

2021年10月28日

策略研究

研究所
证券分析师：胡国鹏 S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn
证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

上游利润高点将至，中游制造边际改善

——9月工业企业利润数据点评

最近一年走势



相关报告

事件：

10月27日，国家统计局公布：1-9月份，全国规模以上工业企业利润同比增长44.7%，两年复合增长18.8%，相较1-8月增速继续回落。

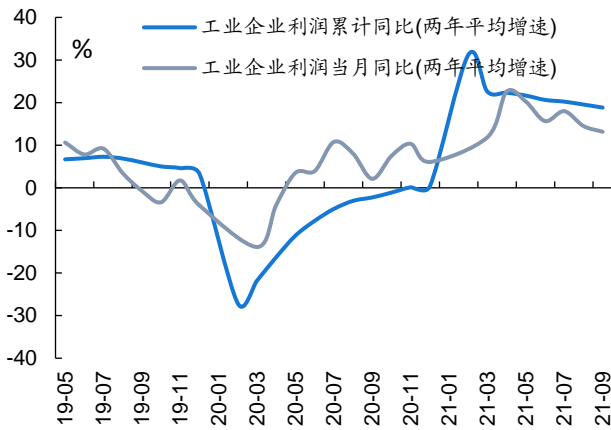
投资要点：

- **核心观点：**1、9月规上工业企业利润增速趋势性下行，与经济下行走势相一致。2、现阶段上下游工业企业利润分化已走向极致，伴随近期保供稳价政策的密集出台，后续上游行业利润高点将至，利润分配有望逐步向中下游行业倾斜。3、9月以电子设备、专用设备为代表的设备制造业板块利润占比回升，景气度边际改善。4、9月工业产成品库存水平高位回落，四季度工业企业或转向主动去库存。
- **9月工业企业累计利润增速延续下行趋势，当月增速边际回升。**1-9月规上工业企业利润总额同比增速为44.7%，两年复合增速为18.8%，较前值分别回落4.8和0.8个百分点，累计利润增速延续今年以来的逐月回落趋势。从单月来看，9月规上工业企业利润总额环比回升，当月同比由前值10.1%上升至16.3%，剔除基数影响后，两年复合增速相较8月仍有回落。整体来看，随着疫情因素与汛情影响的消解，9月工业企业利润水平较8月边际回升，但整体利润增速仍未脱离下行区间。
- **营收增速回落，成本压力加剧，工业企业整体利润率持续下滑。**营收方面，1-9月规上工业企业营业收入同比增速为22.2%，两年复合增速为9.7%，较前值分别回落1.7和0.1个百分点，在“能耗双控”政策与部分地区“拉闸限电”的影响下，9月工业增加值降幅环比扩大，“量”的回落是掣肘企业9月营收水平的重要因素之一。成本方面，1-9月规上工业企业每百元营业收入中的费用和成本为8.41元和83.73元，环比前值小幅提升，从工业的三大门类来看，9月采矿业营收成本回落，制造业与公共事业营收成本加速上行，在9月PPI再创新高的背景下，中下游工业企业成本端压力加剧。利润率方面，9月规模以上工业企业整体营收利润为6.96%，延续回落态势。从细分行业来看，除煤炭开采行业利润率持续提升以外，9月酒水饮料、仪器仪表、专用设备和电子设备行业利润率环比回升。
- **从行业利润分配角度来看，上下游行业利润分配分化趋势延续，设**

备制造业板块利润占比环比提升。9月上游行业（包括采矿业和原材料加工业）利润累计占比为24.33%，环比8月提升0.26个百分点，整体工业企业利润分配进一步向上游倾斜。从具体行业来看，9月利润占比提升行业主要集中在上游采矿业与中游设备制造业板块。在上游行业中，煤炭开采（6.45%）、非金属矿采选（0.45%）、有色冶炼（3.60%）利润占比持续上升，而黑色金属和石油相关行业利润占比下降。在中游制造行业中，工业品制造业板块转价能力偏弱，设备制造业板块利润占比回升，其中电子设备（8.63%）、电气机械（4.92%）、专用设备（3.33%）等中高端制造行业利润占比环比增长明显，增长幅度分别为0.40、0.05、0.11个百分点。与此同时，下游消费品制造业与公用事业行业9月工业企业利润占比均有回落。

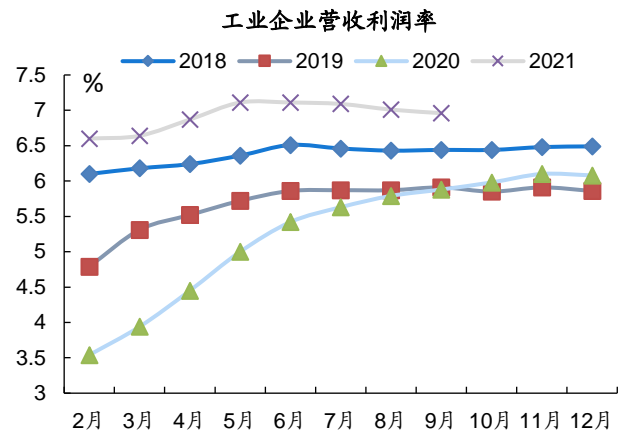
- **从细分行业两年复合利润增速来看，上游行业利润累计增速依旧领先，中下游行业利润累计增速环比8月相对改善。**从工业的三大门类来看，采矿业、制造业和公用事业1-9月两年复合利润增速分别为28.22%、20.20%和-6.72%，相比1-8月累计利润两年复合增速来看，采矿业提高3.55个百分点，制造业下滑0.93个百分点，公用事业下降3.85个百分点，上游部门依旧存在明显优势。从具体细分行业来看，1-9月累计利润增速两年复合值超过30%的行业包括黑色采选（88.46%）、煤炭加工（86.59%）、化纤制造（64.94%）、有色冶炼（63.55%）、黑色冶炼（41.08%）、医药制造（39.79%）、煤炭开采（37.94%）、化学原料制造（36.62%），其中上游行业依旧占据众多席位。从细分行业环比变化来看，19个行业累计利润增速出现改善，其中包含13个中下游行业，电子制造、金属机械和设备修理、文体娱乐制造累计业绩增速改善明显，分别提高4.49、2.62和1.83个百分点，其中电子制造1-9月累计利润两年复合增速达到26.57%，金属机械和设备修理和文体娱乐制造增速绝对值依然为负。
- **上游行业景气高点将至，中游制造业景气逐步回升。**9月在以煤炭为代表的上游部门利润表现仍然占优，但随着10月保供稳价政策的密集出台，未来上游原材料价格大概率呈回落态势，PPI-CPI剪刀差趋于收窄。在此形势下，上游行业利润增速将有所回落，中游制造业盈利能力或得到优先改善。从9月的细分行业利润来看，中下游制造业中以电子设备、专用机械为代表的中高端制造行业利润水平已有边际改善。与此同时，虽然四季度经济相比三季度有望好转，但当前需求疲弱仍是制约价格传导的最大因素，同时考虑到点状疫情扩散的风险，后续消费制造业企业利润回升拐点仍需观察。
- **库存水平高位回落，工业企业转向主动去库存。**9月规上工业企业产成品存货同比增长13.70%，较8月回落0.5个百分点，终止了自今年5月以来持续4个月的补库周期，库存特征由“被动补库存”转向“主动去库存”。当前工业企业产成品存货水平仍处于2015年以来高位，在经济偏弱运行形势下，四季度企业库存或进入去化阶段。
- **风险提示：**流动性收紧超预期，经济失速下行，疫情超预期恶化等

图 1: 1-9 月工业企业利润延续下行趋势



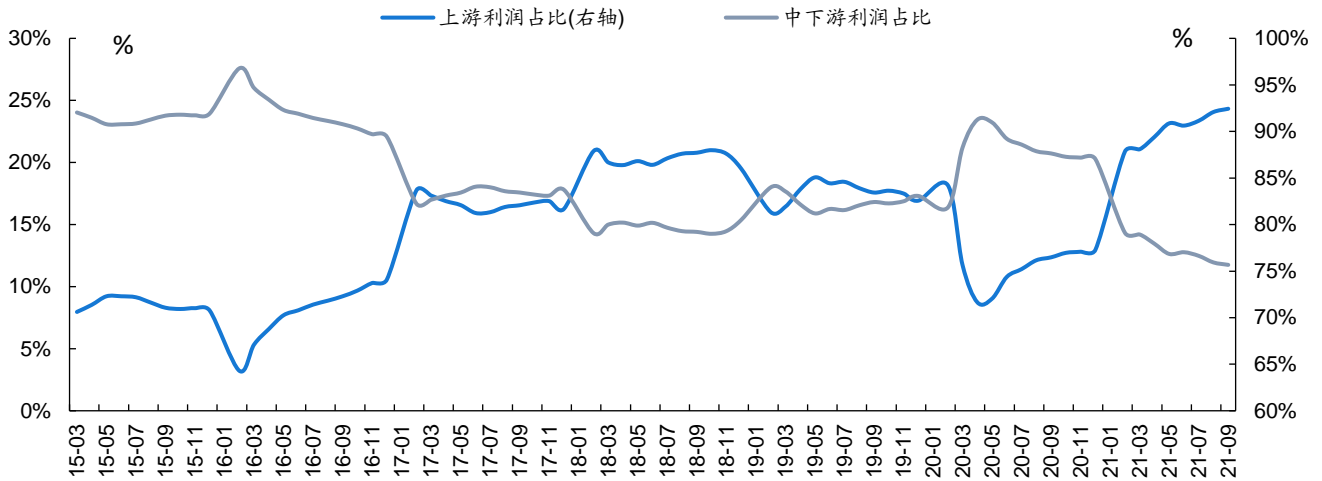
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 9 月工业企业营收利润率继续下滑



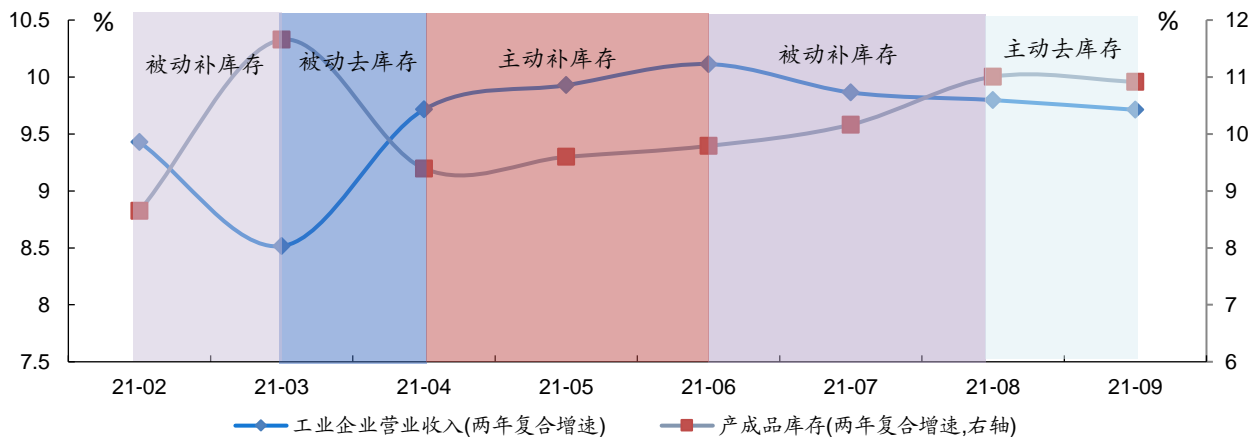
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 9 月上下游行业利润分配分化趋势延续



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 9 月工业企业产成品库存高位回落, 库存特征转向主动去库存



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 9 月大部分行业营收利润率下滑, 各行业大类内部景气度分化

行业营收利润率 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月
采矿业	石油和天然气开采业	↓	23.41%	24.15%	23.63%	23.18%
	煤炭开采和洗选业	↑	19.37%	18.43%	17.80%	17.01%
	有色金属矿采选业	↓	17.41%	17.58%	17.24%	16.72%
	黑色金属矿采选业	↓	16.48%	16.66%	16.56%	13.84%
	非金属矿采选业	↓	10.09%	10.12%	9.52%	9.25%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	6.21%	6.50%	6.82%	6.94%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	5.06%	5.21%	5.33%	5.65%
	有色金属冶炼及压延加工业	↑	4.52%	4.43%	4.30%	4.31%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↓	3.51%	3.52%	3.54%	3.49%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.86%	10.00%	10.10%	9.88%
	化学纤维制造业	↓	6.33%	6.66%	6.72%	6.86%
	橡胶和塑料制品业	↓	5.77%	5.87%	5.97%	5.98%
	非金属矿物制品业	↑	7.93%	7.89%	7.89%	7.87%
设备制造业	金属制品业	↓	4.31%	4.33%	4.29%	4.27%
	通用设备制造业	↓	6.79%	6.84%	6.81%	6.86%
	专用设备制造业	↑	8.05%	7.85%	7.86%	8.77%
	汽车制造	↓	6.16%	6.23%	6.56%	6.71%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↑	4.79%	4.65%	4.81%	4.76%
	电气机械及器材制造业	↓	5.27%	5.29%	5.27%	5.27%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↑	5.55%	5.40%	5.58%	5.45%
	仪器仪表制造业	↑	10.26%	10.01%	10.03%	9.79%
消费品制造业	农副食品加工业	↓	3.12%	3.19%	3.27%	3.33%
	食品制造业	↑	7.55%	7.54%	7.67%	7.88%
	酒、饮料和精制茶制造业	↑	17.06%	16.71%	17.03%	17.40%
	烟草制品业	↓	13.18%	13.67%	14.14%	14.56%
	纺织服装、服饰业	↓	4.37%	4.38%	4.26%	4.19%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↓	5.13%	5.32%	4.80%	4.81%
	家具制造业	↓	5.22%	5.23%	5.19%	4.68%
	造纸及纸制品业	↓	5.99%	6.06%	6.40%	6.78%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	5.27%	5.24%	5.24%	5.21%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	4.56%	4.51%	4.47%	4.39%
公用事业	医药制造业	↓	21.25%	21.77%	21.82%	21.36%
	电力、热力的生产和供应业	↓	4.36%	4.82%	5.26%	5.57%
	燃气生产和供应业	↓	8.02%	8.20%	8.51%	8.68%
	水的生产和供应业	↓	11.54%	11.97%	11.33%	10.43%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 9 月煤炭开采行业利润占比持续扩大, 设备制造业利润占比逐步提升

行业利润占比 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月
采矿业	煤炭开采和洗选业	↑	6.45%	5.87%	5.25%	4.90%
	石油和天然气开采业	↓	2.40%	2.46%	2.37%	2.28%
	黑色金属矿采选业	↓	1.15%	1.17%	1.14%	0.90%
	有色金属矿采选业	↓	0.60%	0.60%	0.58%	0.56%
	非金属矿采选业	↑	0.45%	0.44%	0.42%	0.40%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	3.91%	4.08%	4.24%	4.25%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	5.78%	5.95%	6.02%	6.33%
	有色金属冶炼及压延加工业	↑	3.60%	3.49%	3.33%	3.33%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	0.37%	0.37%	0.37%	0.36%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.20%	9.27%	9.23%	9.02%
	化学纤维制造业	↓	0.74%	0.78%	0.78%	0.77%
	橡胶和塑料制品业	↓	1.89%	1.91%	1.93%	1.93%
	非金属矿物制品业	↑	5.83%	5.74%	5.67%	5.59%
设备制造业	金属制品业	↑	2.29%	2.27%	2.21%	2.14%
	通用设备制造业	↓	3.61%	3.62%	3.59%	3.60%
	专用设备制造业	↑	3.33%	3.22%	3.20%	3.78%
	汽车制造	↓	5.99%	6.13%	6.54%	6.82%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↑	0.68%	0.64%	0.66%	0.65%
	电气机械及器材制造业	↑	4.92%	4.87%	4.77%	4.72%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↑	8.63%	8.23%	8.41%	8.18%
	仪器仪表制造业	↑	1.01%	0.97%	0.96%	0.93%
消费品制造业	农副食品加工业	↓	1.89%	1.93%	1.97%	2.01%
	食品制造业	↑	1.80%	1.78%	1.79%	1.86%
	酒、饮料和精制茶制造业	↓	3.17%	3.23%	3.30%	3.40%
	烟草制品业	↓	2.07%	2.17%	2.27%	2.37%
	纺织服装、服饰业	↑	0.72%	0.71%	0.67%	0.65%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↓	0.64%	0.65%	0.59%	0.58%
	家具制造业	↑	0.46%	0.46%	0.45%	0.40%
	造纸及纸制品业	↓	1.02%	1.03%	1.08%	1.15%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	0.43%	0.42%	0.42%	0.41%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	0.73%	0.71%	0.70%	0.68%
公用事业	医药制造业	↓	7.13%	7.29%	7.28%	7.11%
	电力、热力的生产和供应业	↓	3.91%	4.32%	4.62%	4.80%
	燃气生产和供应业	↓	1.02%	1.04%	1.09%	1.12%

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_28434

