

2021年10月工业企业利润数据点评

私营企业仍需政策支持

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001

ZHANGDELI1586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事件：2021年1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额71649.9亿元，同比增长42.2%，比2019年1-10月份增长43.2%，两年平均增长19.7%。

1、10月利润增速止跌回暖。从量、价和利润率三个维度拆分，价格（PPI同比）和利润率（工业企业营业收入利润率）双双推动10月工业企业利润的上升。而10月单月的生产回暖有限，尚未以“量”（工业增加值）的形式体现在工业企业利润改善中。

2、利润仍集中于上游采矿和中游原材料行业的国企。分所有制看，国企利润两年平均增速仍是最高的，且环比回升幅度最大。分行业看，上游和中游原材料行业的利润两年平均增速多数回升，而中游制造和下游行业的利润两年平均增速多数回落。利润增速虽略有回暖，但利润在不同所有制企业和不同行业间的分化仍未明显改善。随着煤炭系、钢铁系和原油系商品现货价格的调整，未来盈利分化的趋势或将好转。

3、工业企业产成品库存回升，再度回到“被动补库存”状态。未剔除价格因素的营收持平而库存回升；剔除价格因素后呈现“营收增速回落、库存增速回升”的组合。从库存周期角度看，具有典型的被动补库存特征。随着上游供给约束的放松，四季度工业生产将有所回温，产成品库存可能继续增加。

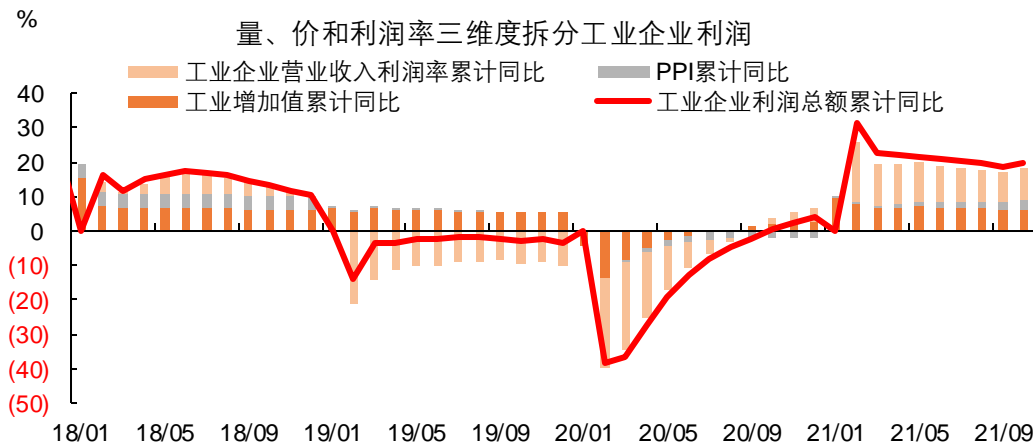
4、私营企业10月状况继续改善，但和疫情前相比，仍是各所有制企业中恢复最慢的。私营企业利润两年平均增速环比提高0.8个百分点，应收账款平均回收期环比缩短0.5天，资产负债率环比持平，改善幅度持平于工业企业整体。但和2019年同期相比，私营企业仍是各所有制企业中回款能力改善最慢的、去杠杆压力最大的，作为经济薄弱环节仍需政策的定向支持。

总的来说，10月工业企业利润止跌回暖，政策支持效果初显。政策在总量稳增长的同时，加强了对经济薄弱环节的定向支持，减税降费、保供稳价、助企纾困等政策带动工业企业营收利润率改善。工业生产端受政策的约束减弱，回到“被动补库存”阶段。尽管10月经济出现了小回温，但基础并不牢固，可持续性也不强，若终端需求明显走弱，未来工业生产有走向“主动去库存”的风险。短期托底经济的必要性上升，包括财政加快支出、稳定开发商信心等。在总量稳增长的同时，也仍需继续加大对经济薄弱环节和重点领域的定向支持，包括减税降费、纾困民企和投放“碳减排支持工具”、“煤炭清洁高效利用专项再贷款”等结构性货币政策工具。

工业企业利润增速止跌回升。2021年10月单月同比从16.3%提高到24.6%，而以2019年为基期的两年平均同比从13.2%提高到26.4%，单月利润增速明显回升。2021年前10个月工业企业利润累计同比从44.7%下滑到42.2%，两年平均增速从18.8%提高到19.7%。总的来说，10月以来上游供给约束的放松助力“量”的企稳，减税降费、保供稳价、助企纾困等政策带动工业企业利润率的回升，工业企业盈利增速止跌回暖。

从量、价和利润率三个维度拆分，价格和利润率双双推动10月工业企业利润增速的上升。工业企业利润等于量×价×利润率，分别用工业增加值同比、PPI同比和工业企业营业收入利润率同比，来拆分工业企业利润增速的变动。今年1-10月工业增加值、PPI和工业企业营收利润率的两年平均累计同比分别为6.3%、2.5%和9.5%，而前三季度分别为6.4%、2.3%和8.5%。对比来看，1-10月工业企业利润增速回升的原因除此前的PPI价格因素外，工业企业营收利润率的上升亦有突出贡献。10月单月的工业增加值同比回暖有限，尚未以“量”的形式体现在工业企业利润改善中。

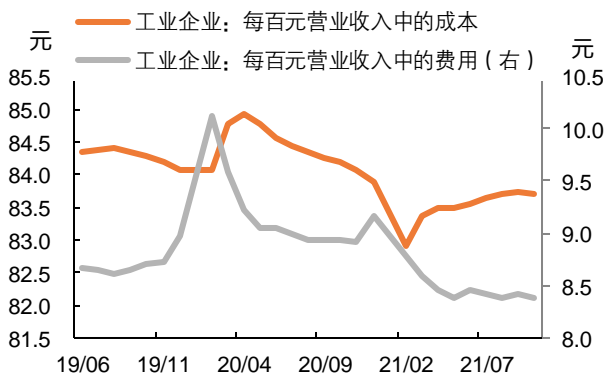
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年平均增速

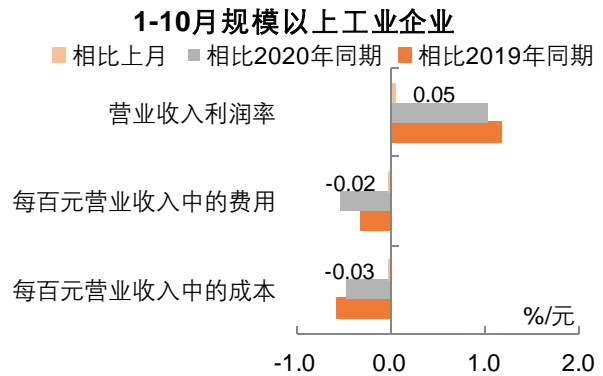
1-10月工业企业营业收入利润率7.01%，在连续三个月下降后首度回升。主要得益于成本与费用同步下滑，1-10月每百元营业收入的成本为83.7元，环比减少0.03元，连续7个月上升后首度下降，或主要因上游保供稳价、减税降费和助企纾困政策的共同推动。工业企业每百元营业收入的费用从前三季度的8.41元下降到8.39元，可能和工业企业融资需求不强而政策引导银行加大信贷支持，导致融资成本边际下降有关。在成本费用同步下降的推动下，工业企业营收利润率环比回暖。

图表2 1-10月工业企业成本和费用微降



资料来源:wind, 平安证券研究所

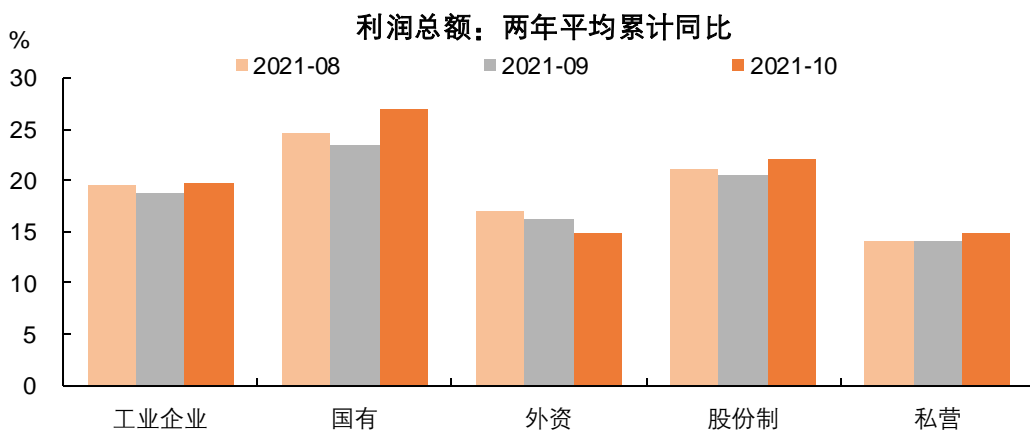
图表3 成本和费用微降，10月营收利润率环比回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

分所有制看，国企、股份制企业和私营企业的利润两年平均增速回升，外企的则有所回落。国企、股份制企业和私营企业1-10月的利润两年平均增速，分别从前季度的23.5%、20.4%和14.0%，提高到26.9%、22.1%和14.9%，而外企利润的两年平均增速则从16.2%下滑到14.8%。国企利润增速改善幅度最大，随着煤炭保供稳价政策推进，终端需求低迷导致以钢材为代表的黑色商品明显调整，以及近日海外出现新型高传染性变异病毒后油价大跌，处于中下游的私企和股份制企业的成本压力有望边际缓和，盈利增速或将向国企的收敛。

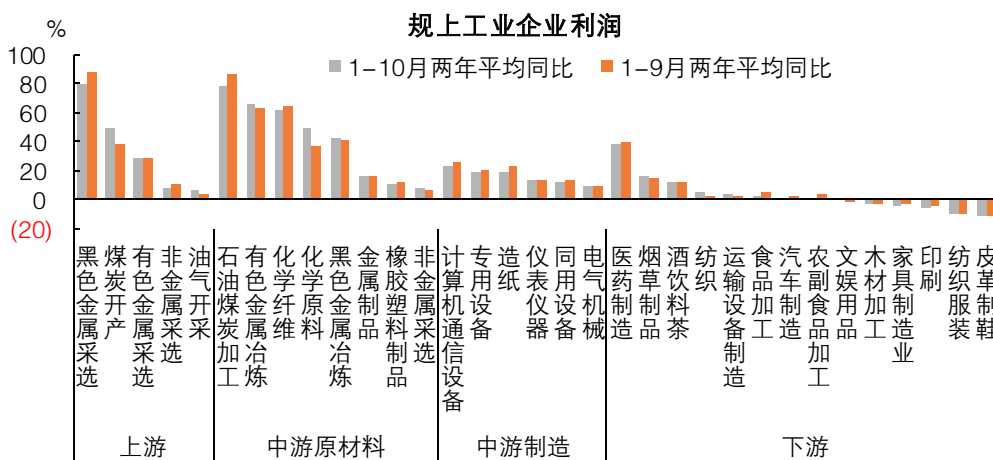
图表4 和前三季度月相比，1-10月国企、股份制企业和私营企业的利润两年平均增速回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

分行业看，利润依旧集中于上游和中游原材料行业，部分下游行业成本继续承压。从两年平均的利润增速变化看，和前三季度相比，前10个月回升的上游、中游原材料和下游行业分别有3个（共5个）、5个（共8个）、和7个（共14个），而6个中游制造行业均无边际改善。总体来看，上游和中游原材料各行业利润两年平均增速提高的行业占比更高，下游行业也有半数边际回暖；中游制造业没有子行业改善，可能因它们面临成本上涨的压力最大，随着上游大宗现货价格调整，中游制造业的盈利或有好转。具体行业中，橡胶塑料制品的两年平均利润增速从上月的36.6%提高到49.2%，增幅最大；黑色金属矿采选业虽然因粗钢产量压降带来“量”的减少，但其前10个的两年平均利润增速仍有79.4%，在主要行业中是最高的。

图表5 利润依旧集中于上游和中游原材料行业，部分下游行业盈利继续承压



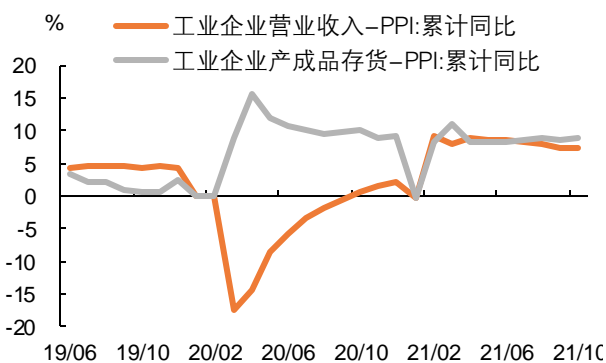
资料来源:Wind, 平安证券研究所

从两年平均的利润增速绝对水平看，继续呈现上游采矿、中游原材料、中游制造和下游行业依次递减的特点。1-10月有10个行业利润两年平均增速超过20%，其中8个属于上游采掘及中游原材料板块，另外两个则是受益于海外疫情的中游制造里的计算机通信设备和下游的医药制造业。1-10月有5个行业的利润两年平均增速为负，均在下游，面临着成本上升和需求羸弱的双重挤压。此外，统计局公告显示，受益于“双十一”等节假日备货订单增加等因素带动相关消费品市场需求，消费品制造业利润由上月同比下降转为增长3.6%，七成以上消费品制造行业盈利回升。

工业企业产成品库存回升，再度回到“被动补库存”状态。1-10月工业企业的营业收入两年平均增速持平于9.7%，产成品存货两年平均增速从10.9%回升到11.5%，继上月库存增速下降后再度回到补库存阶段。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比处于历史高位，用PPI累计同比来平减后，呈现“营收增速回落、库存增速回升”的组合。从库存周期角度看，具有典型的被动补库存特征。我们认为，随着上游供给约束的放松，四季度工业生产将有所回温，而需求端仍相对疲弱，产成品库存可能继续上升。

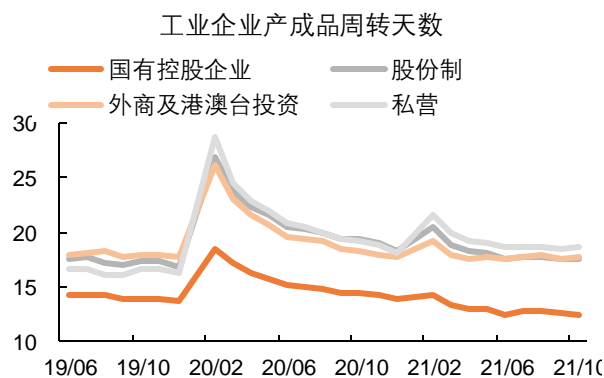
工业企业产成品存货周转天数回升，也表明企业产品库存有所累积。工业企业产成品存货周转天数为17.4天，较上月提升了0.10天，主要是非国有企业的库存周转天数环比提升，而国有企业的贡献则库存周转天数从12.6天小幅下降到12.5天。

图表6 剔除价格影响后，营收回落、库存上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 10月非国有企业库存周转天数环比回升

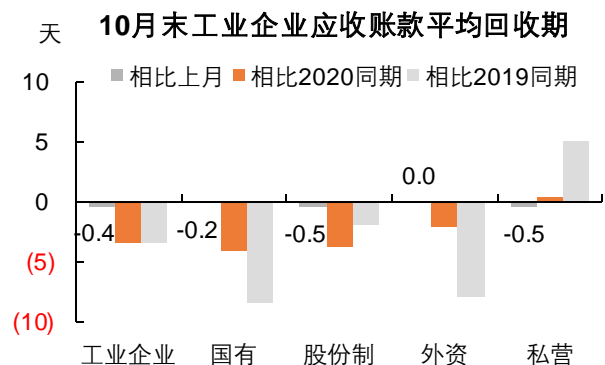


资料来源:wind, 平安证券研究所

各类型企业中，私营企业的回款能力10月改善速度有所加快，但仍大幅弱于疫情前。10月末工业企业应收账款平均回收期为51.2天，和前值相比缩短0.4天，比2019年同期缩短3.4天，企业应收账款整体的回收能力相比疫情前更强。分所有制看：10月国企、股份制企业和私营企业的应收账款平均回收期，环比分别缩短0.2天、0.5天和0.5天，外企环比持平。和2019年同期相比，10月国企、股份制企业和外企的应收账款平均回收期，环比分别缩短8.4天、2.0天、8.0天，但私营企业增5.0天。上游商品供给收缩提高了国企整体的议价能力，而针对房企和城投的结构性紧信用，令与之打交道的民营企业销售回款变得更难。不过，目前政策已对地产调控中的一些过激行为纠偏，满足刚需购房和开发商的合理融资需求，私营企业的销售回款能力或已在边际改善中。

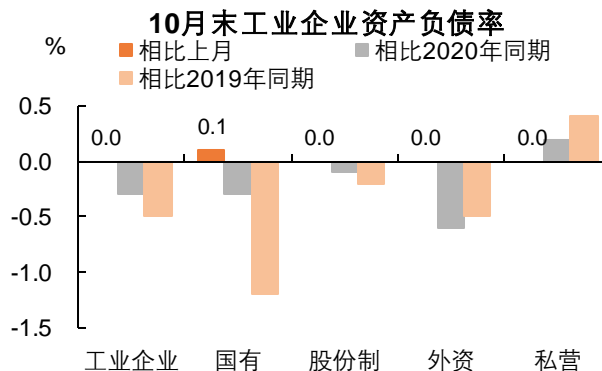
各类型企业中，仅有国有企业的资产负债率环比回升。10月末工业企业资产负债率56.3%，较上月持平，和2019年同期相比下降了0.5个百分点。国企资产负债率57.0%，环比上升了0.1%，主要因稳信用后，国企的融资渠道最为畅通；和2019年同期相比则下降了1.2%，是各所有制企业中杠杆率降幅最大的，源于大宗商品涨价盈利较好，而新增资本开支又受政策限制，有利润盈余来降杠杆。除国企外的各类型企业10月资产负债率均持平于前值。其中，私营企业的资产负债率58.3%，是各所有制企业里最高的；和2019年同期相比则提高了0.4个百分点，是唯一上升的。

图表8 对比 2019年同期, 10月只有私营企业的应收账款平均回收期变长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 今年 10月仅国有工业企业的资产负债率环比回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_30151



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn