

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

下游景气度落入历史较低区间，政策支持在即

2021年10月27日

摘要:

- **9月工业企业利润保持稳定增长。**1—9月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长44.7%，比2019年1—9月份增长41.2%，两年平均增长18.8%，较1-8月份增速小幅回落0.7个百分点。根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量降，价升，利润率继续下降。本期利润率为连续第4个月下降。从成本率和费用率来看，成本率延续上升趋势，费用率本期由降转升。分行业来看，中上游行业利润增速维持高增，下游制造业、下游消费品继续走弱。
- **下游景气度落入历史较低区间。**从利润占比和利润率来看，下游消费品利润受到较为严重的挤压。下游消费品的利润占比自年初以来不断下降，9月已经大幅低于疫情前水平。利润率也展现出相似的情况，9月下游消费品利润率下降至6.25%，低于2019年同期的6.30%。而其他行业的利润率均明显高于疫情前水平。拉长时间维度，可以发现，下游消费品行业的利润率整体处于历史较低分位，而成本率达到了5年高位。利润率方面，9月农副食品加工、食品制造、纺织服装、皮革制品均处于近5年较低分位。成本率方面，农副食品加工、纺织服装、皮革制品均处于历史较高分位，其中农副食品加工的成本率创了5年新高。这意味着下游消费品的景气度进入历史较低区间。下游消费品景气度较低，主要有两个原因，一是限电限产加大了成本压力，二是终端需求疲软。
- **政策调整叠加下游提价，预计未来下游利润有望边际改善。**首先，10月中下旬以来，煤炭行业的调控政策频繁出台。煤炭增产保供政策的逐步落实，加上政策限价，未来上游涨价受控，下游利润受到的挤压有望得到缓解。其次，海天味业、帝欧家居、东鹏控股等部分下游上市公司已陆续宣布涨价。下游企业提价将会对利润率的回升起到支撑作用。另一方面，10月24日新华社文章《十问中国经济》中表示，“我国扩内需依然后劲充足：14亿人口市场潜力巨大，提振大宗消费、重点消费政策扎实有力”。三季度我国GDP增长4.9%，显示我国经济面临下行压力，我们预计未来数月促消费的政策将会加速出台，推动消费潜力进一步释放。届时下游企业的景气度将会有所改善。
- **风险因素：**国内政策变化超预期；通货膨胀超预期等。

目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、工业企业利润保持稳定增长.....	3
二、下游景气度落入历史较低区间.....	5
三、企业处于“被动补库存”阶段.....	7
四、政策调整叠加下游提价，预计未来下游利润有望边际改善.....	7
风险因素	8

图 目 录

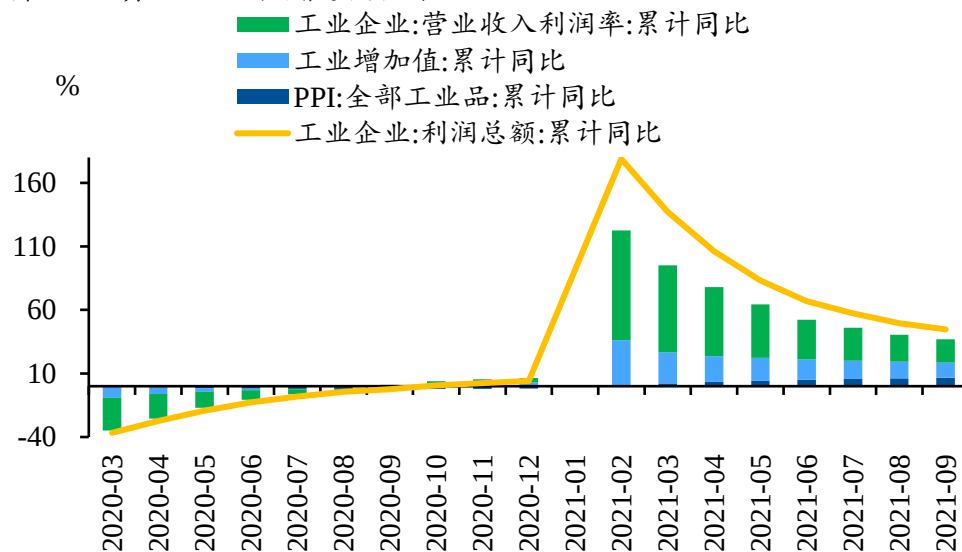
图 1：1-9 月工业企业利润增速小幅回落.....	3
图 2：成本率费用率均上升.....	3
图 3：国企利润增长较快	4
图 4：中上游行业利润维持高增速	4
图 5：9 月上游、下游制造业利润占比上升，中游、下游消费品被压缩.....	5
图 6：下游消费品利润率自年初不断下降	5
图 7：9 月各行业利润率历史分位.....	6
图 8：9 月各行业成本率历史分位.....	6
图 9：企业处入“被动补库存”阶段.....	7

一、工业企业利润保持稳定增长

9月工业企业利润保持稳定增长。1—9月份,全国规模以上工业企业实现利润总额63440.8亿元,同比增长44.7%,比2019年1—9月份增长41.2%,两年平均增长18.8%,较1—8月份增速小幅回落0.7个百分点。9月单月,全国规模以上工业企业利润同比增长16.3%,增速较上月加快6.2个百分点。

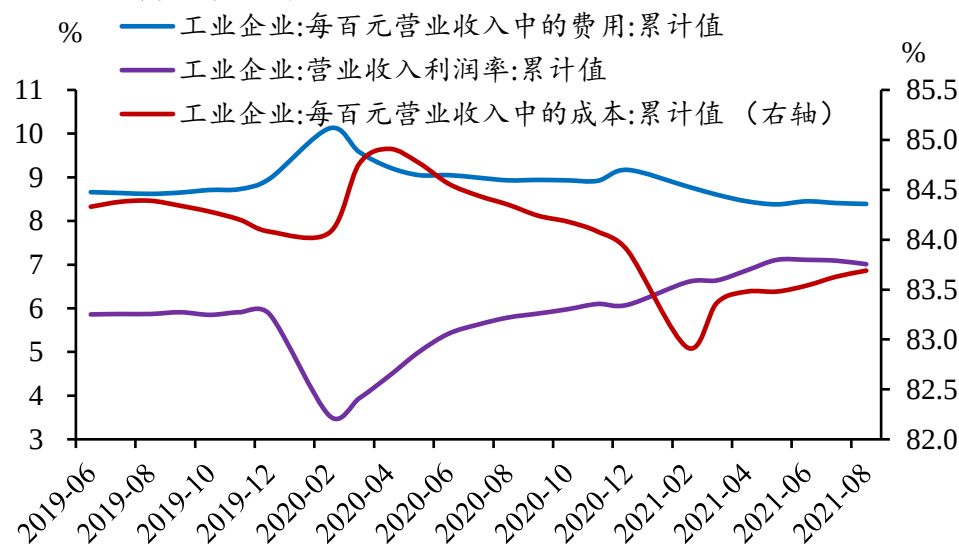
根据三因素框架拆解本期工业企业利润,量降,价升,利润率继续下降。9月份,全国规模以上工业增加值同比增长3.1%,前值为增长5.3%;两年平均增长5.0%,比8月份回落0.4个百分点,对利润增长产生边际拖累。PPI累计同比增长6.7%,较上月加快0.5个百分点,是利润的主要拉动项。1—9月利润率为6.96%,较上月下降0.05个百分点。从成本率和费用率来看,成本率延续上升趋势,费用率本期由降转升。

图 1: 1-9 月工业企业利润增速小幅回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

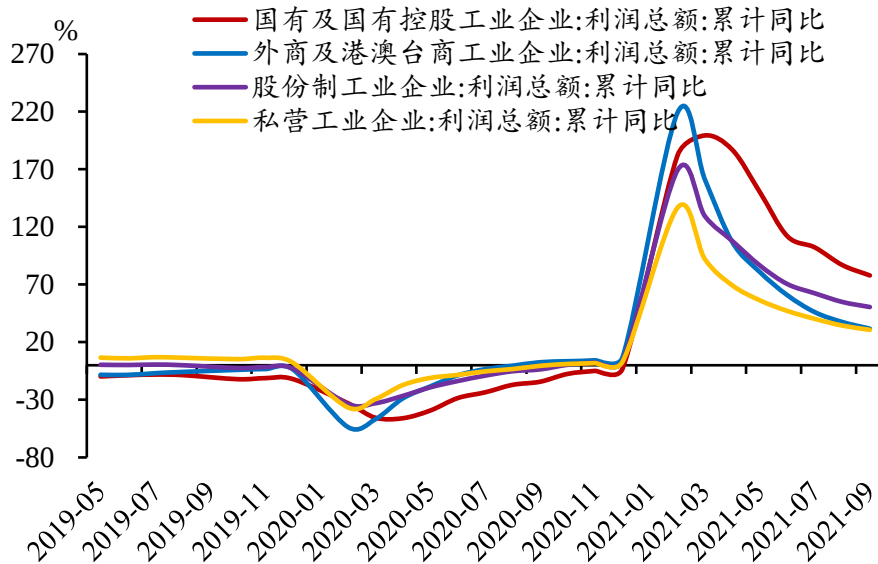
图 2: 成本率费用率均上升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

国企利润增长较快。1—9月份,规模以上工业企业中,国有控股企业实现利润总额19850.5亿元,同比增长77.9%;股份制企业实现利润总额45209.0亿元,增长50.5%;外商及港澳台商投资企业实现利润总额16978.0亿元,增长31.7%;私营企业实现利润总额18606.3亿元,增长30.7%。

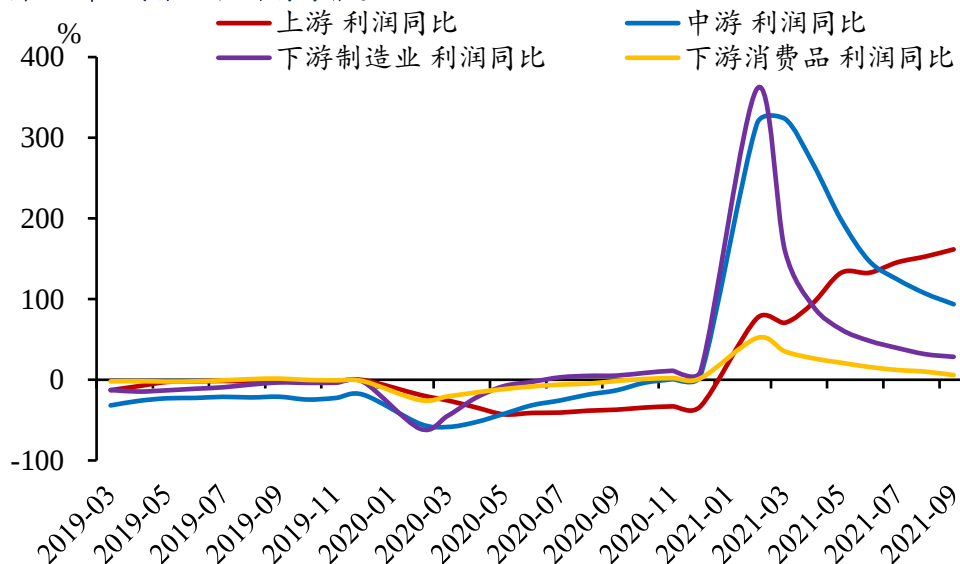
图 3：国企利润增长较快



资料来源：万得，信达证券研发中心

分行业来看，中上游行业利润增速维持，下游制造业、下游消费品继续走弱。按照我们对于上中下游行业的分类，2021年1-9月，上游采选业利润同比增长1.61倍，较上月涨幅扩大8.8个百分点。中游原材料加工业同比增长93.7%，较上月增速回落13.2个百分点。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业利润总额同比增长9.30倍，石油和天然气开采业增长2.67倍，煤炭开采和洗选业增长1.72倍，有色金属冶炼和压延加工业增长1.62倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长1.45倍，化学原料和化学制品制造业增长1.27倍。下游制造业同比增长28.4%，较上月回落3.2个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业增长38.7%，通用设备制造业增长17.9%，专用设备制造业增长17.8%，汽车制造业增长1.2%。下游消费品增速为5.8%，较上月回落4.3个百分点，回落幅度有所扩大。

图 4：中上游行业利润维持高增速

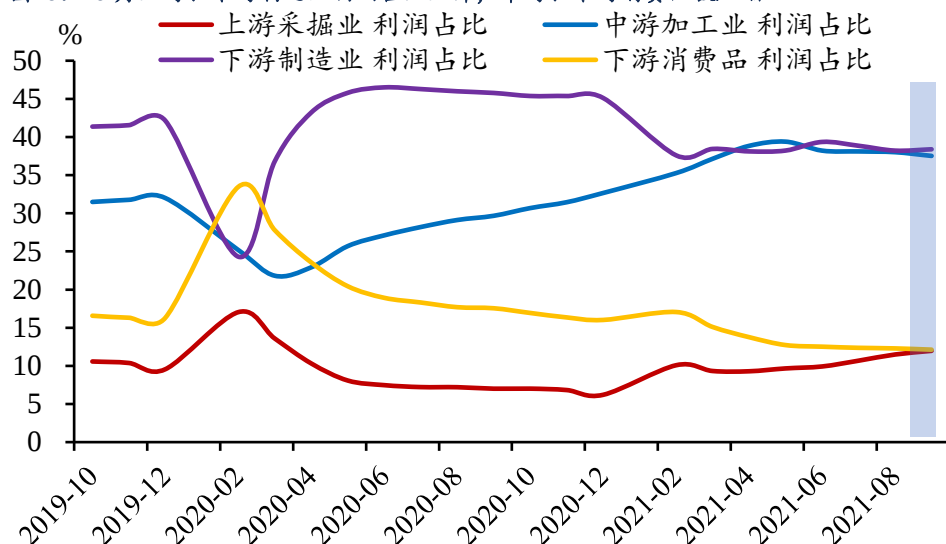


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、下游景气度落入历史较低区间

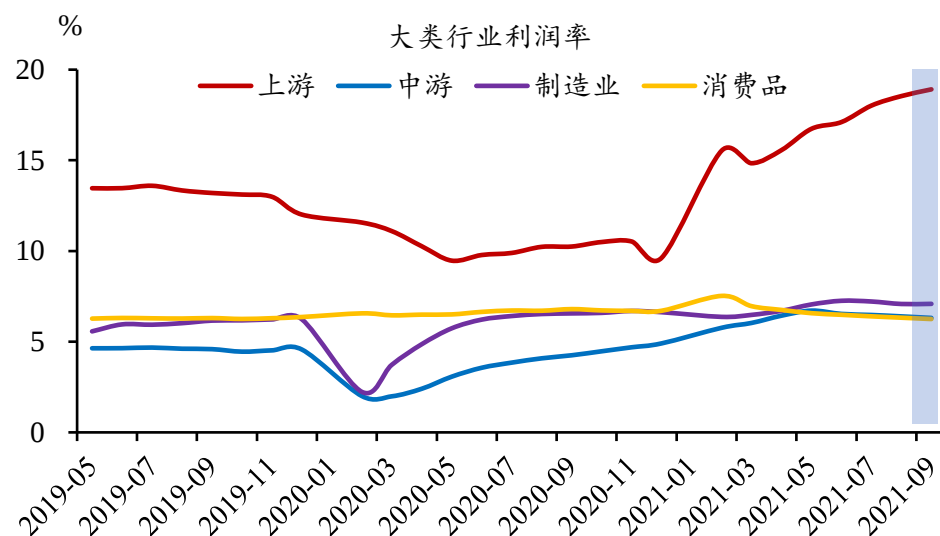
从利润占比和利润率来看，下游消费品利润受到较为严重的挤压。9月上游采矿业和下游制造业利润占比分别较上月提升0.48、0.17个百分点。中游利润占比下降0.49个百分点，下游消费品下降0.16个百分点。下游消费品的利润占比自年初以来不断下降，9月已经大幅低于疫情前水平。利润率也展现出相似的情况，9月下游消费品利润率下降至6.25%，较上月下降0.07个百分点，低于2019年同期的6.30%。而其他行业的利润率均高于疫情前水平。

图 5：9月上游、下游制造业利润占比上升，中游、下游消费品被压缩



资料来源:万得, 信达证券研发中心

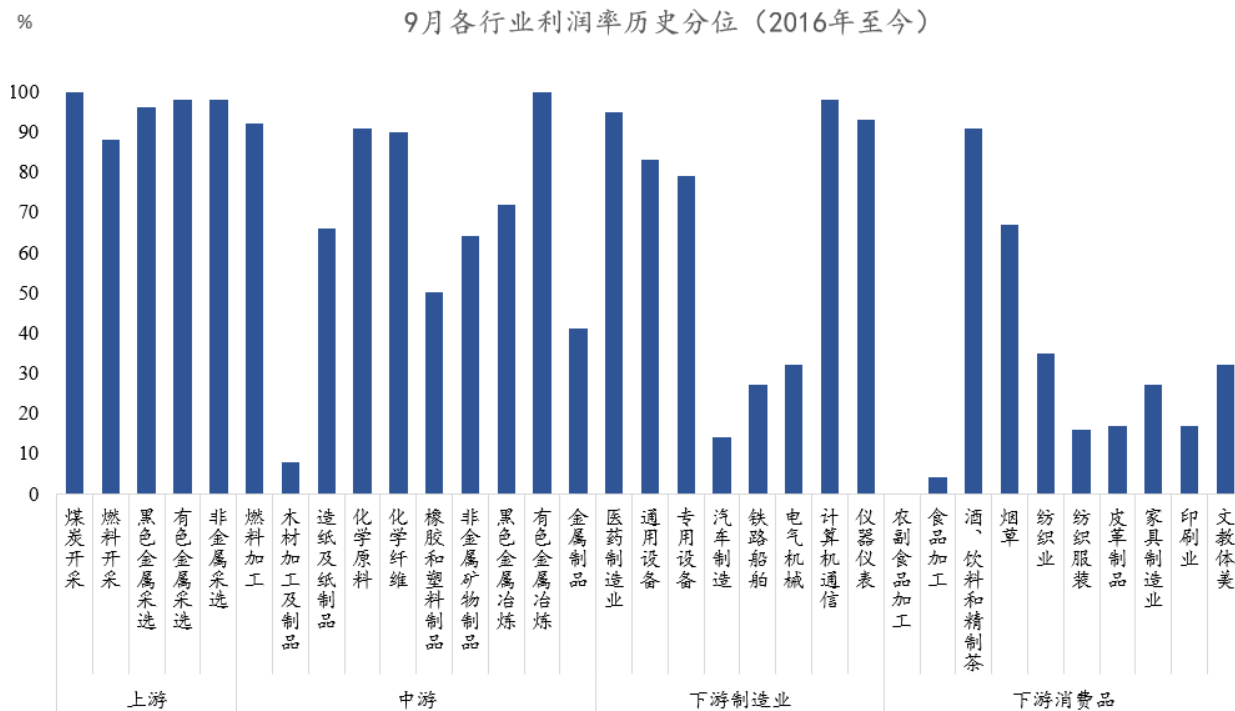
图 6：下游消费品利润率自年初不断下降



资料来源:万得, 信达证券研发中心

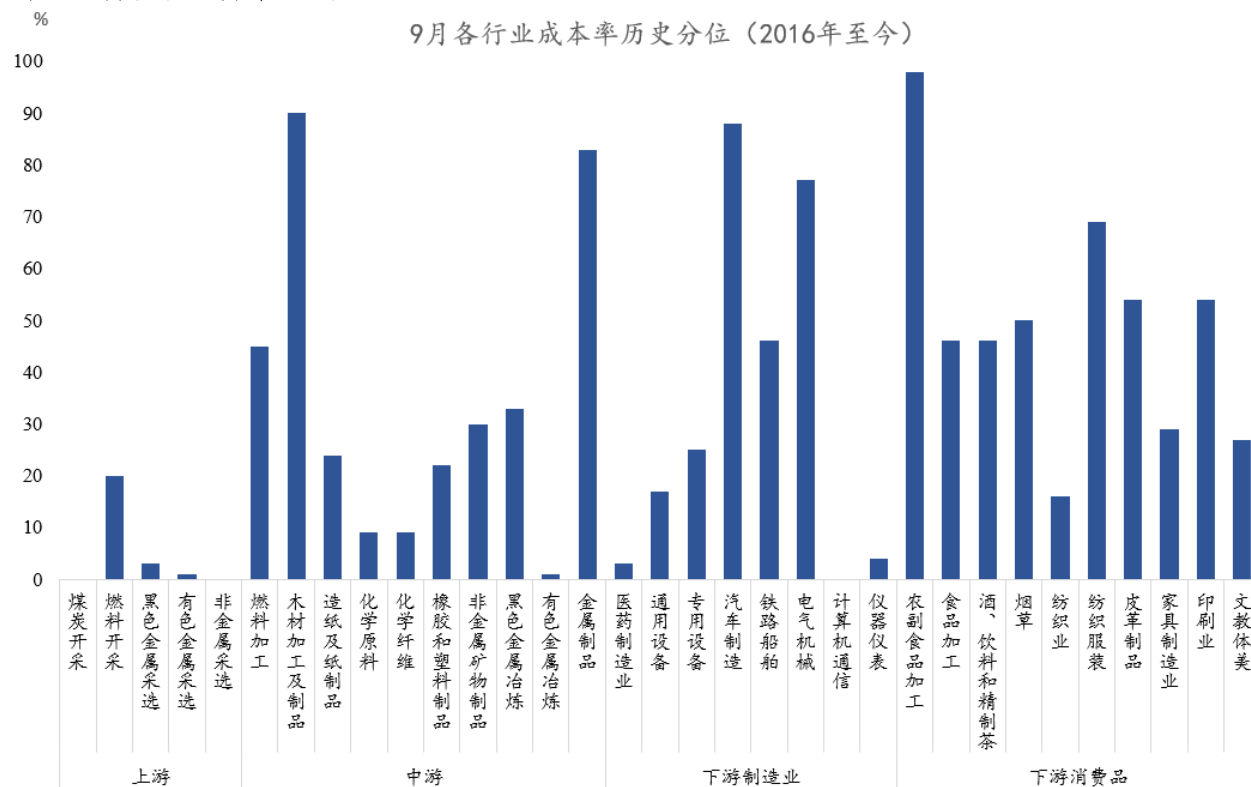
拉长时间维度，可以发现，下游消费品行业的利润率整体处于历史较低分位，而成本率达到了5年高位。我们根据工业企业的营收、利润、成本，计算了各行业近5年的利润率和成本率。利润率方面，9月农副食品加工、食品制造、纺织服装、皮革制品均处于近5年较低分位。成本率方面，农副食品加工、纺织服装、皮革制品均处于历史较高分位，其中农副食品加工的成本率创了5年新高。这意味着下游消费品的景气度进入历史较低区间。其他大类行业中，汽车制造和电气机械的成本率也位于近5年偏高水平。

图 7：9 月各行业利润率历史分位



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：9 月各行业成本率历史分位



资料来源:万得, 信达证券研发中心

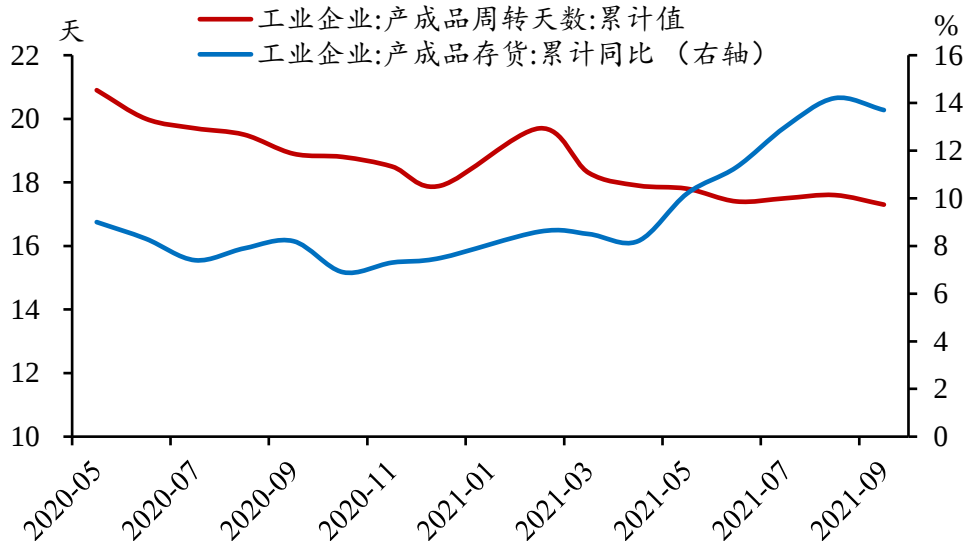
下游消费品景气度较低，一是限电限产加大了成本压力，二是终端需求疲软。我们在前期报告《关注限电限产对于企业利润的影响》中提出，限电限产导致上游供需缺口加大，PPI 预计保持高位甚至突破前期高点，利润向上游集中的趋势恐怕难以改变，中下游企业利润将继续承压。本期的利润数据证实了我们的推断。限电限产驱动产业链上游涨价，下游行业面临更大的成本压力。另一方面，终端需求较为疲软，疫情反复致使中低端收入群体的

消费意愿降低，9月社零数据显示消费复苏依然低迷。需求偏弱的背景下，企业涨价的能力受到限制。

三、企业处于“被动补库存”阶段

企业位于“被动补库存”阶段。9月末，规模以上工业企业产成品存货5.15万亿元，增长13.7%，同比增速较8月末回落0.5个百分点。产成品存货周转天数为17.3天，比8月末减少0.3天。本期虽然产成品存货和产成品周转天数均出现下降，但前期“产成品存货上升、产成品周转天数上升”的组合已连续出现三个月，再加上终端需求依旧偏弱，我们认为企业已处于“被动补库存”阶段。

图9：企业处于“被动补库存”阶段



资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、政策调整叠加下游提价, 预计未来下游利润有望边际改善

政策限制煤价上涨, 下游成本压力可能会有所缓解。10月中下旬以来, 煤炭行业的调控政策频繁出台。10月19日, 国家发展改革委发布《国家发展改革委研究依法对煤炭价格实行干预措施》, 表示将充分运用《价格法》规定的一切必要手段, 研究对煤炭价格进行干预的具体措施, 促进煤炭价格回归合理区间, 促进煤炭市场回归理性, 确保能源安全稳定供应, 确保人民群众温暖过冬。10月22日, 国家发展改革委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会, 研究制止煤炭企业牟取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施。煤炭增产保供政策的逐步落实, 加上政策限价, 未来上游涨价受控, 下游利润受到的挤压有望得到缓解。

部分下游上市公司已陆续宣布涨价。10月12日, 海天味业发布公告称, 由于各主要原材料、运输、能源等成

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_28358

