

宏观观点评

上游利润占比见顶了吗？——兼评9月工业企业利润

事件：1-9月全国规模以上工业企业利润总额累计同比44.7%，较2019年同期增41.2%，两年复合增速18.8%（前值19.5%）；9月单月全国规模以上工业企业利润同比增速16.3%（前值10.1%）。

核心观点：价格支撑利润延续高增，上游利润占比可能已经接近顶部。

1、价格因素支撑利润延续较高增速，后续仍有韧性

>1-9月规模以上工业企业利润两年复合增速回落0.7个百分点至18.8%。分量、价、利润率三方面看：1-9月工业增加值、PPI两年复合增速分别为6.4%、2.3%，前值为6.6%、2.0%，表明价格因素对营收和盈利的支撑继续强化；1-9月营收利润率回落0.05个百分点至6.96%，为连续4个月回落。其中，基数原因导致9月单月利润同比增16.3%，相比前值提升6.2个百分点。

>往后看，继续提示经济下行可能拖累企业盈利，出口韧性、PPI高位有望对利润形成支撑；叠加利润率总体趋降，后续企业利润可能温和回落，但仍有韧性。

2、上下游结构分化进一步加剧，上游利润占比继续提高

1-9月上游（采掘+原材料）利润占比为51.4%，环比继续提升0.1个百分点，显示上游对中下游的利润挤压进一步加剧，但升幅较前值0.8个百分点收窄。具体看：采掘行业利润占比进一步提升0.5个百分点至11.0%；原材料制造业利润占比回落0.4个百分点至40.4%，为今年6月以来首次出现回落。中游设备制造业利润占比提升0.5个百分点至28.7%，下游消费制造、公用事业利润占比分别回落0.1、0.5个百分点至14.5%、5.4%。往后看，考虑到当前限产限电已有所松动，政策的强力调控下，煤炭等大宗价格也明显回落；10.8国常会及发改委《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》明确交易电价上下浮动范围扩大至20%，公用事业利润可能会有改善；后续上游对中下游利润的挤压可能会弱化，预计上游利润占比可能已经接近顶部。

3、不同行业盈利继续分化，多数行业价格增速改善、但数量增速回落

>三大产业看：1-9月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速分别为28.0%、18.2%和-4.1%，前值为24.6%、19.1%和-0.2%，公用事业利润降幅再度扩大。

>细分行业看：如果按照量、价、利润率三方面进行拆解，多数行业价格增速改善、但销售数量增速回落（测算过程详见图表5）。1）总体盈利增速较高的（两年复合超过20%）仍然是受益于PPI上行的煤炭采选、黑色、有色、化工化纤、燃气等，受益于疫情的医药等，盈利增速回落较多的主要是受损于疫情的纺织服装、家具制造、印刷以及直接受损于大宗价格上涨的电力热力等。2）剔除价格因素的销售数量更能反映真实的供需变化，9月39个细分行业中有27个销售数量增速回落，可从侧面印证9月经济下行压力确实很大。3）销售数量回落较多的包括：上游供给受限的油气开采、黑色、有色、化工化纤、燃料加工等，中游电气机械，下游受疫情拖累的茶酒饮料制造、农副食品等；需求存在支撑的主要是受益于“双碳”的废弃资源综合利用以及其他制造、计算机通信电子等；纺织服装、文体用品在换季、开学等因素影响下需求也有所回升。4）其他值得关注的行业包括：汽车制造营收增速连续5个月回落，并且降幅不断扩大，可能跟缺芯等因素有关；计算机、通信电子等高新技术产业量、价、利润率同时提升，行业景气度较高。

4、库存增速回落、但不改补库趋势；分行业看，投资链延续去库，消费链多数补库

>整体看，1-9月规模以上企业产成品库存同比增13.7%，较前值回落0.5个百分点，为今年4月以来首次回落，主因在于限产限电和基数的拖累。往后看，鉴于限产限电已有所松动，叠加高PPI、基数回落等因素影响，年内工业企业库存可能延续补库。另外，值得关注的是9月剔除价格因素的实际库存自今年4月以来首次回落，主要可能跟部分行业供给收缩、价格高涨有关，但企业本身补库意愿是否已经发生逆转，仍有待进一步观察。

>分产业链看，投资链延续去库，消费链多数补库。由于保供政策发力，煤炭港口、电厂库存均有所回升，但仍然低于往年同期水平。基建、地产产业链的螺纹钢、PVC（主要用于管材）延续去库；汽车整车延续主动去库，表明汽车行业景气度仍然偏弱；纺服产业链PP（主要用于纤维制品）、涤纶长丝等延续补库，但补库速度偏慢，可能跟纺服产业链景气度仍然不高有关。

5、国企对民企的挤压有所缓解，企业杠杆小降，继续提示关注民企债务风险

>利润增速：1-9月国企、民企利润两年复合增速分别为23.5%、14.0%，前值分别为24.5%、14.0%差距有所收窄。往后看，政策干预下大宗价格可能趋降，国企对民企的挤压可能也会继续缓解。

>杠杆率：9月工业企业资产负债率回落0.1个百分点至56.3%。分所有制看，国企、民企资产负债率均小幅回落0.1个百分点至57.0%、58.3%。继续提示稳杠杆背景下，企业杠杆率可能稳中趋降；但民企杠杆仍显著高于疫情之前，需要关注民企债务风险，特别是对重点问题企业的处置。

风险提示：疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

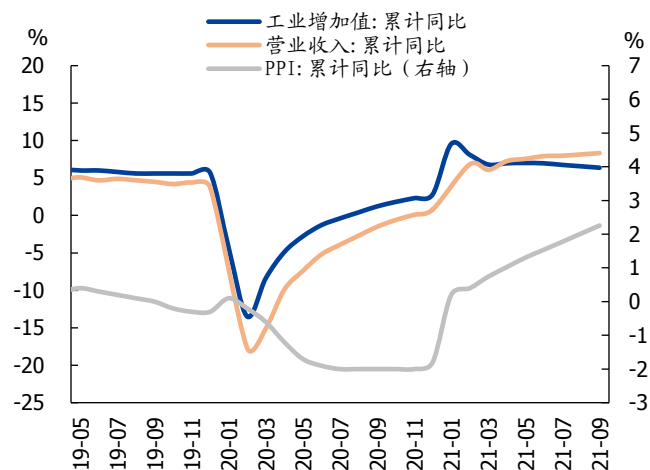
研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

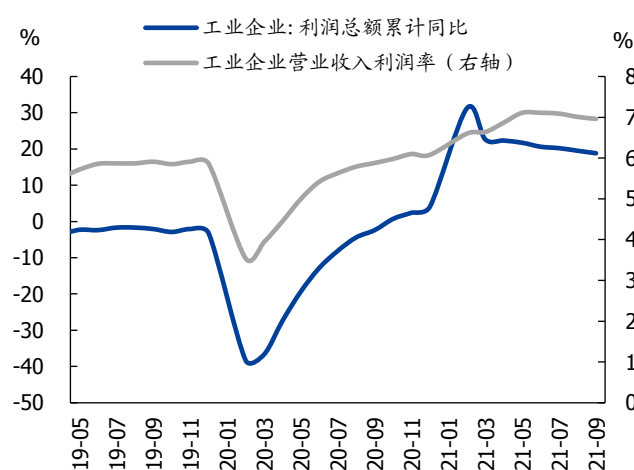
- 1、《高频半月观：四季度GDP增速可能跌破4%，关注两大纠偏》2021-10-24
- 2、《困局与纠偏—GDP“破5”的背后》2021-10-18
- 3、《PPI创新高，CPI继续弱，后续紧盯4大线索》2021-10-14
- 4、《强出口背后的三大预期差和一大背离》2021-10-13
- 5、《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策线索》2021-09-30
- 6、《能耗双控和拉闸限电的影响与趋势》2021-09-26
- 7、《补库加快，关注双重挤压—7月工业企业利润点评》2021-08-27

图表 1: 价格因素继续支撑企业营收



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 2: 工业企业利润增速小幅回落



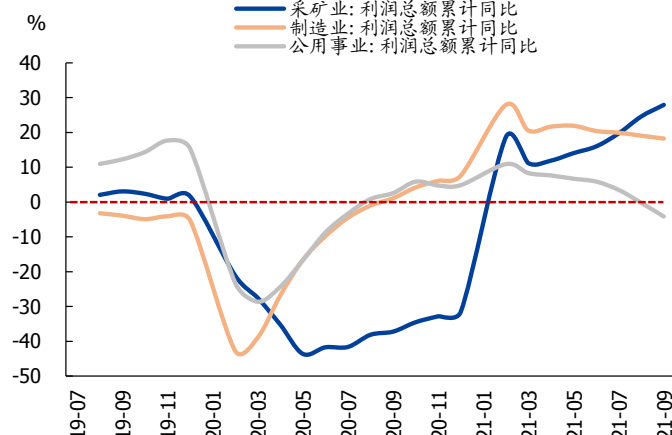
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 3: 上游对中下游利润的挤压继续加剧

利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-09	11.0%	40.4%	28.7%	14.5%	5.4%
2021-08	10.5%	40.8%	28.2%	14.6%	5.9%
2021-07	9.8%	40.7%	28.6%	14.7%	6.2%
2021-06	9.1%	40.5%	29.2%	14.9%	6.4%
2021-05	8.8%	40.8%	28.6%	15.3%	6.5%
2021-04	8.4%	39.7%	28.6%	16.4%	7.0%
2021-03	8.3%	37.9%	28.5%	17.8%	7.5%
2021-02	8.9%	37.0%	26.6%	19.8%	7.7%
2020-12	5.5%	32.5%	34.9%	19.1%	8.0%
2020-11	6.0%	31.5%	34.8%	19.0%	8.7%
2020-10	6.1%	30.8%	34.6%	19.5%	9.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公用事业利润两年复合增速降幅扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 5: 9 月多数细分行业价格增速改善, 但数量增速回落

		营收			PPI			数量			利润率		
		2021-08	2021-09	营收增速变化	2021-08	2021-09	PPI增速变化	2021-08	2021-09	数量增速变化	2021-08	2021-09	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	103.2%	88.7%	-14.5%	57.1%	74.9%	17.8%	29.3%	7.9%	-21.5%	18.4%	19.4%	0.9%
	油气开采	42.3%	39.2%	-3.1%	41.3%	43.6%	2.3%	0.7%	-3.0%	-3.7%	24.1%	23.4%	-0.7%
	黑色采矿	52.5%	23.6%	-28.8%	46.1%	29.4%	-16.7%	4.3%	-4.5%	-8.8%	16.7%	16.5%	-0.2%
	有色采矿	11.0%	-0.4%	-11.4%	11.6%	11.7%	0.1%	-0.6%	-10.9%	-10.3%	17.6%	17.4%	-0.2%
	非金属采矿	-3.5%	11.3%	14.8%	3.7%	3.8%	0.1%	-7.0%	7.2%	14.2%	10.1%	10.1%	0.0%
上游 原材料	燃料加工	34.6%	30.2%	-4.4%	35.3%	40.5%	5.2%	-0.5%	-7.3%	-6.8%	6.5%	6.2%	-0.3%
	化工制造	33.3%	25.6%	-7.7%	24.0%	25.5%	1.5%	7.5%	0.1%	-7.4%	10.0%	9.9%	-0.1%
	医药制造	17.3%	3.7%	-13.6%	-0.7%	-0.8%	-0.1%	18.1%	4.5%	-13.6%	21.8%	21.3%	-0.5%
	化纤制造	24.8%	14.1%	-10.7%	24.0%	23.8%	-0.2%	0.6%	-7.9%	-8.5%	6.7%	6.3%	-0.3%
	橡胶塑料	9.0%	7.4%	-1.6%	4.2%	4.5%	0.3%	4.6%	2.8%	-1.8%	5.9%	5.8%	-0.1%
	非金属矿物制品	11.0%	10.9%	-0.1%	2.6%	5.1%	2.5%	8.2%	5.5%	-2.7%	7.9%	7.9%	0.0%
	黑色冶炼	28.2%	23.7%	-4.4%	34.1%	34.9%	0.8%	-4.4%	-8.3%	-3.9%	5.2%	5.1%	-0.1%
	有色冶炼	29.9%	24.7%	-5.2%	21.8%	24.6%	2.8%	6.7%	0.1%	-6.6%	4.4%	4.5%	0.1%
	金属制品	25.0%	16.7%	-8.4%	8.4%	9.0%	0.6%	15.4%	7.0%	-8.3%	4.3%	4.3%	0.0%
中游 制造	通用设备	7.7%	7.9%	0.1%	2.0%	2.4%	0.4%	5.6%	5.3%	-0.3%	6.8%	6.8%	0.0%
	专用设备	11.5%	7.6%	-3.9%	0.7%	0.8%	0.1%	10.7%	6.7%	-4.1%	7.9%	8.1%	0.2%
	汽车制造	-14.0%	-20.6%	-6.6%	-0.3%	-0.2%	0.1%	-13.8%	-20.5%	-6.7%	6.2%	6.2%	-0.1%
	交运设备	9.3%	9.2%	-0.1%	0.8%	0.9%	0.1%	8.4%	8.2%	-0.2%	4.7%	4.8%	0.1%
	电气机械	21.1%	10.4%	-10.7%	5.9%	6.3%	0.4%	14.4%	3.8%	-10.5%	5.3%	5.3%	0.0%
	电子通信	7.8%	13.6%	5.8%	0.7%	1.4%	0.7%	7.0%	12.0%	5.0%	5.4%	5.6%	0.2%
	仪器仪表	10.7%	11.3%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.3%	10.7%	11.7%	1.0%	10.0%	10.3%	0.2%
	其他制造	1.9%	19.0%	17.1%	0.6%	0.8%	0.2%	1.3%	18.0%	16.7%	5.4%	5.4%	0.0%
	废弃资源利用	42.5%	67.3%	24.8%	18.4%	20.1%	1.7%	20.3%	39.2%	18.9%	3.3%	3.3%	0.0%
	金属制品、机械设 备修理	-1.5%	7.1%	8.5%	-0.4%	0.3%	0.7%	-1.1%	6.7%	7.8%	4.8%	4.9%	0.1%
下游 消费	农副食品	6.6%	-2.4%	-9.0%	2.9%	2.5%	-0.4%	3.6%	-4.8%	-8.4%	3.2%	3.1%	-0.1%
	食品制造	0.4%	4.4%	4.0%	1.9%	2.2%	0.3%	-1.5%	2.1%	3.6%	7.5%	7.6%	0.0%
	酒类饮料	5.5%	-35.7%	-41.2%	1.4%	1.4%	0.0%	4.0%	-36.6%	-40.6%	16.7%	17.1%	0.3%
	烟草制品	6.3%	5.7%	-0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	5.7%	5.0%	-0.6%	13.7%	13.2%	-0.5%
	纺织	7.6%	5.3%	-2.3%	6.6%	7.4%	0.8%	1.0%	-1.9%	-2.9%	4.0%	4.0%	0.0%
	纺织服装	5.3%	9.3%	3.9%	0.1%	0.4%	0.3%	5.2%	8.8%	3.6%	4.4%	4.4%	0.0%
	皮革制鞋	2.7%	3.4%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.4%	2.8%	3.1%	0.3%	5.3%	5.1%	-0.2%
	木材加工	5.5%	4.5%	-1.1%	1.4%	1.8%	0.4%	4.1%	2.6%	-1.5%	3.5%	3.5%	0.0%
	家具制造	4.5%	3.6%	-0.9%	0.0%	0.6%	0.6%	4.5%	3.0%	-1.4%	5.2%	5.2%	0.0%
	造纸	11.1%	3.9%	-7.2%	5.7%	5.5%	-0.2%	5.1%	-1.5%	-6.7%	6.1%	6.0%	-0.1%
	印刷	9.3%	5.2%	-4.1%	1.0%	0.9%	-0.1%	8.2%	4.3%	-4.0%	5.2%	5.3%	0.0%
	文体用品	1.1%	4.3%	3.3%	-0.3%	0.7%	1.0%	1.4%	3.6%	2.2%	4.5%	4.6%	0.1%
	公用事业	5.8%	8.2%	2.5%	-0.3%	0.2%	0.5%	6.1%	8.0%	1.9%	4.8%	4.4%	-0.5%
公用 事业	燃气生产	32.7%	33.9%	1.2%	5.6%	8.5%	2.9%	25.6%	23.4%	-2.3%	8.2%	8.0%	-0.2%
	水的生产供应	8.3%	10.2%	2.0%	1.3%	1.3%	0.0%	6.9%	8.8%	1.9%	12.0%	11.5%	-0.4%

 资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 (注: 以上数据均采用 9 月当月同比, 其中数量增速 = $(1 + \text{营收增速}) / (1 + \text{PPI 增速}) - 1$)

图表 6: 9 月工业企业库存增速回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 企业存货和产成品存货增速之差边际回落



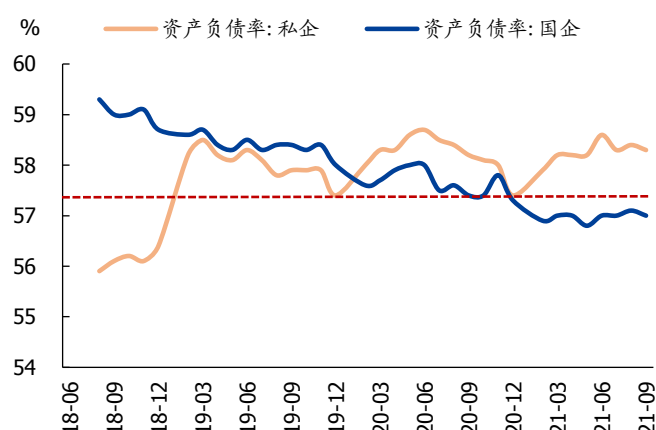
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 国企对私企的挤压有所弱化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 私企资产负债率仍然高于疫前约 1 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

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_28357

