

2021年12月27日

策略研究

研究所  
证券分析师：胡国鹏 S0350521080003  
hugp@ghzq.com.cn  
证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

## 工业企业上下游利润结构改善 ——11月工业企业利润数据点评

最近一年走势



相关报告

《——2021年中央经济工作会议点评：十方面理解中央经济工作会议 \*胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-11

《——12月政治局会议点评：12月政治局会议释放哪些信号 \*胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-07

《——央行3季度货币政策报告点评：六方面理解三季度货政报告 \*胡国鹏，袁稻雨》——2021-11-21

《——策略点评报告：全球消费板块迎涨价潮（附标的） \*胡国鹏，袁稻雨》——2021-11-04

《——策略点评报告：保持谨慎，静待良机 \*胡国鹏，袁稻雨》——2021-11-02

事件：

12月27日，国家统计局公布：1-11月份，全国规模以上工业企业利润同比增长38.0%，两年复合增长18.9%，相较1-10月增速有所回落。

投资要点：

- 核心观点：**1) 11月规上工业企业利润增速重回下行趋势，价格回落是主要因素；2) 随着PPI-CPI剪刀差的收敛，工业企业利润逐步向中下游传导，上下游行业利润分化趋于缓和；3) 11月以金属制品、电气机械为代表的设备制造行业利润率与利润占比均有明显上行，中游制造板块景气回升趋势延续；4) 11月工业产成品库存水平再度上行，在内需疲弱背景下，“被动补库存”特征延续。
- 11月工业企业累计利润增速较上月较高水平有所回落，当月增速边际下降。**1-11月份，全国规模以上工业企业利润同比增长38.0%，两年复合增长18.9%，较前值分别回落4.2和0.8个百分点，累计利润增速较上月的高增长水平有明显回落。从单月来看，11月规上工业企业利润总额环比下降，当月同比由前值24.6%回落至9.0%，剔除基数影响后，两年复合增速相较10月的高点显著回落，且达到4月以来的最低点。整体来看，随着全球供给的逐步恢复、运输效率的提升以及大宗商品保供稳价政策力度的加强，PPI增速有所下降，带动11月工业企业利润水平较上月边际回落，整体利润增速重回下行区间。
- 营收增速企稳，成本压力分化，工业企业整体利润率回落。**营收方面，1-11月规上工业企业营业收入同比增速为20.3%，较前值回落0.8个百分点，两年复合增速为9.74%，与前值大体相当。一方面，在出口韧性的支撑以及“有序用电”暂告一段落的背景下，11月工业增加值两年平均增速稳中有升；另一方面，PPI增速的回落则是掣肘企业11月营收水平的重要因素之一。成本方面，1-11月规上工业企业每百元营业收入中的费用和成本为8.40元和83.72元，环比前值小幅提升，从工业的三大门类来看，11月采矿业百元营收中的成本继续回落，制造业成本率企稳，公共事业营收成本率则延续加速上行趋势，在11月PPI有所回落的情况下，工业企业成本端压力有所分化。利润率方面，11月规模以上工业企业整体营收利润为6.98%，较上月有所回落。从细分行业来看，利润率水平存在较为明显的结构

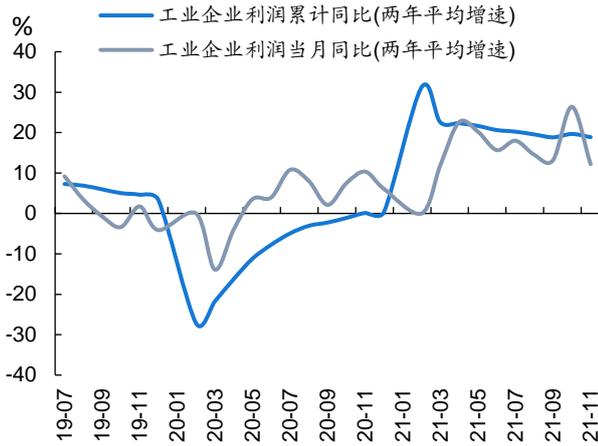
性分化，其中，近 8 成的中游制造业行业的营收利润率环比提升，包括仪器仪表、专用设备、非金属矿物制品业等；而上游和下游制造业中利润率回落的行业较多，分别占比 63%和 45%，公用事业行业的利润率也出现了普遍的下落。

- **从行业利润分配角度来看，上下游行业利润分化趋于收敛，设备制造板块利润占比显著提升。**11 月上游行业（包括采矿业和原材料加工业）利润累计占比为 24.94%，环比 10 月下降 0.33 个百分点，上下游行业利润分化趋于收敛。从具体行业来看，11 月利润占比提升行业主要集中于设备制造与消费品制造板块。上游层面，11 月上游行业利润结构分化，原材料加工行业受价格回落影响较为明显，整体板块利润占比相较前月下降 0.71 个百分点，而采矿业中的煤炭开采行业利润占比仍持续扩大。中游层面，受益于成本压力回落，以设备制造为代表的中游制造板块利润占比整体回升，其中电气机械、金属制品和电子设备行业环比改善靠前，利润占比增长幅度分别为 0.18、0.14、0.08 个百分点。与此同时，11 月工业品制造板块盈利稳定，其中非金属矿物制造业利润占比小幅提升。下游层面，随着 PPI-CPI 剪刀差的收敛，11 月消费品制造板块利润占比降幅收窄，农副食品加工、食品制造、纺织服装等行业利润占比逐步回升，但酒饮料和医药制造行业利润占比仍在下行。
- **从细分行业两年复合利润增速来看，上游部门增速放缓，但仍是拉动工业企业利润增长的主力，多数中下游行业利润增速改善。**从工业的三大门类来看，采矿业、制造业和公用事业 1-11 月两年复合利润增速分别为 38.56%、19.46%和-13.26%，相比 1-10 月，采矿业提高 3.57 个百分点，制造业下滑 0.89 个百分点，公用事业下降 5.84 个百分点，上游部门仍是拉动工业企业利润增长的主力。从具体细分行业来看，1-11 月累计利润增速两年复合值超过 40%的行业包括黑色采选（76.28%）、有色冶炼（65.87%）、石油煤炭加工（65.16%）、煤炭加工（56.07%）、化学纤维制造（54.00%）、化学原料制造（49.40%），其中上游行业依旧占据众多席位。从细分行业环比变化来看，11 月 19 个行业累计利润增速出现改善，其中包含 12 个中下游行业，设备和消费品制造板块占据多数，纺织服装、运输设备、烟草制品、金属制品行业利润增速提升居前，两年累计利润增速分别提高 3.70、2.55、1.51 和 1.05 个百分点。与此同时，中上游板块中石油煤炭加工、化学纤维制造和黑色金属冶炼行业利润增速明显回落，分别下降 13.45、8.17 和 6.48 个百分点。
- **工业企业利润结构改善，中游制造板块景气回升趋势有望延续。**11 月随着保供稳价政策的落地见效以及消费品提价潮的蔓延，工业企业利润逐步向中下游传导，上下游利润分化收敛是主要特征。在 PPI-CPI 收敛的初期，中游制造行业盈利能力优先改善，11 月设备制造板块利润率与利润占比均有明显上行。展望明年，一方面，在稳增长政策环境下，制造业投资有望维持高增，叠加成本压力的进一步回落，中游制造行业景气回升趋势有望延续。另一方面，明年一季度经济仍存下行压力，需求是制约中下游企业利润增长的最大因素，仍需

关注外需回落对制造业企业带来的负面影响。

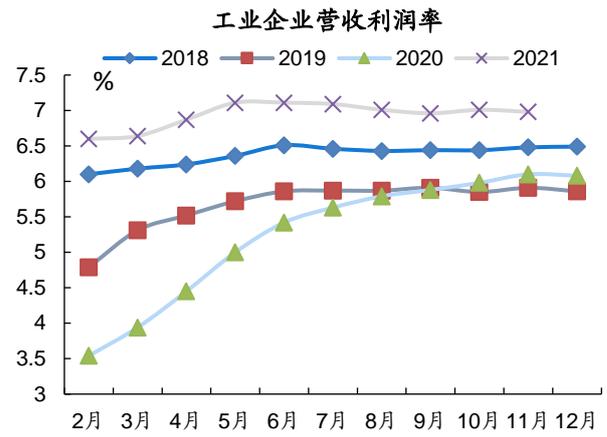
- **库存水平再创新高，工业企业继续被动补库存。**11月规上工业企业产成品存货同比增长17.9%，较10月上升1.6个百分点，延续了上月的“被动补库存”特征。拉闸限电解除后，工业企业生产恢复，但在内需偏弱背景下，工业企业产成品存货水平再创今年以来的新高位。
  
- **风险提示：**流动性收紧超预期，经济失速下行，疫情超预期恶化等

图 1: 11 月工业企业利润增速明显回落



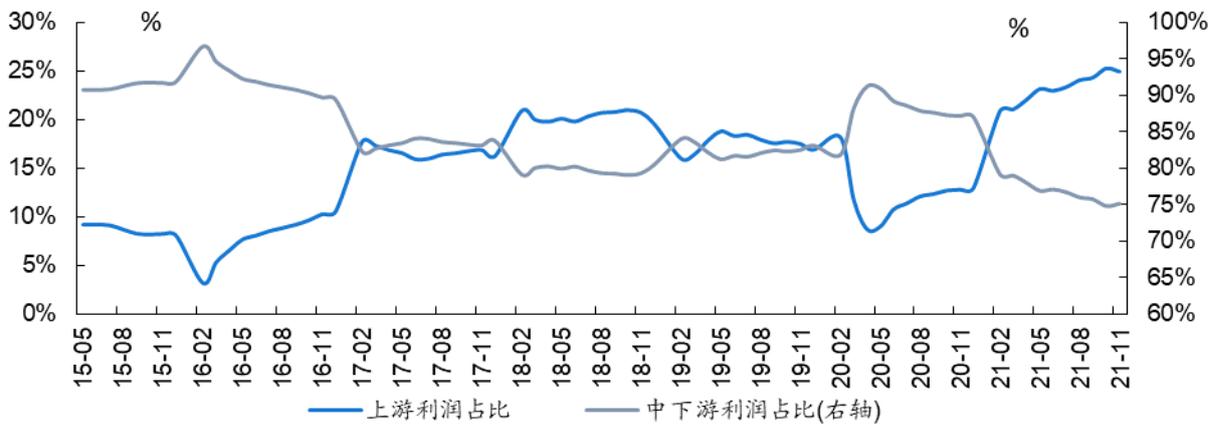
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 11 月工业企业营收利润率有所回落



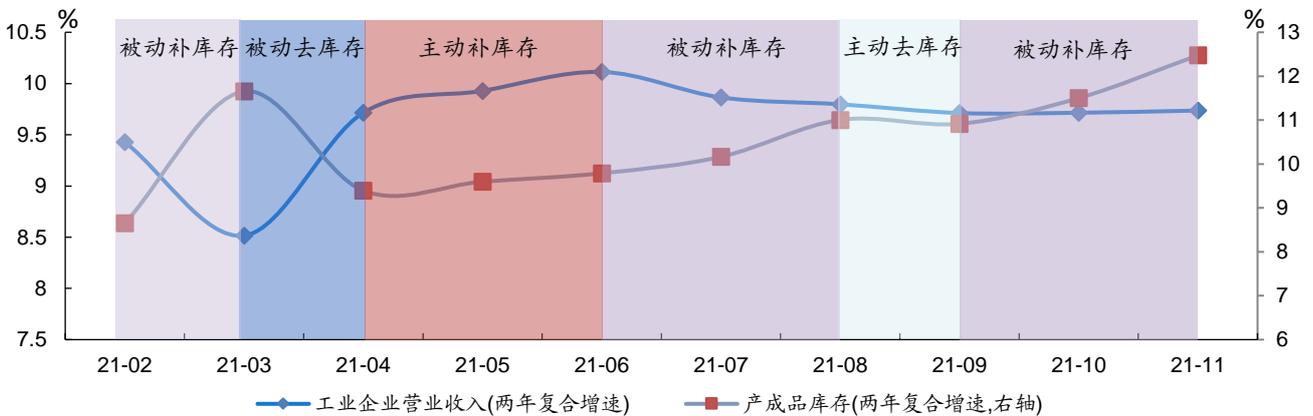
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 11 月上下游行业利润分配分化趋势缓和



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 11 月工业企业产成品库存再创新高, 库存特征延续被动补库存



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 11 月近半数行业营收利润率下滑, 各行业大类景气度呈结构性分化

行业营收利润率 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年11月	2021年10月	2021年9月	2021年8月
采矿业	石油和天然气开采业	↓	22.21%	23.09%	23.41%	24.15%
	煤炭开采和洗选业	↑	22.33%	21.52%	19.37%	18.43%
	有色金属矿采选业	↑	17.61%	17.54%	17.41%	17.58%
	黑色金属矿采选业	↓	14.27%	15.11%	16.48%	16.66%
	非金属矿采选业	↑	10.42%	10.16%	10.09%	10.12%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	5.76%	6.09%	6.21%	6.50%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	4.70%	5.04%	5.06%	5.21%
	有色金属冶炼及压延加工业	↓	4.63%	4.68%	4.52%	4.43%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	3.78%	3.63%	3.51%	3.52%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.98%	10.01%	9.86%	10.00%
	化学纤维制造业	↓	6.45%	6.45%	6.33%	6.66%
	橡胶和塑料制品业	↑	5.75%	5.73%	5.77%	5.87%
	非金属矿物制品业	↑	8.46%	8.24%	7.93%	7.89%
设备制造业	金属制品业	↑	4.66%	4.42%	4.31%	4.33%
	通用设备制造业	↑	6.80%	6.74%	6.79%	6.84%
	专用设备制造业	↑	7.98%	7.96%	8.05%	7.85%
	汽车制造	↑	6.17%	6.14%	6.16%	6.23%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↑	5.17%	4.86%	4.79%	4.65%
	电气机械及器材制造业	↑	5.39%	5.28%	5.27%	5.29%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↓	5.44%	5.46%	5.55%	5.40%
	仪器仪表制造业	↑	10.63%	10.36%	10.26%	10.01%
消费品制造业	农副食品加工业	↑	3.20%	3.07%	3.12%	3.19%
	食品制造业	↑	7.56%	7.52%	7.55%	7.54%
	酒、饮料和精制茶制造业	↓	16.08%	16.54%	17.06%	16.71%
	烟草制品业	↓	12.47%	13.06%	13.18%	13.67%
	纺织服装、服饰业	↑	5.01%	4.52%	4.37%	4.38%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↓	5.02%	5.06%	5.13%	5.32%
	家具制造业	↑	5.38%	5.27%	5.22%	5.23%
	造纸及纸制品业	↓	5.77%	5.82%	5.99%	6.06%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	5.49%	5.26%	5.27%	5.24%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	4.93%	4.70%	4.56%	4.51%
公用事业	医药制造业	↓	20.71%	20.94%	21.25%	21.77%
	电力、热力的生产和供应业	↓	3.63%	4.19%	4.36%	4.82%
	燃气生产和供应业	↓	7.32%	7.72%	8.02%	8.20%
	水的生产和供应业	↓	11.58%	11.62%	11.54%	11.97%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 11 月以设备制造业为代表的中游制造板块利润占比明显提升

行业利润占比 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年11月	2021年10月	2021年9月	2021年8月
采矿业	煤炭开采和洗选业	↑	8.12%	7.59%	6.45%	5.87%
	石油和天然气开采业	↓	2.29%	2.37%	2.40%	2.46%
	黑色金属矿采选业	↓	0.96%	1.05%	1.15%	1.17%
	有色金属矿采选业	↑	0.61%	0.60%	0.60%	0.60%
	非金属矿采选业	↑	0.47%	0.45%	0.45%	0.44%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	3.63%	3.83%	3.91%	4.08%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	5.21%	5.68%	5.78%	5.95%
	有色金属冶炼及压延加工业	↓	3.67%	3.70%	3.60%	3.49%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	0.40%	0.38%	0.37%	0.37%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.32%	9.32%	9.20%	9.27%
	化学纤维制造业	↓	0.75%	0.75%	0.74%	0.78%
	橡胶和塑料制品业	↑	1.87%	1.86%	1.89%	1.91%
	非金属矿物制品业	↑	6.27%	6.04%	5.83%	5.74%
设备制造业	金属制品业	↑	2.44%	2.31%	2.29%	2.27%
	通用设备制造业	↑	3.58%	3.53%	3.61%	3.62%
	专用设备制造业	↑	3.21%	3.20%	3.33%	3.22%
	汽车制造	↑	5.97%	5.91%	5.99%	6.13%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↑	0.74%	0.68%	0.68%	0.64%
	电气机械及器材制造业	↑	5.10%	4.92%	4.92%	4.87%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↑	8.52%	8.44%	8.63%	8.23%
消费品制造业	仪器仪表制造业	↑	1.05%	1.01%	1.01%	0.97%
	农副食品加工业	↑	1.94%	1.85%	1.89%	1.93%
	食品制造业	↑	1.80%	1.78%	1.80%	1.78%
	酒、饮料和精制茶制造业	↓	2.89%	3.01%	3.17%	3.23%
	烟草制品业	↓	1.82%	1.96%	2.07%	2.17%
	纺织服装、服饰业	↑	0.84%	0.75%	0.72%	0.71%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↓	0.62%	0.63%	0.64%	0.65%
	家具制造业	↑	0.48%	0.46%	0.46%	0.46%
	造纸及纸制品业	↓	0.98%	0.99%	1.02%	1.03%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	0.45%	0.43%	0.43%	0.42%
公用事业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	0.79%	0.75%	0.73%	0.71%
	医药制造业	↓	6.78%	6.88%	7.13%	7.29%
	电力、热力的生产和供应业	↓	3.20%	3.71%	3.91%	4.32%
	燃气生产和供应业	↓	0.93%	0.97%	1.02%	1.04%
	水的生产和供应业	↑	0.51%	0.51%	0.51%	0.52%

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\\_35173](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35173)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn