

总量研究

需求维持不错，行业分化情况仍存

——2021年12月工业企业利润数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年全国规模以上工业企业实现利润总额8.71万亿元，同比增长34.3%，比2019年增长39.8%，两年平均增长18.2%；12月当月规模以上工业企业实现利润总额0.73万亿元，同比增长4.2%，两年平均增长11.6%。

点评

12月工业企业利润当月同比增速降至年内最低，需求表现不错，行业分化情况仍存。2021年12月当月利润总额数据同比、两年平均增速以及环比增速(-9.4%)均出现了一定程度的下降。但使用3年平均增速来剔除基数效应，则可以看到12月工业企业利润增速比10月低，但高于11月，且大致在2016-2018年工业企业利润全年增速的中间水平，说明工业企业利润增速表现仍然不差。企业营收仍维持在较高水平，说明需求表现仍不错。工业企业利润行业分化的情况仍然存在。

库存增速持续高于营收增速，工业企业库存情况难言乐观。2021年12月工业企业产成品存货同比增速为17.1%（11月为17.9%），稍有回落但仍高于营收同比增速（14.2%）。库存增速进入到上升通道大致始于2021年4月，从9月以来，库存同比增速持续高于营收增速。

12月负债率下降明显，但工业企业整体可能仍处于稳杠杆阶段。截至2021年12月末，规模以上工业企业资产负债率为56.1%，比11月末相比，下降0.3个百分点，有所下降。梳理了疫情以来的相关数据，大致可以判断工业企业可能仍处于稳杠杆过程中。

债市观点

2021年12月以来释放的一系列信号均显示，稳增长是下一阶段宏观政策的重心。1月中旬以来，长短端利率均有一定幅度下降，但短端下降更多。后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，目前经济处于底部企稳阶段，后续演变的最重要特征是“需求再修复”。宏观政策将以稳增长作为发力的方向，当前也处于加快发力阶段。**对于后续债券投资，随着宏观政策逐渐发挥效力，建议投资者对基本面和政策保持理性预期，以更好的应对未来一段时间利率波动。**

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

利润表现并不差，库存情况难言乐观——2021年11月工业企业利润数据点评兼债市观点（2021-12-27）

数据表现不错，工业企业转向稳杠杆——2021年10月工业企业利润数据点评兼债市观点（2021-11-27）

1、事件

2022年1月27日，国家统计局公布2021年全国规模以上工业企业利润数据。2021年，全国规模以上工业企业实现利润总额8.71万亿元，同比增长34.3%，比2019年增长39.8%，两年平均增长18.2%；12月当月规模以上工业企业实现利润总额0.73万亿元，同比增长4.2%，两年平均增长11.6%。

2、点评

2.1、12月工业企业利润当月同比增速降至年内最低，需求表现不错，行业分化情况仍存

2021年全国规模以上工业企业实现利润总额8.71万亿元，同比增长34.3%（1-11月同比增长38%），比2019年增长39.8%，两年平均增长18.2%（1-11月为18.9%）。12月当月，规模以上工业企业实现利润总额0.73万亿元（11月为0.81万亿元），同比增长4.2%（11月为9%），当月同比增速降至年内最低；两年平均增长11.6%（11月为16.7%），低于2021年的平均水平（20.3%）。

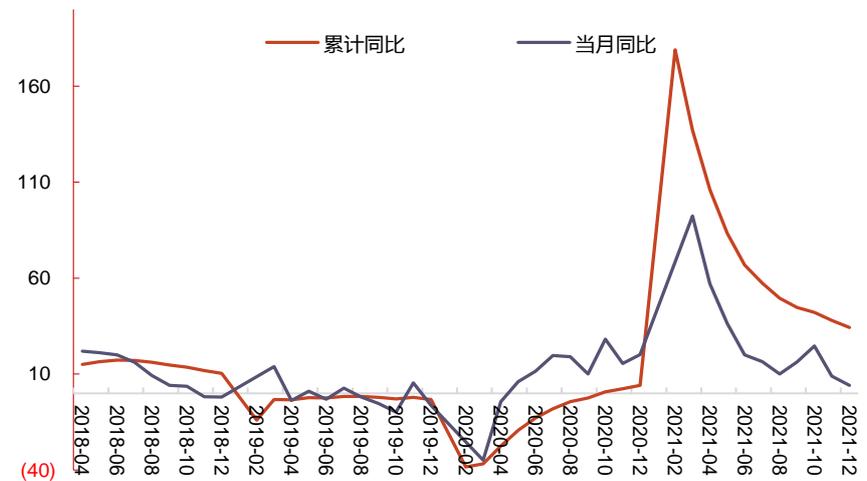
从上述数据可以看到，2021年12月当月利润总额数据同比、两年平均增速以及环比增速（-9.4%）均出现了一定程度的下降，是不是指向12月工业企业利润情况恶化呢？此前我们多次指出，2019年全年规模以上工业企业利润同比下降3.3%，2020年则受到疫情影响，因此2019、2020年基数都较低，需要**剔除连续两年低基数因素，才能对工业企业利润的表现形成更合理的判断。因此，采取3年平均增速的方式剔除基数效应，可以更好的理解12月工业企业利润表现。**

使用3年平均增速来剔除基数效应，则可以看到12月工业企业利润增速表现仍然不差。以2018年12月工业企业当月利润为基期，则2021年12月的连续3年平均增速大致在12.3%，而10、11月分别为14.3%、10.8%，12月增速比10月低，但高于11月。这一增速大致在2016-2018年工业企业利润全年增速的中间水平（2016-2018年工业企业利润全年增速分别为8.5%、21%和10.3%）。

因此，大致可以认为12月当月工业企业利润同比增速虽出现明显下降，但其实并不算差，需要进一步结合营收和行业结构情况分析。

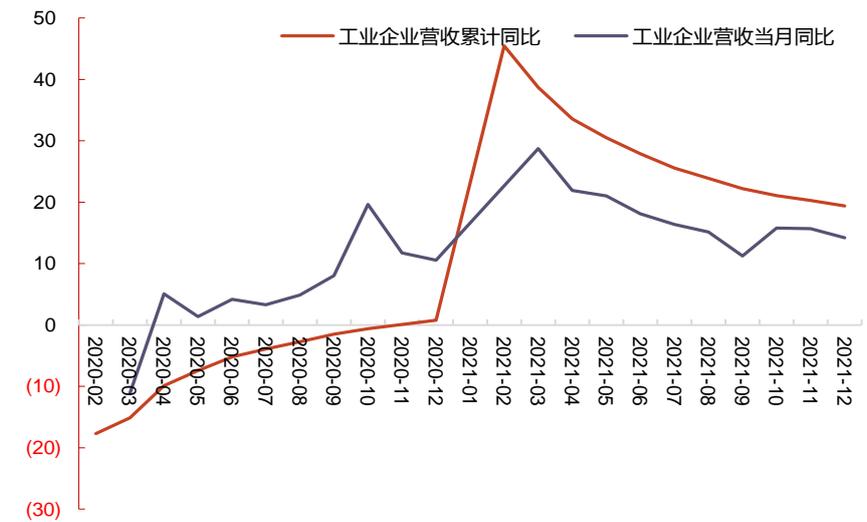
首先，企业营收仍维持在较高水平，说明需求表现仍不错。回看2021年以来工业企业营收数据，可以看到，大致从3月开始，上游和原材料端价格的上升对市场需求的抑制作用显现，3月工业企业营收同比增速为28.7%，此后持续回落，至9月增速已经降至11.3%，10月、11月工业企业营收同比增速则为15.8%、15.7%，有所回升。12月工业企业营收同比增速则为14.2%，维持在较高的位置，这与12月工业生产持续回暖，以及工业品出口仍维持在较快增长是相互印证的。

图表 1：12 月工业企业利润累计和当月同比均降至年内最低



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：工业企业营收 12 月当月同比增速仍维持在较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

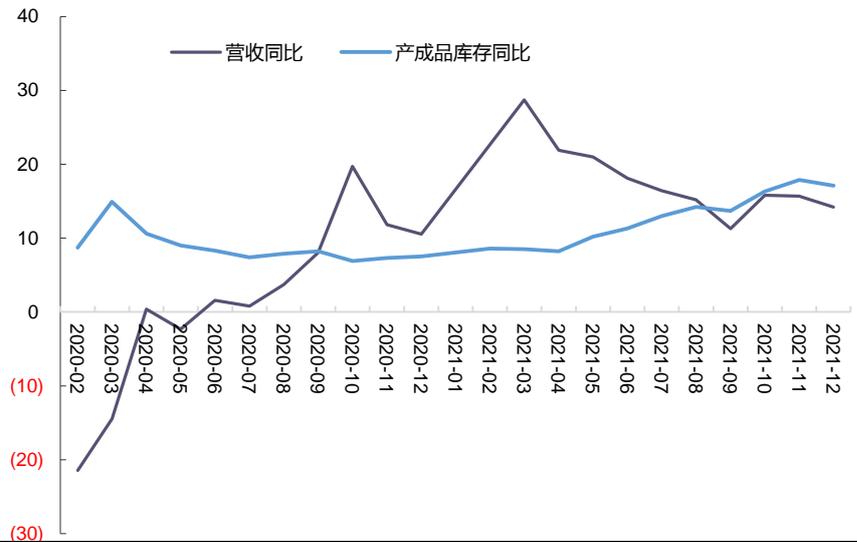
另外，工业企业利润行业分化的情况仍然存在。此前，上游行业是利润提升的重点领域，工业企业上下游行业间盈利分化明显。2021 年 1-11 月，采矿业，煤炭开采和洗选业，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业，化学原料和化学制品制造业利润累计同比分别为 185.7%、222.6%、284.3%、387.1%、102%，而至 1-12 月，则分别为 190.7%，212.7%、584.7%、224.2%、87.8%，仍然维持在高位，采矿业，石油和天然气开采业增速则进一步提升。需要注意的是，2021 年 1-11 月汽车制造业利润累计增速为-3.4%，1-12 月则为 1.9%，有所改善，但整体来说仍处于较低位置。

综合来看，12 月份工业企业利润仍保持较快增长，需求整体表现不错，行业均分化情况仍存，一些主要行业利润情况仍不乐观，改善还需进一步巩固。

2.2、 库存增速持续高于营收增速，工业企业库存情况难言乐观

2021年12月工业企业营收、产成品存货同比增速分别为14.2%、17.1%（11月分别为15.7%、17.9%），库存增速稍有回落但仍高于营收增速。而如果回溯来看，库存增速进入到上升通道大致始于2021年4月，从9月以来，库存同比增速持续高于营收同比增速。而2021年12月制造业PMI中原材料库存指数、产成品库存指数分别为49.2%和48.5%，分别比2021年11月提升1.5、0.6个百分点（均为连续2个月提升）。这些都显示，目前工业企业库存情况难言乐观。

图表 3：12月工业企业产成品库存同比增速稍有下降但仍高于营收增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、 12月负债率下降明显，但工业企业整体可能仍处于稳杠杆阶段

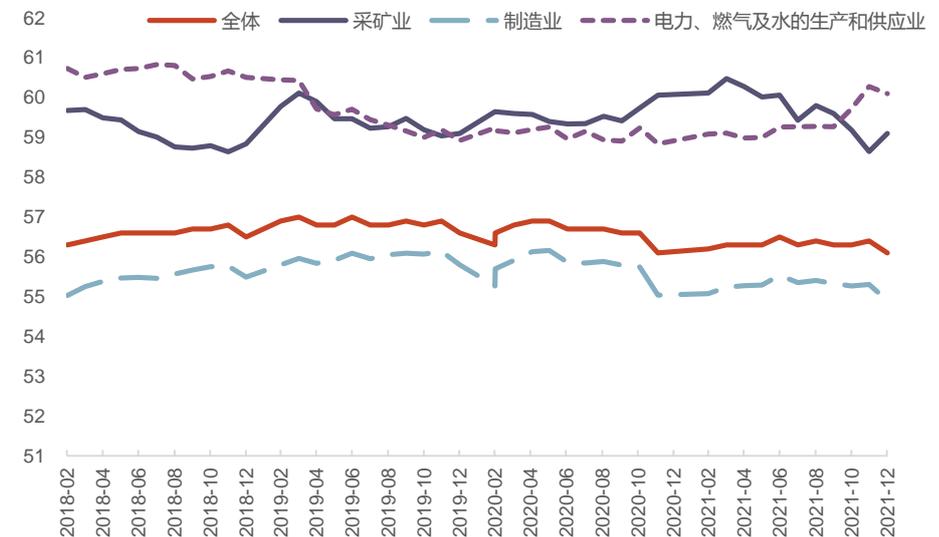
截至2021年12月末，规模以上工业企业资产负债率为56.1%，比11月末相比，下降0.3个百分点，有所下降。

我们梳理了疫情以来的相关数据，以便对后续非金融企业杠杆率走势进行大致研判：

- 1) 2020年3-5月，工业企业资产负债率持续向上，带来非金融企业2020年一、二季度宏观杠杆率快速攀升；
- 2) 2020年6月规模以上工业企业资产负债率结束持续向上态势，该指标在7月下降，8、9月则与7月持平，预示企业已经启动去杠杆进程；
- 3) 2020年10-12月则为去杠杆阶段。2020年12月企业资产负债率出现快速下降，2020年四季度非金融企业宏观杠杆率为162.3%，环比下降了2.3个百分点，下降幅度为2008年以来最高值，非金融企业2020年四季度去杠杆有所加快。
- 4) 2021年2-6月，规模以上工业企业资产负债率持续提升。2021年2月工业企业资产负债率为56.2%，至6月则上升至56.5%。

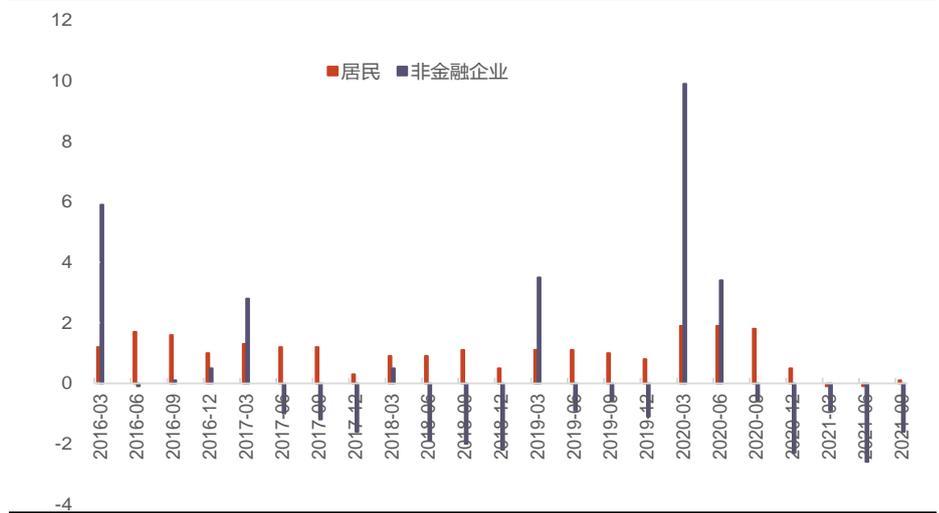
5) 2021 年 7 月至今工业企业大体处于稳杠杆阶段，尽管 12 月下降幅度不小。
综合上述分析，并结合宏观杠杆率情况（2021 年 3 季度非金融企业杠杆率为 157.2%，比 2 季度低 1.6 个百分点，比 2020 年同期低 7.4 个百分点，非金融企业杠杆率连续 5 个季度下降），大致可以判断工业企业可能仍处于稳杠杆过程中。

图表 4：2021 年 7 月至今工业企业整体处于稳杠杆阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图表中数据分别为全体规模以上工业企业及三大行业的资产负债率，单位为%

图表 5：从 2020Q3 开始，非金融企业已经连续 5 个季度去杠杆，而居民部门去杠杆刚刚开始



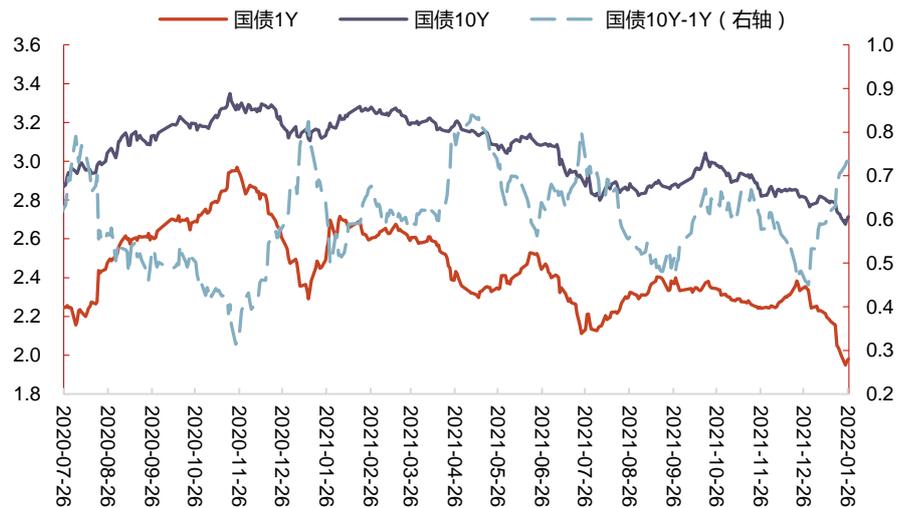
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：纵轴表示的居民、非金融企业季度末宏观杠杆率环比上季度变化值，单位为百分点

3、债市观点

从 2021 年 12 月以来释放的一系列信号均显示，稳增长是下一阶段宏观政策的重心。2022 年开年以来，尤其 1 月中旬以来，长短端利率均有一定幅度下降，但短端下降更多，截至 1 月 26 日，1Y 国债收益率已经降至 2% 以下，而 10Y 国债收益率则在 2.7% 左右。

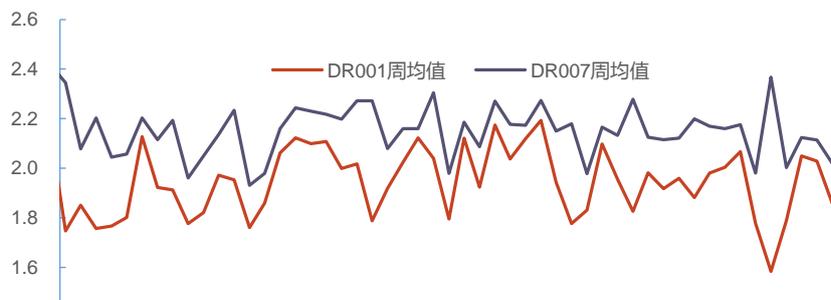
后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，目前经济处于底部企稳阶段，2021年12月制造业PMI和非制造业商务活动指数分别为50.3%和52.7%，较11月分别上升0.2和0.4个百分点，经济景气有所提升；从12月经济数据来看，经济呈现底部企稳态势，供给和通胀环境均有一定程度改善，但内需仍然较弱。政策方面，宏观政策将化解三重压力尤其是稳增长作为方向，当前也处于加快发力阶段。2022年基本面演变的最重要特征是“需求再修复”。**对于后续债券投资，随着宏观政策逐步发挥效力，建议投资者对基本面和政策保持理性预期，以更好的应对未来一段时间利率波动。**

图表6：1月中旬以来，长短端利率均有一定幅度下降，但短端下降更多



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至2022年1月26日

图表7：2021年2月以来资金市场利率整体在区间波动



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_36812

