

2021 年 09 月 28 日

涨价驱动下，上游行业利润维持高景气

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

● 受益于供需紧平衡、产品价格高增，上游行业利润持续保持高增长

8 月，上游行业维持相对高景气。8 月，规模以上工业企业利润同比增长 10.1%，两年复合增速 14.5%，较上月增速回落 3.5 个百分点。分结构来看，上游行业利润，两年复合增速 42%，较 7 月增速大幅提升 13.3 个百分点，显著高于中游行业（5.2%）、下游行业（-3.5%）；利润保持高增长下，上游行业在整体工业企业中利润占比进一步提高至 44.1%，较 2020 年水平大幅提高 16.8 个百分点，创历史新高。

伴随限产政策趋严，上游供需维持紧平衡、价格持续高增，是利润景气的核心驱动。8 月，环保限产影响下，上游生产相对偏弱；除化学原料、化学纤维外，其余上游行业工业生产两年复合增速均弱于整体制造业。供需紧平衡下，上游行业产品价格持续高增；8 月，采掘、原材料加工行业，PPI 同比分别高增 41.8%、18.3%，较 7 月增速分别提升 3.1、0.4 个百分点，高于工业品价格的整体涨幅。

随着限电限产趋严，上游产品价格继续冲高，利润高增速持续性需保持跟踪。能耗双控目标达标压力下，9 月以来全国各省限电限产活动明显增多。伴随限产趋严，9 月动力煤、螺纹钢、电解铝、水泥等上游产品价格，同比增速分别达 125.7%、46.1%、53%、16.4%，较 8 月增速抬升 35.7、7.6、15.4、11.3 个百分点。同时，限电限产下，中下游行业生产或进一步趋弱，使得上游行业需求面临不确定性。

伴随中下游行业利润增速走弱，部分行业投资增速持续下滑。原材料涨价影响下，中游、下游行业利润两年复合增速连续 4 个月下滑；8 月，中游、下游行业利润两年复合增速分别为 5.2%、-3.5%，较 7 月增速回落 6.9、10.2 个百分点。伴随下游利润增速持续下行，下游制造业投资从 6 月以来持续负增长；家具、印刷、文教体育用品、纺织服装等利润下滑较快的下游行业，投资持续负增长。

● 常规数据解析

8 月，中下游多数行业利润增速回落。中游行业，电气机械、金属制品、计算机通信设备、仪器仪表、铁路船舶，利润两年复合增速 12.8%、11.7%、9.8%、7.2%、-0.4%，分别较 7 月增速回落 8.7、12.2、26.9、12.1、9.1 个百分点；下游行业，医药、燃气、酒和饮料、食品制造、家具、农副产品、电力热力，利润两年复合增速 54.7%、16.7%、14.5%、1%、-5.7%、-10.5%、-36.8%，增速较 7 月均回落。

工业企业库存处于相对高位、延续被动补库态势；需求放缓下，库存周转延续走弱。8 月，产成品库存同比增长 14.2%，延续补库，增速较 7 月抬升 1.2 个百分点，增速创 2020 年 4 月以来新高；实际产成品库存同比增长 4.7%，较 7 月增速提升 0.7 个百分点。库存销售比为 49.4%，同比减少 0.4 个百分点。产成品周转天数 17.6 天，环比 6 月提升 0.1 天。总体来看，营收增速下行、工业企业延续被动补库。

● 风险提示：宏观政策变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-政策方向不变，坚定债牛不动摇》-2021.9.27

《宏观经济专题-恒大不会成为中国的“雷曼时刻”》-2021.9.26

《宏观经济专题-贷款流向全景图》-2021.9.26

目 录

1、 工企利润结构分化，上游行业维持相对高景气	3
2、 供需紧平衡下，价格高增是维持上游利润景气的核心驱动	4
3、 随着限电限产趋严，上游利润高增速持续性需保持跟踪	5
4、 伴随中下游利润增速走弱，部分行业投资增速持续下滑	6
5、 常规数据解析	6
6、 风险提示	8

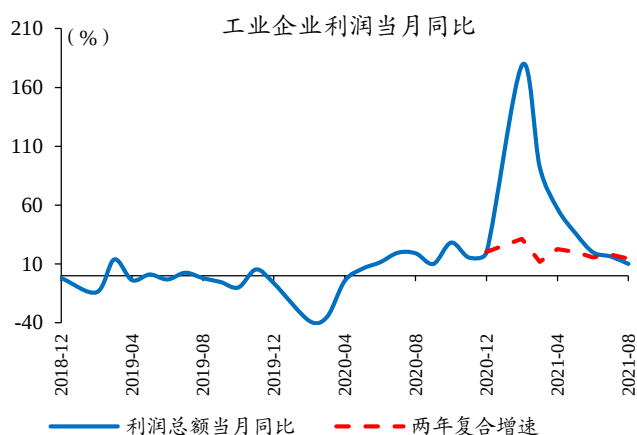
图表目录

图 1: 8 月，工业企业利润增速回落	3
图 2: 8 月，上游行业利润增速保持高增	3
图 3: 8 月，利润分配继续向上游行业倾斜	3
图 4: 8 月，上游多数行业利润增速改善	3
图 5: 8 月，多数上游行业生产弱于整体制造业增速	4
图 6: 8 月，采掘和原材料工业价格增速较高	4
图 7: 2021 年上半年多省能耗双控未完成目标	5
图 8: 9 月，高频数据显示上游价格延续高增	5
图 9: 下游行业制造业投资增速持续负增长	6
图 10: 8 月，多数下游行业投资增速回落	6
图 11: 8 月，多数中游行业利润增速回落	6
图 12: 8 月，多数下游行业利润增速回落	6
图 13: 8 月，国有企业利润增速较高	7
图 14: 1-8 月，国有企业利润改善明显	7
图 15: 8 月，工业库存延续补库	7
图 16: 8 月，产成品周转天数延续回升	7
表 1: 8 月部分省份严格执行环保限产措施	4
表 2: 9 月以来，全国限电限产活动明显增多	5

1、工业企业利润结构分化，上游行业维持相对高景气

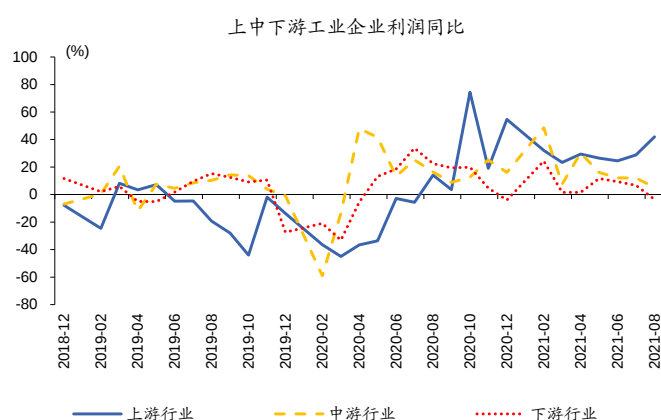
8月，工业企业利润增速延续回落；结构上来看，上游行业维持相对高景气。8月，全国规模以上工业企业利润同比增长10.1%，低于前值16.4%；两年复合增速14.5%，较上月增速大幅回落3.5个百分点。分结构来看，上游行业利润，两年复合增速42%，较7月增速大幅提升13.3个百分点，显著高于中游行业（5.2%）、下游行业（-3.5%）；随着利润保持高增长，上游行业在整体工业企业中的利润占比进一步提高至44.1%，较2020年水平大幅提高16.8个百分点，创历史新高。

图1：8月，工业企业利润增速回落



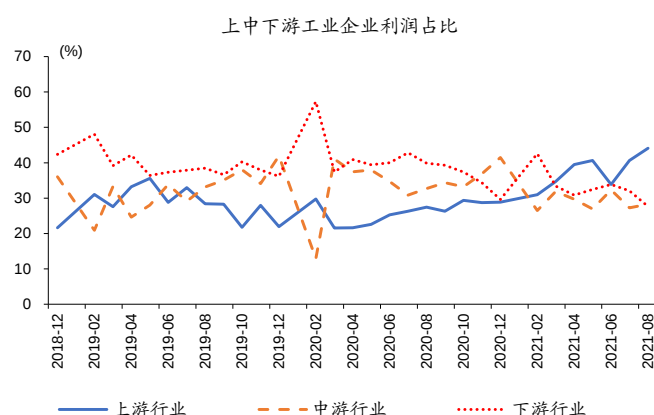
数据来源：Wind、开源证券研究所（1-8月采用两年复合增速）

图2：8月，上游行业利润增速保持高增



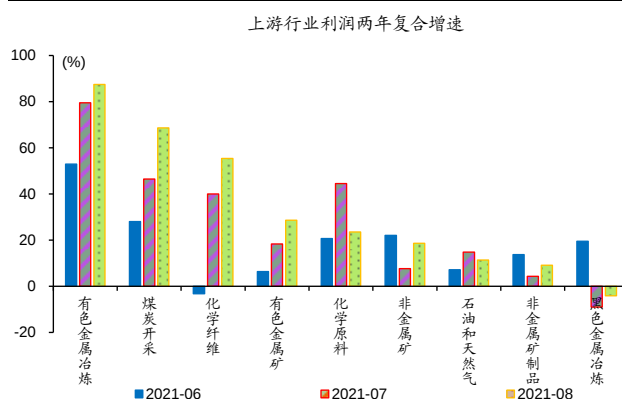
数据来源：Wind、开源证券研究所（1-8月采用两年复合增速）

图3：8月，利润分配继续向上游行业倾斜



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：8月，上游多数行业利润增速改善

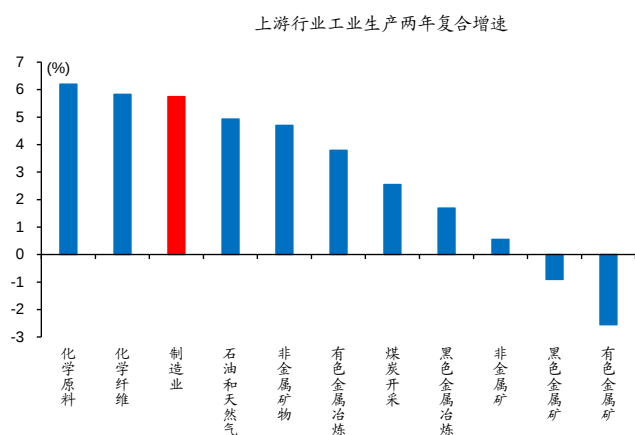


数据来源：Wind、开源证券研究所（1-8月采用两年复合增速）

2、供需紧平衡下，价格高增是维持上游利润景气的核心驱动

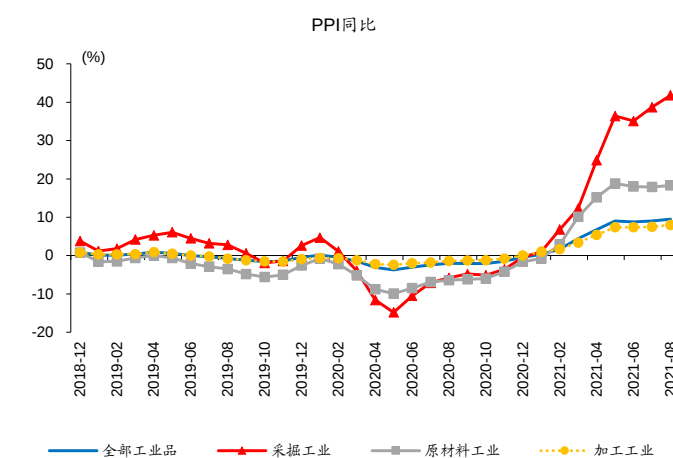
限产政策下，上游供需维持紧平衡，推升价格高增，是利润景气的核心驱动。8月，环保限产影响下，上游生产增速相对偏弱；除化学原料、化学纤维外，其余行业的工业生产两年复合增速均弱于整体制造业。伴随供需紧平衡，上游行业产品价格仍保持高增；8月，采掘、原材料加工行业PPI同比分别高增41.8%、18.3%，在7月高增速分别提升3.1、0.4个百分点，大幅高于全部工业品价格涨幅。

图5：8月，多数上游行业生产弱于整体制造业增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：8月，采掘和原材料工业价格增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：8月部分省份严格执行环保限产措施

省份	措施
青海	2021年8月20日青海省部分电解铝企业收到国网西宁的限电预警通知,其中提到由于2021年黄河上游来水偏低,火力发电机组出力不足,外送电力吃紧,造成西宁电网电力供需不平衡,提醒企业提前做好有序用电准备
云南	云南地区2021年已开展两轮限电行动,锌和锡冶炼厂已收到要求降低25%用电量的通知。因供电不足云南保山部分壁厂接到限电通知据SMM了解,保山建成工业硅炉数共计32台,受限电影响8月10日凌晨停炉3台,截至目前保山在3次限电影响下共计停炉9台
重庆	部分工厂8月初限电停产
浙江	2021年7-9月安排工厂集中检修,限电量为第一季度的20%。浙江杭州引导企业有序开展错峰、避峰,严格有序用电执行程序,用电高峰来临且用电趋紧时,并组织一批高能耗、高污染企业在7-9月安排集中检修,限电量为第一季度的20%
内蒙古	严格控制企业限电时间,电价上浮不超过10%。2021年8月起,蒙西地区每天晚上7点-10点限电,电力交易市场燃煤发电电量成交价格基准价(每千瓦时0.28元)的基础上可以上浮不超过10%(上限为每千瓦时0.31元)
新疆	自2021年8月份开始,全区5家企业月产量合计不得超过23.8万吨;严格落实日常监管职责,执行好月调度机制,做到上报数据真实、准确,督促辖区内电解铝企业年产量不超过国家核定产能

资料来源：Wind、财新网、开源证券研究所

3、随着限电限产趋严，上游利润高增速持续性需保持跟踪

随着限电限产趋严，上游行业价格进一步冲高，利润高增速持续性需保持跟踪。从国家发改委发布的《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》来看，全国共有 19 个省份为一二级预警。能耗双控目标达标压力下，9 月以来全国各省限电限产活动明显增多。伴随限产趋严，截至 2021 年 9 月 27 日数据，动力煤、螺纹钢、电解铝、水泥等上游产品价格，同比增速分别达 125.7%、46.1%、53%、16.4%，较 8 月增速分别抬升 35.7、7.6、15.4、11.3 个百分点。同时，限电限产下，中下游行业生产或进一步趋弱，使得上游行业需求面临不确定性，未来利润增速需保持跟踪。

表2：9 月以来，全国限电限产活动明显增多

地区	涉及行业	措施及影响
河北	钢铁	截至 2021 年 9 月 24 日，唐山大部分长流程钢企目前正在执行 30%-40% 的限电政策；独立轧钢企业相继落实错峰生产，预计影响型钢日产量约 3.45 万吨，影响占比约 42%；影响带钢日产量约 1.56 万吨，影响占比约 44%
内蒙古	耗能企业	内蒙古电网则规定，从 2021 年 8 月份起蒙西地区用能企业每天 19-22 时限电，电力交易市场燃煤发电电量成交价格基准价基础上可上浮不超过 10%
广西	水泥	2021 年 8 月底当地水泥企业收到实施限产要求，水泥行业 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 40%，预计广西水泥产量 2021 年 9 月份将缩减近 600 万吨
江苏	钢铁	2021 年 9 月 10-10 月 15 日集中减产的时间段内建筑钢材产量相比于正常水平或减少 230-240 万吨；集中限产期间日均废钢使用影响量达到 5.5 万吨左右，减量比例达 46%；优特钢厂预估 9 月影响产量 18.6 万吨，减产 17.51%；2021 年 9 月 18 日开始到月底，江苏各镀锌板卷生产企业限电停产，预计影响镀锌日产量累计 6000 吨
浙江	耗能企业	杭州市组织一批高耗能企业在 2021 年三季度集中检修，限电量为第一季度的 20%
湖南	水泥	水泥产量受限，供应收紧，部分水泥企业开始限量发售
宁夏	耗能企业	宁夏吴忠要求部分高耗能企业限停产一个月
新疆	铝	2021 年 8 月底昌吉五家电解铝企业在运行产能基础上将合计理论压产 44.8 万吨

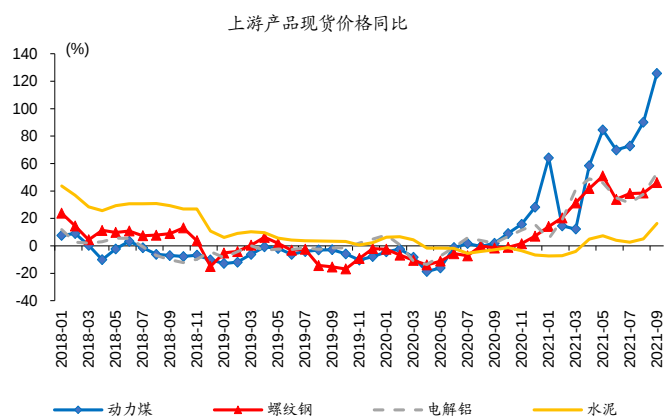
资料来源：国家发改委、财新网、开源证券研究所

图7：2021 年上半年多省能耗双控未完成目标

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●

资料来源：国家发改委

图8：9 月，高频数据显示上游价格延续高增

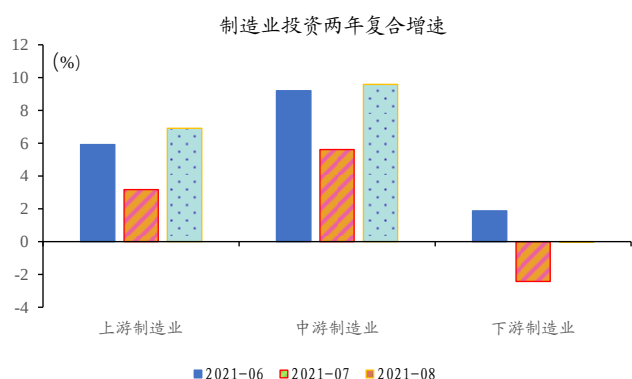


数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021 年 9 月 27 日数据）

4、伴随中下游利润增速走弱，部分行业投资增速持续下滑

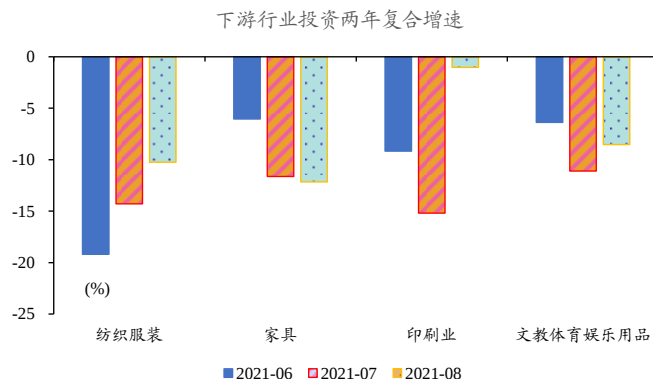
伴随中下游行业利润增速走弱，部分行业投资增速持续下滑。原材料涨价影响下，中游、下游行业利润两年复合增速连续4个月下滑；8月，中游、下游行业利润两年复合增速分别为5.2%、-3.5%，较7月增速回落6.9、10.2个百分点。伴随利润增速持续下行，下游制造业投资从7月以来持续负增长，8月投资两年复合增速-0.04%；家具、印刷、文教体育用品、纺织服装等利润下滑较快的下游行业，投资持续负增长。

图9：下游行业制造业投资增速持续负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：8月，多数下游行业投资增速回落

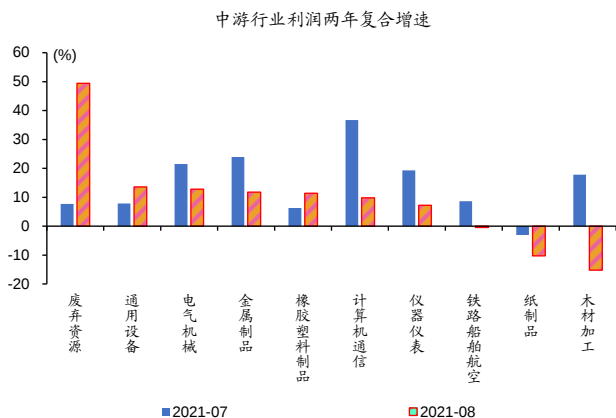


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、常规数据解析

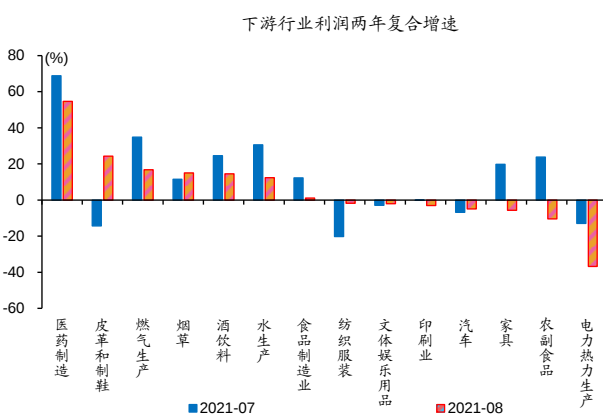
8月，多数行业利润增速回落。中游行业，电气机械、金属制品、计算机通信设备、仪器仪表、铁路船舶，利润两年复合增速12.8%、11.7%、9.8%、7.2%、-0.4%，分别较7月增速回落8.7、12.2、26.9、12.1、9.1个百分点；下游行业，医药、燃气、酒和饮料、食品制造、家具、农副产品、电力热力，利润两年复合增速54.7%、16.7%、14.5%、1%、-5.7%、-10.5%、-36.8%，分别较7月增速回落14.1、18.1、10、11.2、25.5、34.2、23.8个百分点。

图11：8月，多数中游行业利润增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

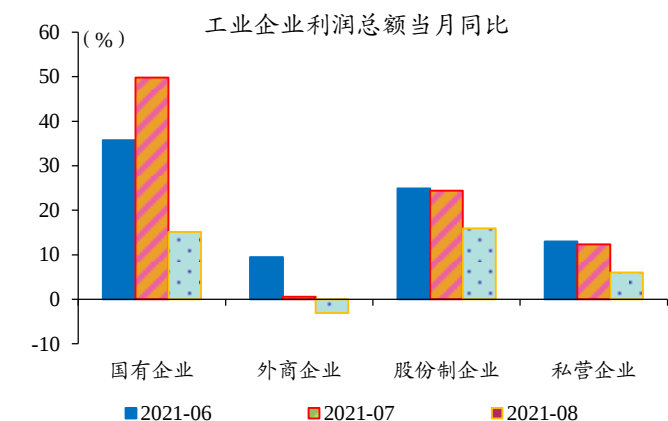
图12：8月，多数下游行业利润增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

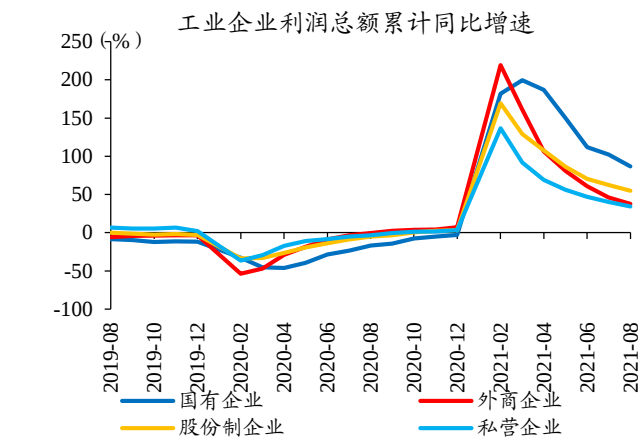
各类型企业利润增速均有明显回落，国有和股份制企业利润增速保持相对较高。8月，国有、股份、外商、私营企业，利润两年复合增速分别为15.1%、-3.1%、15.9%、6%，分别较7月增速回落34.6、3.7、8.5、6.3个百分点。国有和股份制企业利润增速相对较高，或与上游行业国企和股份制企业占比较高有关。

图13: 8月，国有企业利润增速较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 1-8月，国有企业利润改善明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

工业企业库存处于相对高位、延续被动补库态势；需求放缓下，库存周转延续走弱。8月，产成品库存同比增长14.2%，增速较7月抬升1.2个百分点，增速创2020年4月以来新高；实际产成品库存同比增长4.7%，较7月增速提升0.7个百分点。库存销售比为49.4%，同比减少0.4个百分点。产成品周转天数17.6天，环比6月提升0.1天。总体来看，营收增速下行、工业企业延续被动补库。

图15: 8月，工业库存延续补库

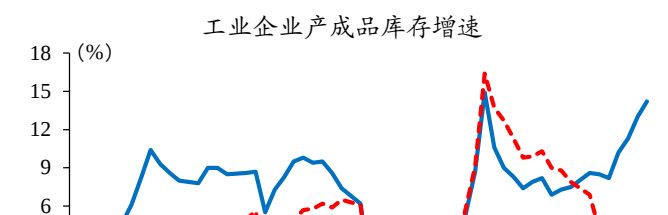
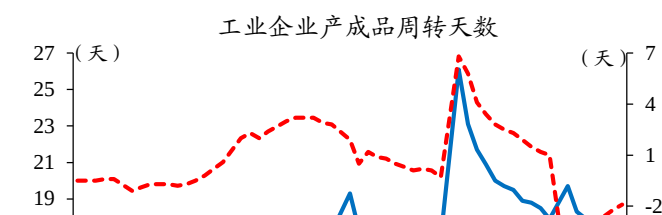


图16: 8月，产成品周转天数延续回升



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_27230

