

利润格局或迎来边际改善，制造业投资有望保持平稳增长

9月工业企业利润数据点评

证券研究报告

2021年10月27日

● 核心结论

事件：2021年1-9月，规模以上工业企业营收同比增长22.2%，前值23.9%；两年复合增速为9.7%，前值9.8%。规上工业企业利润同比增长44.7%，前值49.5%；两年复合增速为18.8%，前值19.5%。单月来看，9月规上工业企业利润总额当月同比增长16.3%，前值10.1%；两年复合增速13.2%，前值14.5%。

量和成本的支撑作用进一步弱化。从两年复合增速来看，利润总额增速继续放缓，由8月的14.5%降至9月的13.2%，连续两个月回落，主要与限电限产造成的工业生产量的缩减以及成本降幅收窄导致利润率支撑作用弱化有关。

利润分化格局延续，上游利润占比续创年内新高。从上中下游的利润格局来看，结构上继续向上游倾斜。根据测算，1-9月上游采矿业+原材料制造业利润占比达到40.1%，为年内首次突破40%。上中下游产业链之间利润分配结构的失衡局面反映了不同企业间盈利状况的不平衡，对生产、投资、消费甚至就业均会带来负面影响，随着近期政策加强对煤炭等大宗商品价格的引导，预计行业间利润分配不平衡的局面有望得到缓解。

产成品库存边际回落，国有和股份制企业利润保持高增。9月末规上工业企业产成品存货两年复合增速由8月的11.0%小幅回落至10.9%。库存增速的回落反映当前企业正由被动补库存向主动去库存过渡。从两年复合同比增速来看，虽然1-9月各类型企业增速基本均呈下滑趋势，但国有和股份制企业利润总额增速依然保持在较高水平。预计主要与各类型企业在产业链中所处位置不同有关，上游采矿和原材料行业中国有和股份制企业占比较高，利润受涨价因素的提振较为明显。

利润格局边际改善叠加基建发力，四季度制造业投资有望保持平稳增长。10月中旬以来，焦煤、焦炭、动力煤、铁矿石等部分原材料价格明显回落，截至10月26日收盘，南华工业品指数自月内高点下降8.5%。这与国家不断强化大宗商品保价稳供政策的执行力度有关，上游成本上涨压力的缓解也有助于中下游制造业企业利润的修复，增强企业的开工意愿。此外，在四季度全面宽松预期降温情况下，财政发力的必要性有所提升，随着8月份专项债发行开始提速，预计将在四季度开始形成实物工作量，基建投资的加速也有利于稳定制造业投资的增长。今年1-9月，制造业投资两年复合同比增速为3.3%，与前值持平，结束了年内连续6个月的回升态势。我们认为，以上积极因素有望对冲需求端下行压力，四季度制造业投资的平稳增长仍有保障。

风险提示：国内经济超预期下行；国内政策超预期变化

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

分析师



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、事件：国家统计局发布9月工业企业利润数据	3
二、量和成本的支撑作用进一步弱化	3
三、利润分化格局延续，上游利润占比续创年内新高	4
四、产成品库存边际回落，但仍处高位	5
五、国有和股份制企业利润保持高增或受涨价因素提振	6
六、利润格局边际改善叠加基建发力，四季度制造业投资有望保持平稳增长	7
七、风险提示	7

图表目录

图1：分行业营收利润率变化（%）	4
图2：2021年1-9月分行业营收和利润两年复合增速情况	5
图3：利润格局继续向上游倾斜	5
图4：产成品存货和周转天数变化情况	6
图5：9月各类型企业利润总额两年复合同比增速	6
图6：制造业投资累计同比增速	7

一、事件：国家统计局发布9月工业企业利润数据

2021年1-9月，规模以上工业企业营收同比增长22.2%，前值23.9%；两年复合增速为9.7%，前值9.8%。规上工业企业利润同比增长44.7%，前值49.5%；两年复合增速为18.8%，前值19.5%。单月来看，9月规上工业企业利润总额当月同比增长16.3%，前值10.1%；两年复合增速13.2%，前值14.5%。

二、量和成本的支撑作用进一步弱化

9月利润总额当月同比增速虽然较前值大幅回升6.2个百分点，但从两年复合增速来看，利润增速继续放缓，由8月的14.5%降至9月的13.2%，连续两个月回落。我们从“量、价、利润率”角度进行拆解分析：

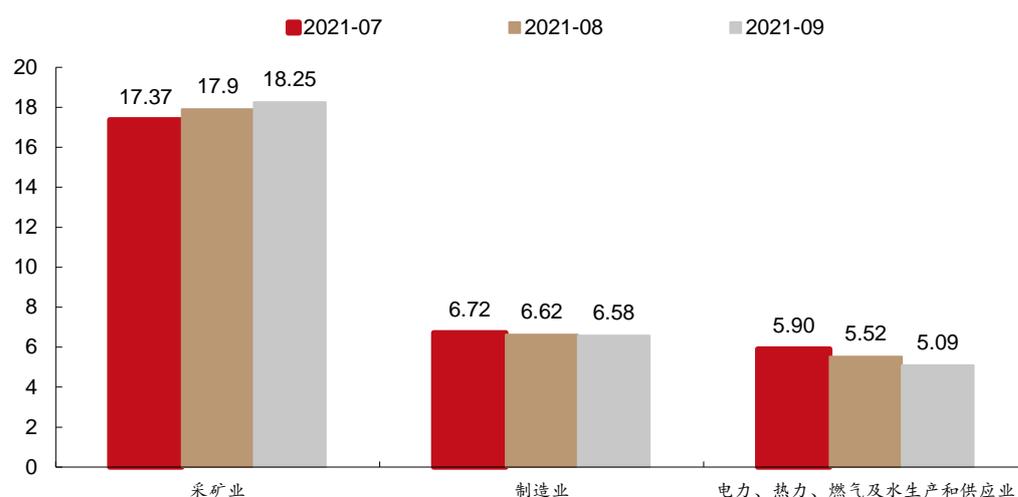
从“量”的表现来看，9月规上工业增加值同比增长3.1%，两年复合增速为5%，两项指标均弱于前值，“量”对利润增速的贡献继续减弱，主因与9月限电限产政策执行力度边际强化及需求走弱有关，工业生产量的下降较为明显，拖累工业企业盈利表现。

从“价”的特征来看，9月PPI同比10.7%，创历史新高。结构上，PPI非均衡上升的情况依然突出，同比升幅较大的行业主要集中在煤炭开采(+74.9%)、石油天然气开采(+43.6%)、石油煤炭加工(+40.5%)、黑色冶炼(+34.9%)等上游采矿和原材料制造业，价格因子对工业企业利润依然保持较为显著的支撑作用。

利润率变化方面，9月规上工业企业营收利润率为6.96%，较去年同期增加1.08个百分点，增幅续创年内新低，表明利润率方面的支撑作用继续减弱。从成本和费用角度看，9月工业企业每百元营收中的成本和费用分别为83.73元和8.41元，较去年同期分别下降0.51元和0.53元，降幅低于8月份的0.66元和0.54元，成本降幅的大幅收窄是导致利润率支撑弱化的主因。从结构上看，9月采矿业、制造业、公用事业营收利润率较去年同期分别提升8.54、0.94和-1.67个百分点，8月则分别提升8.20、1.08和-1.19个百分点，采矿业利润率变化与PPI走强相关性较高，升幅延续扩大态势，而上游原材料成本的上涨对制造业、公用事业利润的压制依然明显，尤其是公用事业，利润率降幅明显扩大，主要与动力煤价格上涨对燃煤发电企业利润的侵蚀有关。

综上，利润总额复合增速的回落延续了8月的逻辑，主要与限电限产造成的工业生产量的缩减以及成本降幅收窄导致利润率支撑作用弱化有关。

图1：分行业营收利润率变化（%）



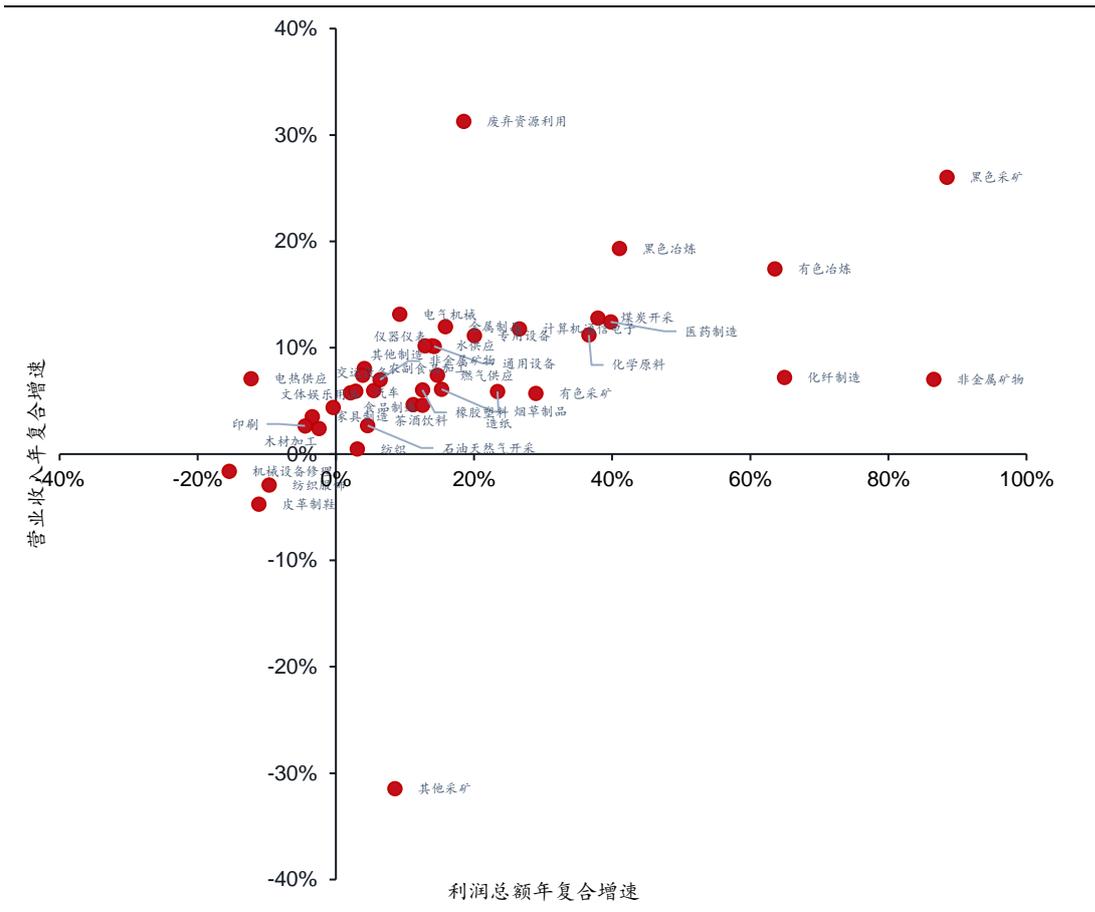
资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、利润分化格局延续，上游利润占比续创年内新高

分行业来看，1-9月利润总额两年复合同比增速边际改善较为明显的行业有煤炭开采（+6.9%）、机械设备修理（+2.6%）、文体娱乐用品（+1.8%）、有色冶炼（+1.7%）、纺织业（+1.1%），上游的石油、煤炭及其他燃料加工业（-13.7%）和化学纤维制造业（-11.4%）等行业虽然利润复合增速回落幅度较大，但同比增速依然位居高位。值得注意的是，1-9月电力、热力的生产和供应业利润总额同比下降12.3%，降幅较1-8月扩大4.6个百分点，煤炭供应短缺，煤价上涨，叠加电价缺乏弹性，导致电力企业利润遭受挤压。

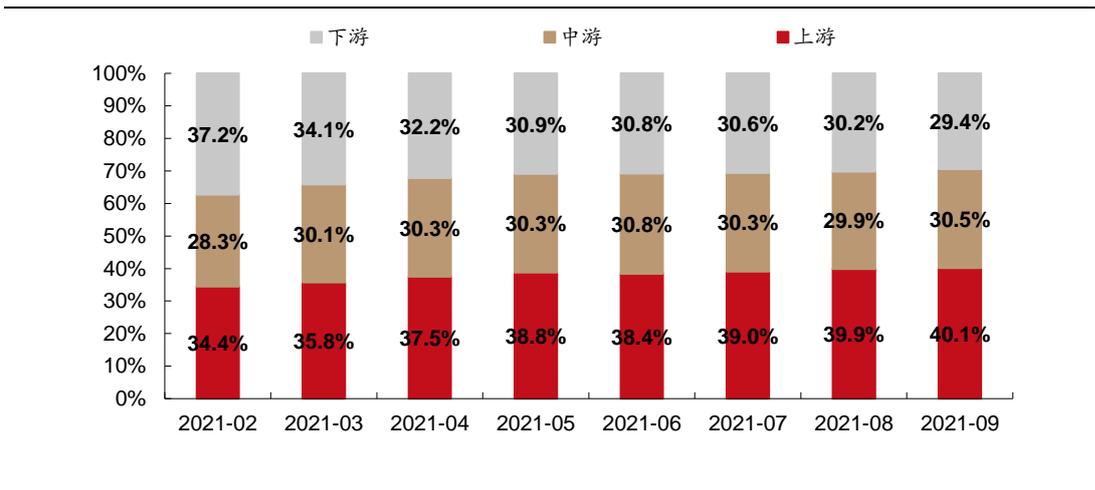
从上中下游的利润格局来看，结构上继续向上游倾斜。根据测算，1-9月上游采矿业+原材料制造业利润占比达到40.1%，为年内首次突破40%，中游装备制造业利润小幅回升至30.5%，下游消费品等行业利润占比跌破30%，滑落至29.4%。上中下游产业链之间利润分配结构的失衡局面反映了不同企业间盈利状况的不平衡，对生产、投资、消费甚至就业均会带来负面影响，随着近期政策加强对煤炭等大宗商品价格的引导，预计行业间利润分配不平衡的局面有望得到缓解。

图2：2021年1-9月分行业营收和利润两年复合增速情况



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：利润格局继续向上游倾斜



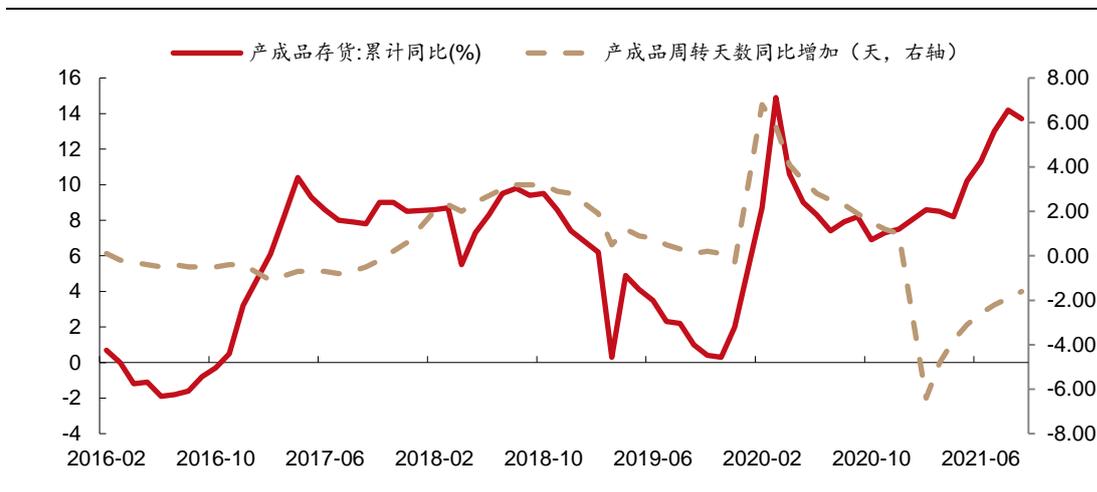
资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、产成品库存边际回落，但仍处高位

9月末规上工业企业产成品存货同比增长13.7%，较8月下降0.5个百分点，两年复合增速由8月的11%小幅回落至10.9%。从产成品周转天数来看，9月末为17.3天，同比减

少 1.5 天，同比降幅继续收窄。库存增速的回落反映当前企业正由被动补库存向主动去库存过渡：一方面，能耗双控政策影响下，高能耗企业开工补库意愿削弱；另一方面，地产调控政策叠加疫情反复制约消费和投资修复，经济增速很可能进一步走弱，需求端对企业生产的支撑作用也在减弱。预计四季度库存增速可能进一步回落。

图 4：产成品存货和周转天数变化情况



资料来源：Wind，西部证券研发中心

五、国有和股份制企业利润保持高增或受涨价因素提振

从两年复合同比增速来看，虽然 1-9 月各类型企业增速基本均呈下滑趋势，但国有和股份制企业利润总额增速依然保持在较高水平，读数分别为 23.5%和 20.4%，私营工业企业表现不佳，1-9 月两年复合增速仅为 14%，虽与前值持平，但位居各类型企业末位。预计主要与各类型企业在产业链中所处位置不同有关，上游采矿和原材料行业中国有和股份制企业占比较高，利润受涨价因素的提振较为明显。

图 5：9 月各类型企业利润总额两年复合同比增速

■ 2021-07 ■ 2021-08 ■ 2021-09

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_28368

