

总量研究

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快

——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

要点

本周聚焦：

10月份，工业企业利润当月同比增长24.6%，两年复合平均增长26.4%；1-10月，工业企业利润同比增长42.2%，两年复合平均增长19.7%。

核心观点：

10月企业利润继续保持较高增速，结构分化依然严峻。具体来看，价、量、利润率三因素相比上月均有所好转，价格高位运行仍然是核心支撑。分结构来看，10月企业盈利分化继续加大，采矿业与上游原材料制造业是驱动利润增长的核心贡献，二者利润占比高达52.5%，相比上月扩大9个百分点；同时，剔除农副食品与食品制造的消费品制造业利润增速明显回升，显示出市场销量向好支撑下，消费制造业盈利修复有所加快。

向前看，上游利润占比或迎来拐点，企业利润增速进入下降通道。10月下旬以来政策持续聚焦煤炭价格与能源供应，近期相关工业品价格已出现明显回落。我们预计11月PPI同比进入下降通道，叠加高耗能产业的产能压降仍旧会持续，上游企业利润占比拐点或将到来，从而驱动企业整体盈利边际走弱。

海外观察：

美国10年期国债收益率与通胀预期下行；美国10年期和2年期国债利率期限利差下行。美联储、日央行、欧央行资产规模增加。

海外政策：

拜登提名鲍威尔连任美联储主席；拜登宣布释放战略石油储备以降低石油价格缓解通胀压力；美国副总统哈里斯宣布投资15亿美元以扩大医疗保健服务群体；南非发现比德尔塔毒株突变更多的新冠病毒新变种。

全球资产：

全球股市多数收跌，纳斯达克指数下跌3.52%，标普500下跌2.20%。欧洲股市普遍收跌，亚洲股市也普遍收跌。大宗商品价格方面，焦煤、铁矿石涨幅较大，DCE焦煤上涨8.33%，DCE铁矿石上涨7.37%；原油跌幅较大，ICE布油下跌8.72%；LME铜上涨1.14%，SHFE螺纹钢下跌4.22%。

央行观察：美联储公布议息会议纪要，与会者一致同意宣布资产购买缩减。

国内观察：

上游：原油价格环比下跌，动力煤均价、焦煤均价、铜价、铝价均环比下跌。**中游：**高炉开工率环比下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积跌幅缩窄，土地供应面积同比增速下行，猪价、菜价、水果价格环比上行。**流动性：**十年期国债收益率下行。

国内政策：

国常会要求统筹做好今明两年专项债管理政策衔接；央行表示适当提高风险容忍度，增加制造业中长期贷款投放；国台办回应台湾远东集团在大陆被查处：绝不允许支持“台独”者在大陆赚钱；上海生育假由30天延长到60天。

下周财经日历：中国制造业PMI（周二）；11月新增非农就业人数（周五）

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

通胀不构成美联储加息的条件——2021年11月美国FOMC会议纪要简评（2021-11-25）

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略？——《大国博弈》系列第十三篇（2021-11-24）

美国货币政策外溢的三重预期差——《流动性洞见》系列第一篇（2021-11-22）

财政跨周期调节的“余粮”还有多少？——2021年10月财政数据点评（2021-11-21）

我国开放国门讨论：何时开以及怎么开？——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第六篇（2021-11-18）

社零暖、制造业强，经济筑底回升——2021年10月实体经济数据点评（2021-11-15）

美债收益率上行空间有限，利好风险资产——美联储观察系列四（2021-11-15）

中美元首视频会晤，可能谈些什么？——光大宏观周报（2021-11-14）

美国10月通胀大超预期，价格压力全面升温——2021年10月美国CPI数据点评（2021-11-11）

社融增速企稳，利率低位震荡——2021年10月金融数据点评（2021-11-10）

PPI见顶、CPI筑底、剪刀差缩窄将开启——2021年10月价格数据点评（2021-11-10）

为什么制造业是实现共同富裕的关键？——《共同富裕》系列第二篇（2021-11-09）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

目录

一、本周聚焦：上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快	4
1.1 驱动：价格高位、利润率回升驱动盈利大幅反弹	5
1.2 结构：分化继续加大，但上游占比已进入磨顶阶段	6
1.3 库存：制造业被动补库继续得到验证	8
1.4 展望：上游利润占比或已见顶，盈利边际放缓	9
二、海外观察	9
2.1 全球疫情：海外疫情再次反弹	9
2.2 金融与流动性数据：美债收益率、通胀预期均有下行	10
2.3 全球市场：全球股市多数收跌，大宗商品涨跌分化	11
2.4 央行观察：美联储公布议息会议纪要，与会者一致同意在 11 月议息会议上宣布资产购买缩减	12
2.5 海外政策：南非发现比德尔塔毒株突变更多的新变种	12
三、国内观察	15
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤、焦煤均价环比下跌，铜价、铝价环比下跌	15
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	16
3.3 下游：商品房成交面积跌幅缩窄，猪价、菜价、水果价格上行	17
3.4 流动性：十年期国债收益率较上月末下行	18
3.5 国内政策：国常会要求统筹做好今明两年专项债管理政策衔接	18
四、下周财经日历	19

图目录

图 1：10 月工业企业利润保持较高增速	5
图 2：拆分三因素来看，价格仍然是核心支撑	5
图 3：工业品价格继续高位，剪刀差继续扩大	6
图 4：1-10 月工业企业利润率明显高于往年同期	6
图 5：采矿业与制造业利润分化继续加大	6
图 6：采矿业利润率继续上升至年内高点	6
图 7：上下游利润分化继续加大	8
图 8：10 月上游原材料加工业利润占比继续扩大	8
图 9：工业企业被动补库阶段持续	8
图 10：10 月末企业微观杠杆率与上月持平	8
图 11：海外疫情再次反弹	9
图 12：国内新一轮疫情接近尾声	9
图 13：美国 10 年期国债收益率下行	10
图 14：英国、法国、德国 10 年期国债收益率上行	10
图 15：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下行（%）	10
图 16：美国投资级企业债利差上行（%）	10
图 17：美联储资产规模略有增加（十亿美元）	11
图 18：欧、日央行资产规模上升	11
图 19：全球股市多数收跌	11
图 20：大宗商品价格涨跌分化	11

图 21: 原油价格环比下跌.....	15
图 22: 动力煤、焦煤价格环比下跌, 环比由正转负.....	15
图 23: 铜价环比下跌, 库存同比下降.....	15
图 24: 铝价环比下跌, 库存同比下降.....	15
图 25: 高炉开工率环比下跌.....	16
图 26: 水泥价格指数环比上升.....	16
图 27: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降.....	16
图 28: 钢坯库存同比上涨.....	16
图 29: 商品房成交面积跌幅缩窄.....	17
图 30: 土地供应面积同比增速下行.....	17
图 31: 猪价、菜价、水果价格环比上涨.....	17
图 32: 乘用车日均零售销量跌幅扩大.....	17
图 33: DR001 较上月末下行.....	18
图 34: 十年期国债收益率较上月末下行.....	18

表目录

表 1: 2021 年 10 月, 工业企业利润保持较高增速.....	4
表 2: 欧美日央行官员表态.....	12
表 3: 美国经济热力图.....	13
表 4: 欧元区经济热力图.....	14
表 5: 英国经济热力图.....	14
表 6: 日本经济热力图.....	14
表 7: 下周全球经济数据热点.....	19

一、本周聚焦：上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快

事件：2021年11月27日，国家统计局公布10月工业企业盈利数据。10月份，工业企业利润当月同比增长24.6%，两年复合平均增长26.4%；1-10月，工业企业利润同比增长42.2%，两年复合平均增长19.7%。

核心观点：

10月企业利润继续保持较高增速，结构分化依然严峻。具体来看，“价、量、利润率”三因素相比上月均有所好转，但价格高位运行仍然是核心支撑。分结构来看，10月上下游企业盈利分化继续加大，采矿业与上游原材料制造业依然是驱动利润增长的核心贡献，二者利润占比高达52.5%，相比上月扩大9个百分点；同时，剔除农副食品与食品制造的消费品制造业利润增速明显回升，显示出销售向好支撑下，消费制造业盈利修复有所加快。

向前看，上游利润占比或迎来拐点，企业利润增速进入下降通道。10月下旬以来政策持续聚焦煤炭价格与能源供应，国家发改委十天内连发18文，内容涵盖对煤炭价格进行干预与能源保供，此后相关工业品价格已明显出现回落。我们预计11月PPI同比进入下降通道，叠加能耗双控下，对高耗能产业的产能压降仍旧会持续，上游企业的利润占比拐点或将到来，从而驱动工业企业整体盈利边际走弱。

表1：2021年10月，工业企业利润保持较高增速

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率	产成品 存货同比
2021年	1-2月实际值	178.9	178.9	45.5	6.60	8.6
	3月实际值	92.3	137.3	38.7	6.64	8.5
	4月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
	5月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	6月实际值	20.0	66.9	27.9	7.11	11.3
	7月实际值	16.4	57.3	25.6	7.09	13.0
	8月实际值	10.1	49.5	23.9	7.01	14.2
	9月实际值	16.3	44.7	22.2	7.0	13.7
	10月实际值	24.6	42.2	21.1	7.01	16.3
	两年复合平均	26.4	19.7	9.7	--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

1.1 驱动：价格高位、利润率回升驱动盈利大幅反弹

10月工业企业利润继续保持较高增速。2021年10月，工业企业利润同比增长24.6%，增速较9月份回升8.3个百分点。与2019年同期相比，两年复合平均增长26.4%，较9月份回升13.2个百分点。整体来看，10月工业企业盈利仍维持在较高增速区间。

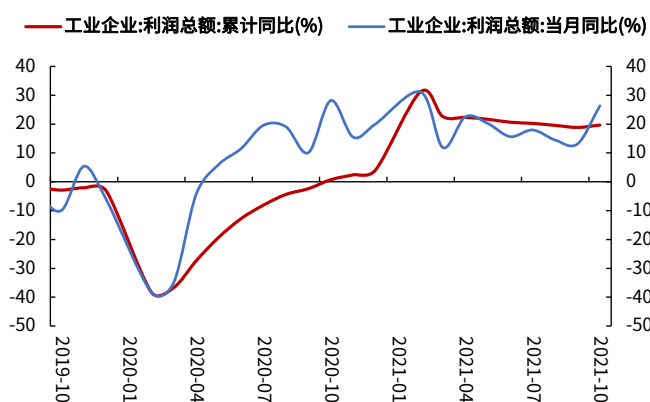
为了衡量10月工业企业利润增长由哪些因素驱动，我们将工业企业利润拆分成了三部分，即价、量、利润率，通过观察这三个因素的边际变化，来观测企业利润单月变化的核心驱动。

价：价格高位运行继续支撑企业盈利。10月工业品价格继续高位运行，PPI同比增长13.5%，比9月上升2.8个百分点；环比来看，10月PPI环比涨幅较上月扩大1.3个百分点至2.5%。价格高位运行下，推动上游企业利润持续高速增长，继续成为工业企业利润的核心贡献力量。

量：能耗双控影响有所减弱。10月工业增加值增长3.5%，相比上月回升0.4个百分点，虽然10月能耗双控措施对工业生产的压制作用仍然在持续，但是影响有所减弱。分行业来看，纺织、非金属矿物制品、黑色冶炼加工等行业工业生产指数均持续位于收缩区间。

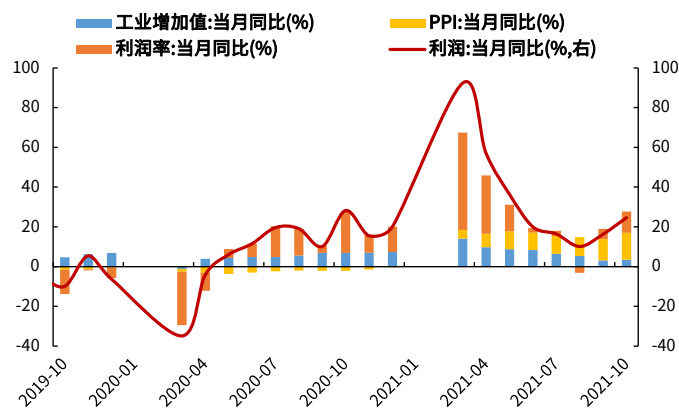
利润率：利润率大幅上升驱动盈利。1-10月，规上工业企业营业收入利润率为7.01%，比1-9月回升0.05个百分点，但比2019年同期提高1.16个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.83个百分点，继续处于高位。10月份，规上工业企业营业收入利润率为7.42%，相比上年同期提高0.72个百分点，利润率大幅改善驱动盈利回升较多。

图 1：10月工业企业利润保持较高增速



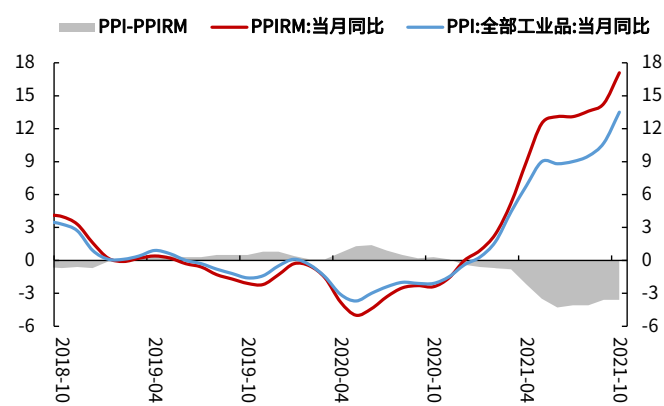
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021年各月数据为两年复合平均增速）

图 2：拆分三因素来看，价格仍然是核心支撑



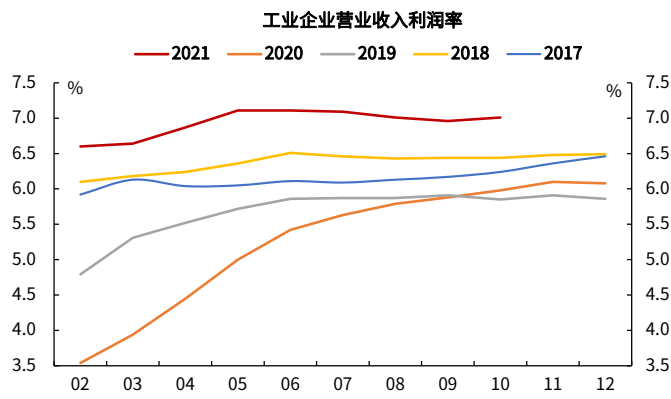
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：工业品价格继续高位，剪刀差继续扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-10 月工业企业利润率明显高于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

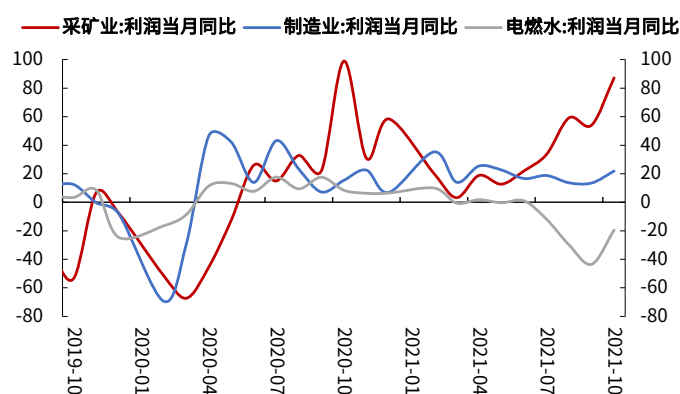
1.2 结构：分化继续加大，但上游占比已进入磨顶阶段

10 月工业企业利润结构分化持续显现。从大类行业来看，10 月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额单月分别同比增长 280.5%、13.1%、-52.6%，两年平均分别增长 87.2%、21.9%、-19.5%，相比上月分别变化 33.13%、8.42、23.9 个百分点，采矿业依然是驱动利润增长的核心贡献。

从各大类行业利润占比来看，10 月采矿业利润占比继续上行至 19.9%，达到年内高点，相比 9 月提高 5.1 个百分点，主要源自 10 月上旬煤炭价格的大幅上涨；电燃水供应业利润占比为 3.2%，相比 9 月提高 1.2 个百分点，电价放开叠加政府部门对煤炭价格的关注，电燃水供应业盈利压力有所缓解；制造业利润占比为 76.9%，相比上月下行 6.3 个百分点。

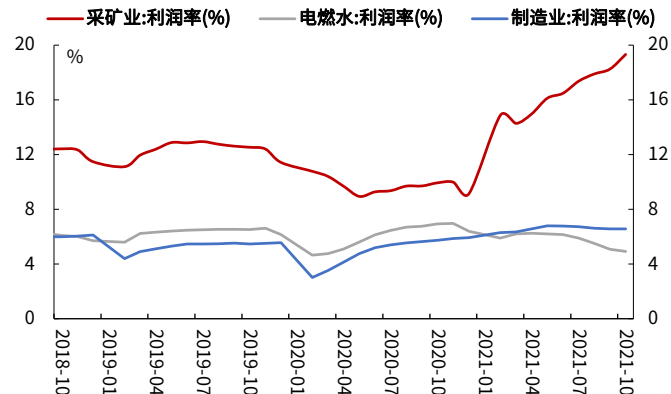
从大类行业利润率来看，1-10 月采矿业利润率为 19.32%，相比 1-9 月继续提升，是 10 月份企业利润率继续增长的主要贡献；制造业和电燃水利润率则在继续下滑，分别由 1-9 月的 6.59%、5.09% 下滑至 1-10 月的 6.57%、4.92%。

图 5：采矿业与制造业利润分化继续加大



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年复合平均增速）单位：%

图 6：采矿业利润率继续上升至年内高点



资料来源：Wind，光大证券研究所

为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品制造业¹。

上游原材料制造业：盈利增速继续维持高位。

受煤炭价格上涨等因素推动，原材料制造业利润增长明显加快。10 月份，原材料制造业利润同比增长 46.2%，两年平均增长 70.6%，相比上月上升 44 个百分点。从利润占比来看，10 月份上游原材料制造业利润占比为 32.7%，相比上月上行 3.8 个百分点。其中，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业利润增长较快，两年平均分别增长 55.8%、88.2%，相较 9 月增速继续扩大。

中游装备制造业：增速放缓，利润占比下滑。

装备制造业是工业企业利润的核心构成，历史上占据工业企业利润比重近 40 个百分点。10 月上游原材料价格上涨下，装备制造业盈利增速大幅放缓。

10 月装备制造业利润总额同比增速为-7%，两年平均增速为 3.6%，相比上月放缓 4.1 个百分点；从利润占比来看，10 月份中游装备制造业利润占比为 27.1%，相比上月下行 7.9 个百分点。分行业来看，通用设备制造业、专用设备制造业、计算机电子设备制造业利润同比增速分别为-15.5%、-10.6%、3.2%，两年复合平均增速分别为 1.7%、6.9%、-0.9%，比上月分别下滑 15.1、18.4、11.8 个百分点，是 10 月份装备制造利润增速下滑的最大拖累。

下游消费品业：除农副食品加工和食品制造外，消费制造业均出现利润修复。

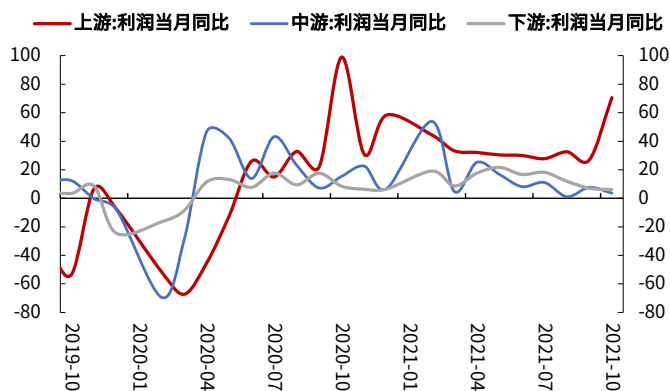
10 月份，农副食品加工业、食品制造业利润增速继续下滑，利润总额增速为-30.3%、-23.1%，两年复合平均增速分别为-16.1%、-15.3%，与上月相比分别下滑 5.2、19.2 个百分点；

而其他消费品的利润增速均出现一定程度的修复，10 月份，酒饮料茶、纺织业、医药制造利润同比增速分别为 19.8%、5.1%、42.2%，两年复合平均增速分别为 17.0%、16.8%、27.0%；

对于纺织服装、皮革羽毛与鞋制造业，利润同比增速虽然仍在下滑，但是相比上月的下降幅度已明显缩小，显示出消费品销售有所向好，消费品制造业利润修复有所加快。

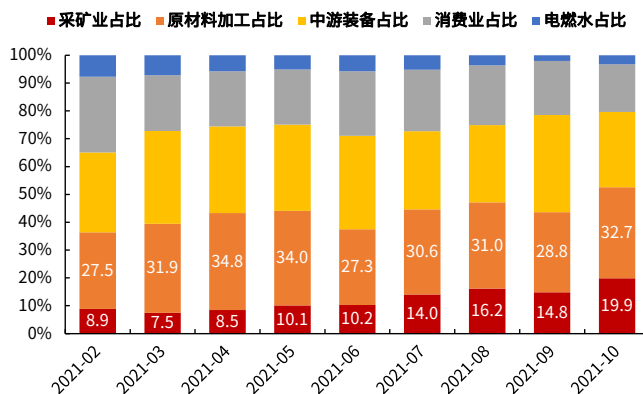
¹ 装备制造业包括：金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业共 8 个大类行业。
消费品制造业包括：农副食品、食品、酒饮料和精制茶、烟草、纺织业、纺织服装、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业、家具、造纸和纸制品、印刷和记录媒介复制业、文教工美体育和娱乐用品制造业、医药、化学纤维共 13 个大类行业。

图 7: 上下游利润分化继续加大



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021 年各月数据为两年复合平均增速) 单位: %

图 8: 10 月上游原材料加工业利润占比继续扩大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.3 库存: 制造业被动补库继续得到验证

工业企业被动补库继续得到验证。10 月产成品库存同比增长 16.3%，比 9 月末回升 2.6 个百分点，9 月末产成品库存同比增速略微回落，10 月再次回升，显示出工业企业补库阶段仍未发生切换，仍处于被动补库阶段；从营收增速来看，1-10 月营收两年复合平均增长 9.7%，与上月基本持平，工业企业的被动补库继续得到验证。在此前工业企业利润的点评中，我们提到，考虑到工业企业营收增速已呈现见顶回落趋势，制造业补库阶段可能已经切换，由主动补库转入被动补库。（详见 2021 年 8 月 27 日外发的报告《下游制造继续承压，宏观政策亟待发力——2021 年 7 月工业企业盈利数据点评》）

10 月份末，工业企业资产负债率 56.3%，与 9 月份基本持平，同比降低 0.4 个百分点。在企业盈利增速边际放缓推动下，后续工业企业的微观杠杆率将继续去化；分企业类型来看，私营企业杠杆率与上月持平，同比上升 0.2 个百分点，国有企业杠杆率比上月上升 0.1 个百分点，同比则下降 0.3 个百分点。

图 9: 工业企业被动补库阶段持续

图 10: 10 月末企业微观杠杆率与上月持平

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_30157

