转

		营收			PPI			数量			利润率		
		2021-09	2021-10	营收增速变化	2021-09	2021-10	PPI增速变化	2021-09	2021-10	数量增速变化	2021-09	2021-10	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	88.7%	130.9%	42.2%	74.9%	103.7%	28.8%	7.9%	13.4%	5.5%	21.5%	19.4%	-2.1%
	油气开采	39.2%	58.8%	19.6%	43.6%	59.7%	16.1%	-3.0%	-0.6%	2.5%	23.1%	23.4%	0.3%
	黑色采矿	23.6%	49.6%	25.9%	29.4%	17.2%	-12.2%	-4.5%	27.6%	32.1%	15.1%	16.5%	1.4%
	有色采矿	-0.4%	50.9%	51.3%	11.7%	12.7%	1.0%	-10.9%	33.9%	44.8%	17.5%	17.4%	-0.1%
	非金属采矿	11.3%	9.6%	-1.8%	3.8%	5.3%	1.5%	7.2%	4.0%	-3.2%	10.2%	10.1%	-0.1%
上游 原材料	燃料加工	30.2%	40.3%	10.1%	40.5%	53.0%	12.5%	-7.3%	-8.3%	-0.9%	6.1%	6.2%	0.1%
	化工制造	25.6%	30.1%	4.5%	25.5%	31.5%	6.0%	0.1%	-1.1%	-1.1%	10.0%	9.9%	-0.2%
	医药制造	3.7%	7.3%	3.6%	-0.8%	-0.5%	0.3%	4.5%	7.9%	3.3%	20.9%	21.3%	0.3%
	化纤制造	14.1%	15.8%	1.7%	23.8%	27.0%	3.2%	-7.9%	-8.8%	-1.0%	6.5%	6.3%	-0.1%
	橡胶塑料	7.4%	4.3%	-3.1%	4.5%	5.8%	1.3%	2.8%	-1.4%	-4.2%	5.7%	5.8%	0.0%
	非金属矿物制品	10.9%	11.2%	0.3%	5.1%	12.0%	6.9%	5.5%	-0.7%	-6.2%	8.2%	7.9%	-0.3%
	黑色冶炼	23.7%	23.0%	-0.7%	34.9%	39.9%	5.0%	-8.3%	-12.0%	-3.8%	5.0%	5.1%	0.0%
	有色冶炼	24.7%	41.4%	16.7%	24.6%	29.5%	4.9%	0.1%	9.2%	9.1%	4.7%	4.5%	-0.2%
金属制品	16.7%	7.6%	-9.1%	9.0%	10.0%	1.0%	7.0%	-2.2%	-9.2%	4.4%	4.3%	-0.1%	
中游 制造	通用设备	7.9%	4.8%	-3.1%	2.4%	2.7%	0.3%	5.3%	2.0%	-3.3%	6.7%	6.8%	0.1%
	专用设备	7.6%	-9.6%	-17.1%	0.8%	1.2%	0.4%	6.7%	-10.7%	-17.3%	8.0%	8.1%	0.1%
	汽车制造	-20.6%	-8.5%	12.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-20.5%	-8.4%	12.0%	6.1%	6.2%	0.0%
	交运设备	9.2%	12.0%	2.8%	0.9%	1.5%	0.6%	8.2%	10.3%	2.1%	4.9%	4.8%	-0.1%
	电气机械	10.4%	19.0%	8.5%	6.3%	7.2%	0.9%	3.8%	11.0%	7.1%	5.3%	5.3%	0.0%
	电子通信	13.6%	9.7%	-3.9%	1.4%	1.6%	0.2%	12.0%	7.9%	-4.1%	5.5%	5.6%	0.1%
	仪器仪表	11.3%	6.8%	-4.5%	-0.3%	-0.2%	0.1%	11.7%	7.0%	-4.6%	10.4%	10.3%	-0.1%
	其他制造	19.0%	13.2%	-5.8%	0.8%	0.9%	0.1%	18.0%	12.2%	-5.8%	5.4%	5.4%	0.0%
	废弃资源利用	67.3%	41.1%	-26.2%	20.1%	20.5%	0.4%	39.2%	17.1%	-22.1%	3.4%	3.3%	-0.1%
	金属制品、机械设 备修理	7.1%	9.0%	1.9%	0.3%	0.1%	-0.2%	6.7%	8.9%	2.1%	5.0%	4.9%	-0.1%
下游 消费	农副食品	-2.4%	11.5%	13.9%	2.5%	2.7%	0.2%	-4.8%	8.6%	13.4%	3.1%	3.1%	0.1%
	食品制造	4.4%	10.4%	6.1%	2.2%	2.6%	0.4%	2.1%	7.6%	5.5%	7.5%	7.6%	0.0%
	酒类饮料	-35.7%	8.3%	44.1%	1.4%	1.2%	-0.2%	-36.6%	7.1%	43.7%	16.5%	17.1%	0.5%
	烟草制品	5.7%	0.9%	-4.8%	0.6%	0.5%	-0.1%	5.0%	0.4%	-4.7%	13.1%	13.2%	0.1%
	纺织	5.3%	4.3%	-1.0%	7.4%	8.5%	1.1%	-1.9%	-3.9%	-1.9%	4.2%	4.0%	-0.1%
	纺织服装	9.3%	8.5%	-0.7%	0.4%	0.8%	0.4%	8.8%	7.7%	-1.2%	4.5%	4.4%	-0.1%
	皮革制鞋	3.4%	10.2%	6.9%	0.3%	0.5%	0.2%	3.1%	9.7%	6.6%	5.1%	5.1%	0.1%
	木材加工	4.5%	11.8%	7.3%	1.8%	3.0%	1.2%	2.6%	8.5%	5.9%	3.6%	3.5%	-0.1%
	家具制造	3.6%	-2.5%	-6.1%	0.6%	0.8%	0.2%	3.0%	-3.3%	-6.3%	5.3%	5.2%	0.0%
	造纸	3.9%	8.6%	4.7%	5.5%	5.8%	0.3%	-1.5%	2.6%	4.2%	5.8%	6.0%	0.2%
	印刷	5.2%	5.5%	0.3%	0.9%	1.0%	0.1%	4.3%	4.5%	0.2%	5.3%	5.3%	0.0%
	文体用品	4.3%	6.6%	2.2%	0.7%	1.1%	0.4%	3.6%	5.4%	1.8%	4.7%	4.6%	-0.1%
公用 事业	电力热力	8.2%	14.1%	5.9%	0.2%	0.8%	0.6%	8.0%	13.2%	5.2%	4.2%	4.4%	0.2%
	燃气生产	33.9%	37.6%	3.7%	8.5%	9.4%	0.9%	23.4%	25.8%	2.4%	7.7%	8.0%	0.3%
	水的生产供应	10.2%	9.4%	-0.8%	1.3%	1.5%	0.2%	8.8%	7.8%	-1.0%	11.6%	11.5%	-0.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算(注: 以上数据均采用10月当月同比, 其中数量增速 = (1+营收增速)/(1+PPI增速) - 1)

图表 6: 10月工业企业库存增速创2012年4月以来新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 剔除价格因素的实际库存回升



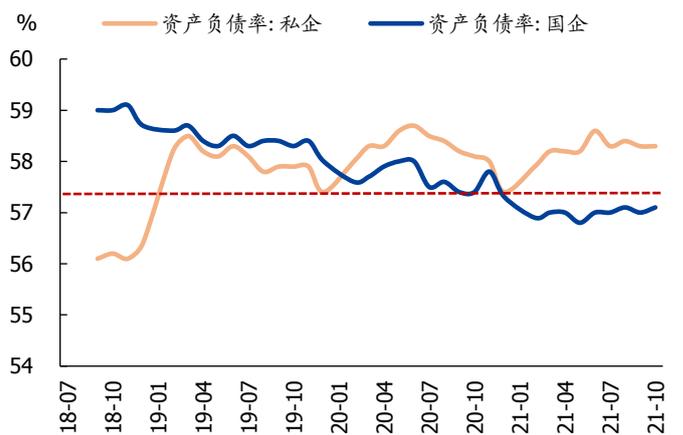
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 10月国企对私企的挤压加剧



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 私企资产负债率仍然高于疫情之前



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_30156



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn