



上游利润占比拐点或将到来



【财新网】(专栏作家 高瑞东) 2021 年 11 月 27 日, 国家统计局公布 10 月工业企业盈利数据。10 月份, 工业企业利润当月同比增长 24.6%, 两年复合平均增长 26.4%; 1-10 月, 工业企业利润同比增长 42.2%, 两年复合平均增长 19.7%。

10 月企业利润继续保持较高增速, 结构分化依然严峻。具体来看, “价、量、利润率” 三因素相比上月均有所好转, 但价格高位运行仍然是核心支撑。分结构来看, 10 月上下游企业盈利分化继续加大, 采矿业与上游原材料制造业依然是驱动利润增长的核心贡献, 二者利润占比高达 52.5%, 相比上月扩大 9 个百分点; 同时, 剔除农副食品与食品制造的消费品制造业利润增速明显回升, 显示出销售向好支撑下, 消费制造业盈利修复有所加快。

向前看, 上游利润占比或迎来拐点, 企业利润增速进入下降通道。10 月下旬以来政策持续聚焦煤炭价格与能源供应, 国家发改委十天内连发 18 文, 内容涵盖对煤炭价格进行干预与能源保供, 此后相关工业品价格已明显出现回落。我们预计 11 月 PPI 同比进入下降通道, 叠加能耗双控下, 对高耗能产业的产能压降仍旧会持续, 上游企业的利润占比拐点或将到来, 从而驱动工业企业整体盈利边际走弱。

表 1：2021 年 10 月，工业企业利润保持较高增速

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率	产成品 存货同比
2021 年	1-2 月实际值	178.9	178.9	45.5	6.60	8.6
	3 月实际值	92.3	137.3	38.7	6.64	8.5
	4 月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
	5 月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	6 月实际值	20.0	66.9	27.9	7.11	11.3
	7 月实际值	16.4	57.3	25.6	7.09	13.0
	8 月实际值	10.1	49.5	23.9	7.01	14.2
	9 月实际值	16.3	44.7	22.2	7.0	13.7
	10 月实际值	24.6	42.2	21.1	7.01	16.3
	两年复合平均	26.4	19.7	9.7	--	--

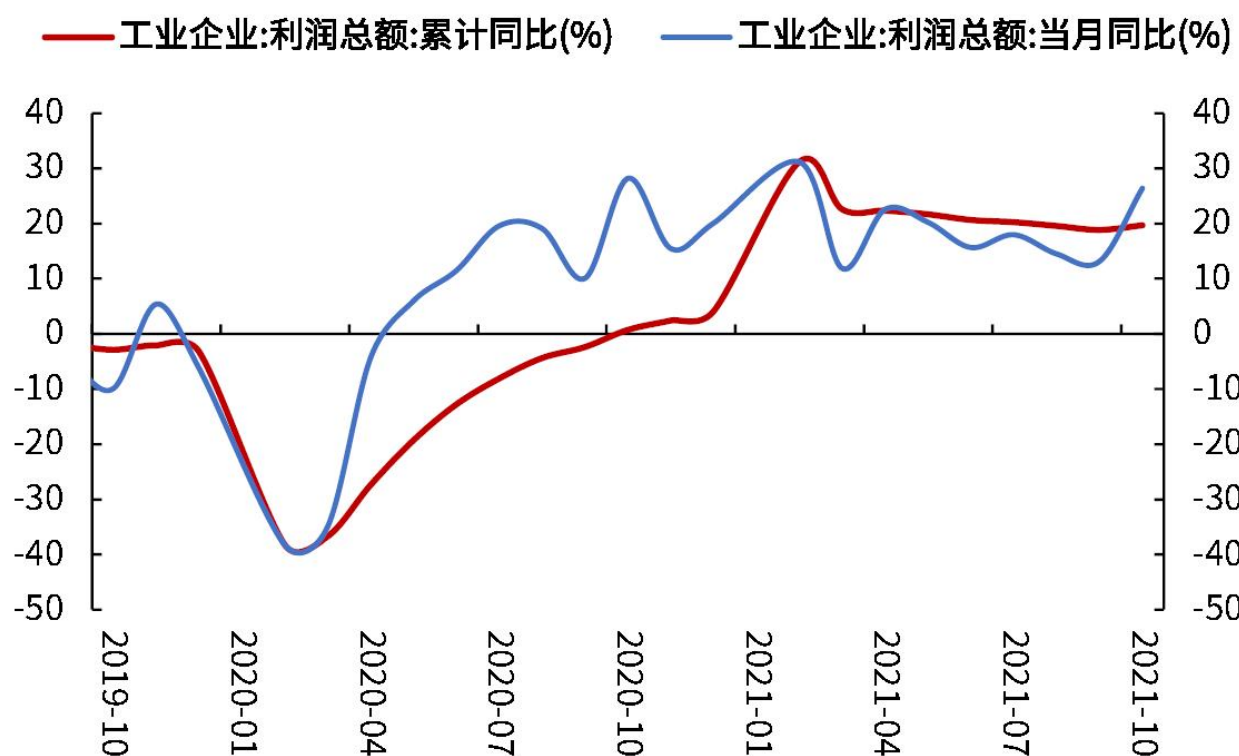
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

一、驱动：价格高位、利润率回升驱动盈利大幅反弹

10 月工业企业利润继续保持较高增速。2021 年 10 月，工业企业利润同比增长 24.6%，增速较 9 月份回升 8.3 个百分点。与 2019 年同期相比，两年复合平均增长 26.4%，较 9 月份回升 13.2 个百分点。整体来看，10 月工业企业盈利仍维持在较高增速区间。

图 1：10 月工业企业利润保持较高增速



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年复合平均增速）

为了衡量 10 月工业企业利润增长由哪些因素驱动，我们将工业企业利润拆分成了三部分，即价、量、利润率，通过观察这三个因素的边际变化，来观测企业利润单月变化的核心驱动。

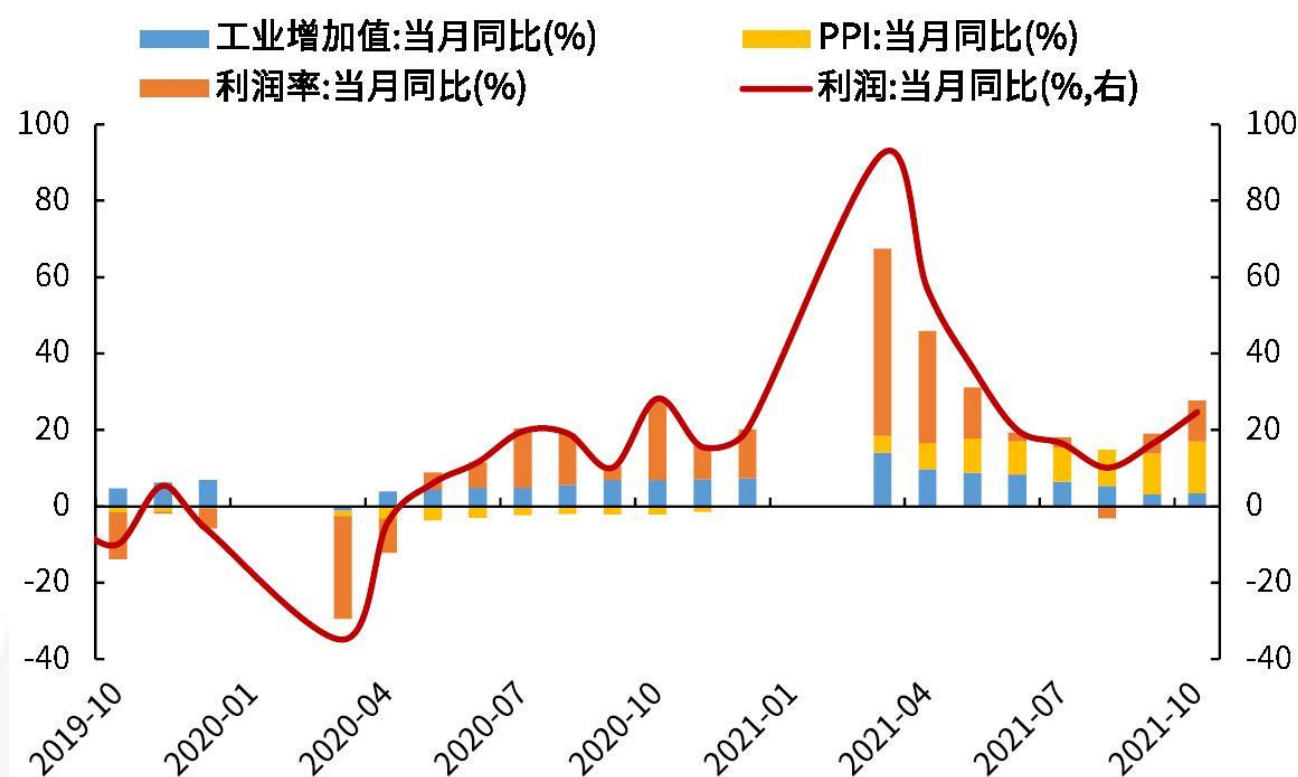
价：价格高位运行继续支撑企业盈利。10 月工业品价格继续高位运行，PPI 同比增长 13.5%，比 9 月上升 2.8 个百分点；环比来看，10 月 PPI 环比涨幅较上月扩大 1.3 个百分点至 2.5%。价格高位运行下，推动上游企业利润持续高速增长，继续成为工业企业利润的核心贡献力量。

量：能耗双控影响有所减弱。10 月工业增加值增长 3.5%，相比上月

回升 0.4 个百分点，虽然 10 月能耗双控措施对工业生产的压制作用仍然在持续，但是影响有所减弱。分行业来看，纺织、非金属矿物制品、黑色冶炼加工等行业工业生产指数均持续位于收缩区间。

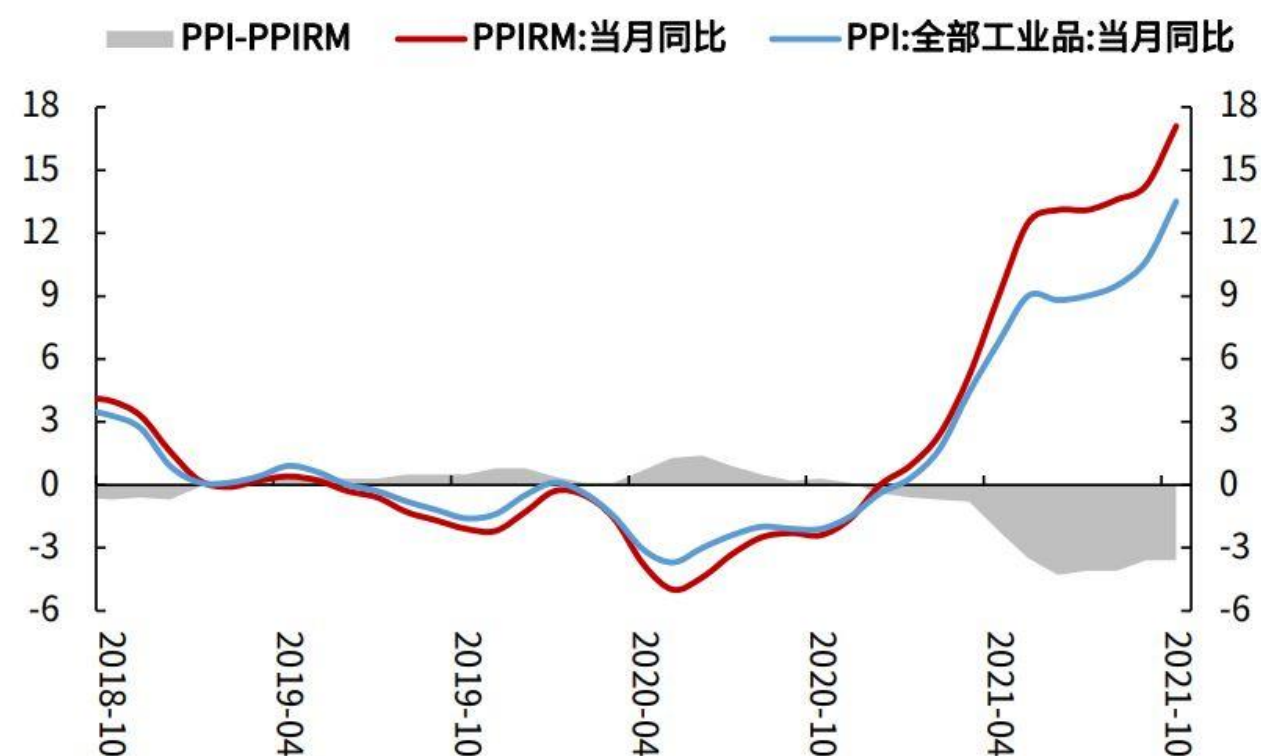
利润率：利润率大幅上升驱动盈利。1-10 月，规上工业企业营业收入利润率为 7.01%，比 1-9 月回升 0.05 个百分点，但比 2019 年同期提高 1.16 个百分点，比 2017 到 2019 年同期均值提高 0.83 个百分点，继续处于高位。10 月份，规上工业企业营业收入利润率为 7.42%，相比上年同期提高 0.72 个百分点，利润率大幅改善驱动盈利回升较多。

图 2：拆分三因素来看，价格仍然是核心支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：工业品价格继续高位，剪刀差继续扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

二、结构：分化继续加大，但上游占比已进入磨顶阶段

10 月工业企业利润结构分化持续显现。从大类行业来看，10 月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额单月分别同比增长 280.5%、13.1%、-52.6%，两年平均分别增长 87.2%、21.9%、-19.5%，相比上月分别变化 33.13%、8.42、23.9 个百分点，采矿业依然是驱动利润增长的核心贡献。

从各大类行业利润占比来看，10 月采矿业利润占比继续上行至 19.9%，达到年内高点，相比 9 月提高 5.1 个百分点，主要源自 10 月上旬煤炭价格的大幅上涨；电燃水供应业利润占比为 3.2%，相比 9 月提高 1.2 个百分点，

电价放开叠加政府部门对煤炭价格的关注，电燃水供应业盈利压力有所缓解；制造业利润占比为 76.9%，相比上月下行 6.3 个百分点。

从大类行业利润率来看，1-10 月采矿业利润率为 19.32%，相比 1-9 月继续提升，是 10 月份企业利润率继续增长的主要贡献；制造业和电燃水利润率则在继续下滑，分别由 1-9 月的 6.59%、5.09% 下滑至 1-10 月的 6.57%、4.92%。

为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品业制造业。

上游原材料制造业：盈利增速继续维持高位。

受煤炭价格上涨等因素推动，原材料制造业利润增长明显加快。10 月份，原材料制造业利润同比增长 46.2%，两年平均增长 70.6%，相比上月

上升 1.1 个百分点。1-10 月，原材料制造业利润同比增长 10.8%，两年平均增长 70.6%，相比上月

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_30196

