

2021年11月28日

宏观研究

研究所
证券分析师： 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人： 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

利润增速有所回升

——10月工业企业利润数据点评

最近一年走势



相关报告

- 《《三季度货币政策执行报告》点评：货币政策进一步宽松可期 *樊磊》——2021-11-23
- 《10月财政数据点评：财政支出依旧平平 *樊磊》——2021-11-21
- 《宏观点评：航运价格下跌不代表短期出口走弱 *樊磊》——2021-11-18
- 《10月经济数据点评：经济反弹可持续吗？ *樊磊》——2021-11-16
- 《10月贸易数据点评：四季度出口或持续景气 *樊磊》——2021-11-08

事件：

国家统计局公布10月全国规模以上工业企业实现利润同比增长24.6%，剔除基数后出现了明显的回升。其中，剔除基数效应后，10月工业企业营业收入增速受PPI增速的进一步显著上行以及工业增加值企稳而有所反弹；同时，利润率增速剔除基数后也明显回升。

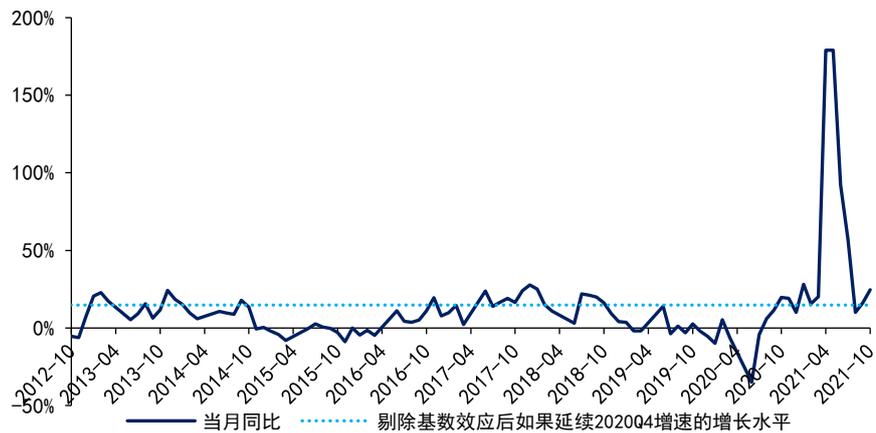
投资要点：

- 10月全国规模以上工业企业实现利润8,187.4亿元，同比增长24.6%，剔除基数后出现了明显的回升，自4月后首次明显强于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。
- 企业利润的增长可以拆分为收入的增长和利润率增长。其中，10月工业企业收入增速剔除基数后受PPI增速进一步上行的驱动以及工业增加值增速剔除基数后企稳的支撑而有所反弹。
- 同时，10月工业企业利润率同比增速剔除基数后也有所回升。究其原因，一方面，成本率经季节性调整后在10月有明显回落，可能受到涨价以及规模效应的支撑。另一方面，季调后的费用率也在10月有一定回落，可能部分地与国家对中小企业的纾困帮扶以及一些减税降费政策的落地和提前兑现有关。
- **风险提示** 经济不达预期；政策低于预期；中美关系、疫情恶化超预期。

1、工业企业利润增速有明显回升

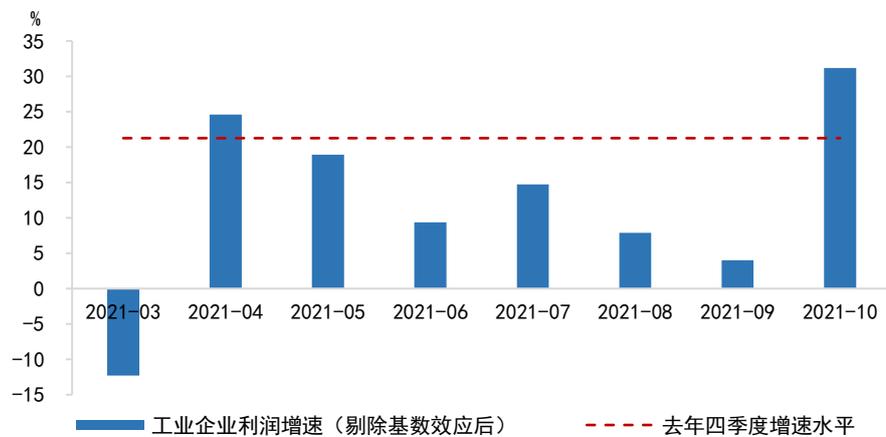
据国家统计局公布，10月全国规模以上工业企业实现利润8,187.4亿元，同比增长24.6%，剔除基数¹后出现了明显的回升，自4月后首次明显强于去年4季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。

图 1：统计局公布的工业企业利润增速



资料来源：Wind, 国海证券研究所

图 2：剔除基数效应后的工业企业利润增速



资料来源：Wind, 国海证券研究所

工业企业利润增速何以有明显反弹？把工业企业利润总额的增长粗略拆分成营业收入的增长乘以营业利润率的增长两部分，并且剔除基数效应的影响后，一方面，营业收入增速受到 PPI 增速的进一步上行以及工业增加值增速企稳的影响而有一定回升；另一方面，工业企业营业利润率的增速有明显回升²。进一步分析，营业利润率=1-成本率-费用率。我们发现，经季节性调整后的工业企业营业收入成本率在 10 月有明显回落，可能受涨价以及规模效应的支撑；季调后的费用率在 10 月也有一定下降，可能部分地与国家对中小企业的纾困帮扶以及一些

¹ 我们假定去年同期的利润增速与去年四季度 (21.3%) 大体相当——因为四季度达到了本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平——通过这个方法剔除去年同期基数的影响 (下面剔除基数都是这个方法)。

² 由于营业利润的数据尚没有公布，我们粗略地用利润总额/营业收入计算营业利润率。

减税降费政策的落地和提前兑现有关。

2、工业企业收入增速有一定回升

工业企业收入增速剔除基数后有所回升。10月规模以上工业企业营业收入同比增长11.4%，剔除基数后相当于同比增长12.3%，较之前数月有明显回升。

图3：工业企业收入增速、工业增加值（VAI）与PPI增速



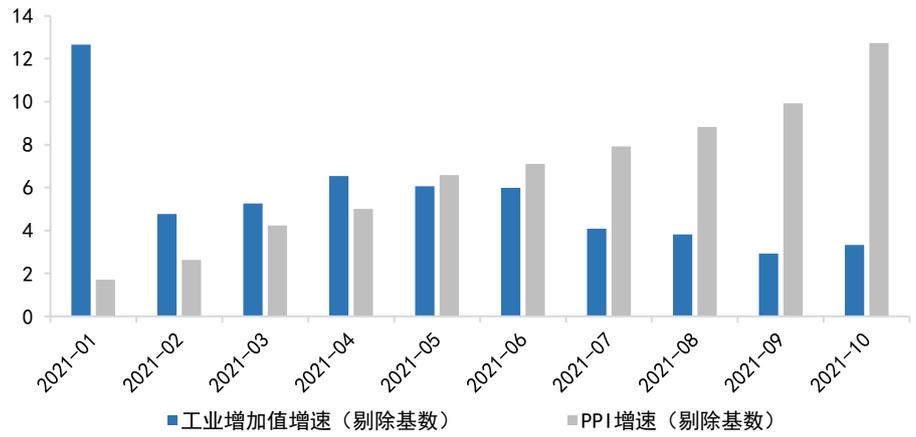
资料来源：Wind，国海证券研究所

收入增速为何有所上升？我们将工业企业营业收入的增长大致拆分成“量”的增长与“价”的增长两部分，其中“价”的增速可以很大程度在PPI同比增速中体现，“量”的增速则可由工业增加值增速粗略代表。

从数据上来看，10月PPI同比增长13.5%，剔除基数后，延续了自1-2月以来持续上行的趋势，创年内的历史新高；而10月工业增加值同比增速3.5%，剔除基数效应后也有所反弹，部分可能是受到采矿业在煤炭保供政策下超季节性放量的支撑。

因此整体而言，剔除基数后，不断上行的“价”叠加“量”的企稳，共同推动了10月工业企业营收增速的回升。

图 4: 剔除基数效应后的 PPI 增速与工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 10 月采矿业工业增加值大幅上涨

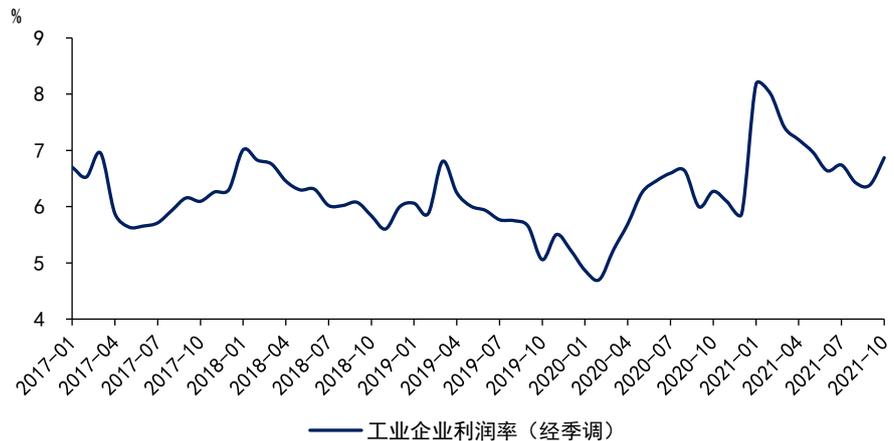


资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、工业企业利润率增速明显反弹

10月工业企业利润率同比增速剔除基数后也有明显反弹。究其原因，一方面，10月季调后的成本率受涨价、规模效应等多重因素作用有明显下降；另一方面，费用率经季调后也在10月有一定回落，可能部分地与国家对中小企业的纾困帮扶以及一些减税降费政策的落地和提前兑现有关。

图6：工业企业利润率（经季调）

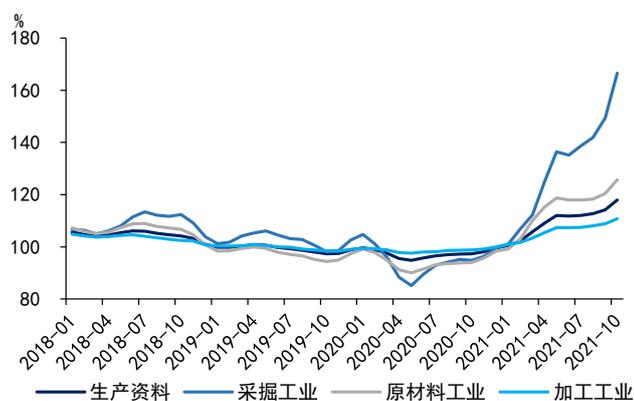


资料来源：Wind，国海证券研究所

3.1、上游利润率增速进一步上升

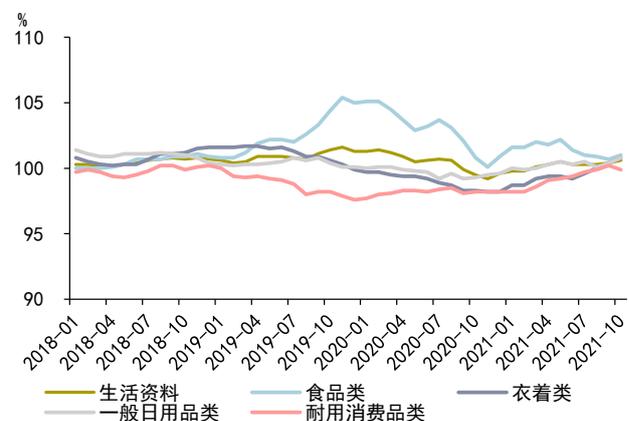
从各行业剔除了去年基数影响的两年平均利润率增速上来看，10月上游企业利润率增速进一步上升，而部分中下游行业也有所改善（见表1、2）。其中，涨价可能是10月利润率增速上行的一大驱动因素。具体而言，从PPI增速上来看，10月采掘工业、原材料工业都出现了大幅上涨，加工工业、衣着类、一般日用品类的PPI同比增速也略有上升。涨价，尤其是上游行业较为明显的价格上行，可能对企业利润率构成了一定支撑。

图7：生产资料类PPI同比增速



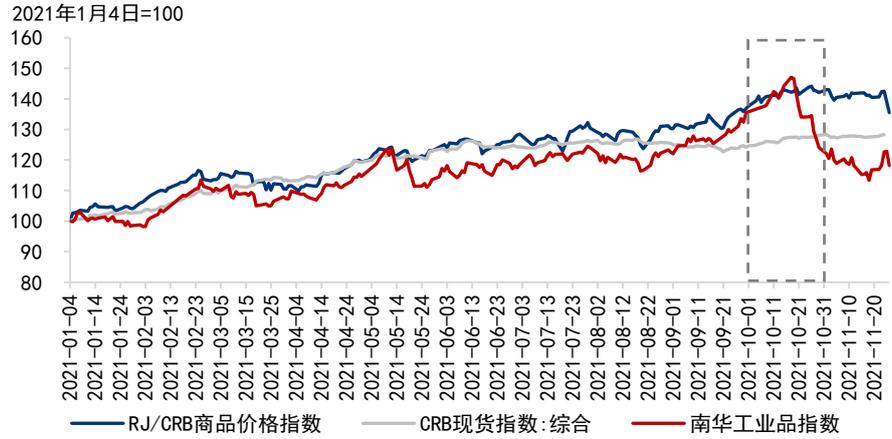
资料来源：Wind，国海证券研究所

图8：生活资料类PPI同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：大宗商品价格指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 1：10 月各行业利润率两年平均增速

采矿业	357%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-38%	通用设备制造业	-36%
煤炭开采和洗选业	455%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	6%	专用设备制造业	-5%
石油和天然气开采业	115%	家具制造业	-28%	汽车制造	-12%
黑色金属矿采选业	-97%	造纸及纸制品业	-69%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	99%
有色金属矿采选业	232%	印刷业和记录媒介的复制	-45%	电气机械及器材制造业	-35%
非金属矿采选业	-9%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	85%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-34%
制造业	61%	化学原料及化学制品制造业	738%	仪器仪表制造业	29%
农副食品加工业	-71%	医药制造业	65%	其他制造业	0%
食品制造业	-66%	化学纤维制造业	127%	废弃资源综合利用业	-35%
酒、饮料和精制茶制造业	66%	橡胶和塑料制品业	-26%	金属制品、机械和设备修理业	-36%
烟草制品业	233%	非金属矿物制品业	63%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-70%
纺织业	146%	黑色金属冶炼及压延加工业	208%	电力、热力的生产和供应业	-78%
纺织服装、服饰业	-10%	有色金属冶炼及压延加工业	660%	燃气生产和供应业	-11%
		金属制品业	40%	水的生产和供应业	-36%

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 2: 9 月各行业利润率两年平均增速

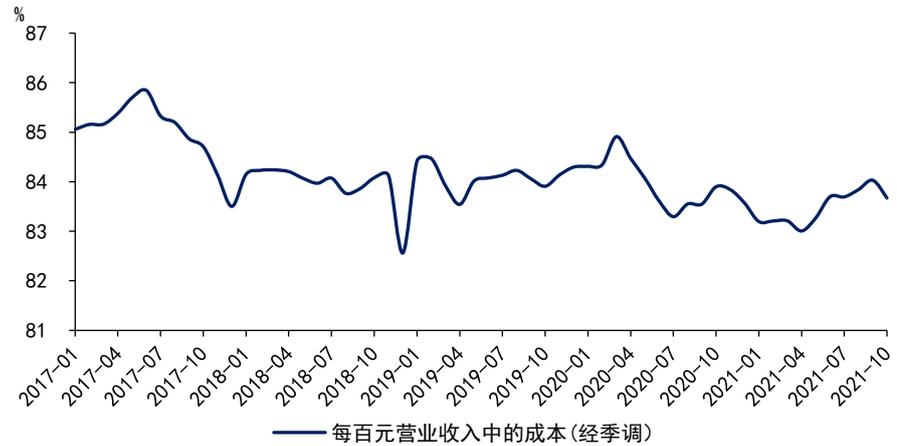
采矿业	209%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-39%	通用设备制造业	26%
煤炭开采和洗选业	391%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-19%	专用设备制造业	79%
石油和天然气开采业	2%	家具制造业	-4%	汽车制造	-28%
黑色金属矿采选业	635%	造纸及纸制品业	35%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	28%
有色金属矿采选业	95%	印刷业和记录媒介的复制	-29%	电气机械及器材制造业	-36%
非金属矿采选业	49%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	32%	计算机、通信和其他电子设备制造业	5%
制造业	23%	化学原料及化学制品制造业	53%	仪器仪表制造业	15%
农副食品加工业	-45%	医药制造业	31%	其他制造业	-24%
食品制造业	-6%	化学纤维制造业	-75%	废弃资源综合利用业	-65%
酒、饮料和精制茶制造业	62%	橡胶和塑料制品业	-14%	金属制品、机械和设备修理业	28%
烟草制品业	-32%	非金属矿物制品业	16%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-93%
纺织业	53%	黑色金属冶炼及压延加工业	183%	电力、热力的生产和供应业	-99%
纺织服装、服饰业	-29%	有色金属冶炼及压延加工业	428%	燃气生产和供应业	-46%
		金属制品业	24%	水的生产和供应业	4%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、成本率明显回落

在对工业企业利润率有直接影响的两大因素中（营业利润率=1-成本率-费用率），成本率经季节性调整后在10月有明显回落。

图 10: 10月工业企业成本率（经季调）有明显回落



资料来源: Wind, 国海证券研究所

一方面，如上一部分（3.1）所言，涨价可能对工业企业成本率（经过季节性调整）的下降起到了部分推动效果。

另一方面，10月总需求超预期的改善可能也通过“规模效应”对成本率起到了一定的正面作用，进而导致了利润率的回升。通过构建工业增加值增速与利润率增速的回归模型，我们发现，两者存在显著的正相关关系，在一定程度上能够说明10月工业增加值增速的上行可能对工业企业利润率水平的改善有正面作用。

图 11: 工业增加值增速与利润率增速显著正相关（2018.01-2020.10）



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_30231

