

上游价格扭曲达到极值 工业利润未来持续回落

1-10月工业企业利润点评

核心内容：

- **生产回升，价格走高带利润上行**我国工业利润增速单月继续回升，工厂生产小幅回暖，企业营业收入回升，企业利润率再次上行。从量和价两方面分析，生产回升、价格处于高位，企业利润上行。1-10月份规模以上工业企业增加值增速略有回升，PPI增速达到继续上行。由于出厂价格上行速度过快，企业成本的上行速度逊色于出厂价格的上行，工业企业利润率始终处于高位。
- **产成品库存继续上行，库存周期已经运行至被动补库存阶段，仍然没有过度至主动去库存阶段**在生产增速放缓的情况下库存仍然向上，通常意味着下游需求的减弱，但本次产成品库存上行的原因更为复杂：(1) 原材料价格大幅上行使得产成品库存价格走高，采矿业原材料库存上行，化学制品及化学纤维产业库存也同时大幅上行，9月份燃气的生产和供应产成品库存增速46.7%，就是燃气涨价的结果；(2) 物流仍然受阻使得工厂发货速度变缓，电子仪器仪表行业、电气机械及器材制造业产成品库存处于高位，说明现阶段物流仍然有所阻碍；(3) 消费较为疲软也同样使得周期偏向“被动补库存”。我国社会消费品零售总额处于低位，纺织业、服装业、家具行业以及汽车行业等库存上行。(4) 部分厂家开始春节备货，使得产成品库存上行。
- **生产增速低位回升，库存上行，但终端需求稍显弱势，出厂价格快速回落，未来利润增速会持续回落**本月单月利润超过8000亿，处于历史较高水平，但价格下行使得利润回升只是暂时，工业企业利润持续回升较难，未来仍然以下行为主。10月份原材料价格上行不可持续，11月份原材料价格已经大幅下跌。工业企业利润在10月份短暂的反弹后会继续下滑。工业企业利润增速会逐步回落，2021年全年预计增速35%左右，2022年利润增速预计在-1.5%左右。
- **上游行业涨价难以维系**10月份上游行业利润占规模以上工业企业利润比例为12.1%。采掘业10月份利润占比达到了历史高位，下游难以承受。10月中旬发改委连续召开会议，解决煤炭供给瓶颈问题，10月下旬动力煤价格快速走低，至11月份动力煤价格已经跌去高峰时的50%，其他商品价格也出现回调。
- **煤炭行业利润飙升，行业利润更加集中**煤炭行业利润实现1341亿元，难以维系。工业企业利润过分集中在前十大行业中，已经压制了其他行业的生产。原材料在工业产业中占比处于高位，下游行业利润难有起色。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

2021年1-10月份规模以上工业企业实现利润总额71,649.9亿元,同比增长42.2%,比2019年1-10月上行了43.2%,两年平均增长19.7%。10月份,规模以上工业企业实现利润总额8,187.4亿元,同比增长24.6%。

一、价格上行、生产回升带来利润恢复

我国工业利润增速单月继续回升,工厂生产小幅回暖,企业营业收入回升,企业利润率再次上行。从量和价两方面分析,生产回升、价格处于高位,企业利润上行。1-10月份规模以上工业企业增加值增速略有回升,10月份工业生产增速回升至3.5%,生产仍然处于低水平。1-10月份出口也创出历史新高,订单处于低位,未来出口对工业企业的贡献减弱。价格方面持续走高,1-10月份PPI增速达到7.3%,10月份单月PPI达到13.5%,价格的走高带动了企业营收。1-10月份企业营收增长21.1%,10月份单月企业营收增长15.8%,比9月份上行4.5个百分点。

由于出厂价格上行速度过快,企业成本的上行速度逊色于出厂价格的上行,工业企业利润率始终处于高位。10月份工业企业利润率达到7.0%,比上个月上行0.05个百分点。

产成品库存继续上行,库存周期已经运行至被动补库存阶段。在生产增速放缓的情况下库存仍然向上,通常意味着下游需求的减弱,但本次产成品库存上行的原因更为复杂:(1)原材料价格大幅上行使得产成品库存价格走高,采矿业原材料库存上行,化学制品及化学纤维产业库存也同时大幅上行,9月份燃气的生产和供应产成品库存增速46.7%,就是燃气涨价的结果;(2)物流仍然受阻使得工厂发货速度变缓,电子仪器仪表行业、电气机械及器材制造业产成品库存处于高位,说明现阶段物流仍然有所阻碍;(3)消费较为疲软也同样使得周期偏向“被动补库存”。10月份我国社会消费品零售总额处于低位,社会整体消费并不强劲。纺织业、服装业、家具行业以及汽车行业等库存上行,9月份汽车制造业产成品库存7.9%。(4)部分厂家开始春节备货,使得产成品库存上行。

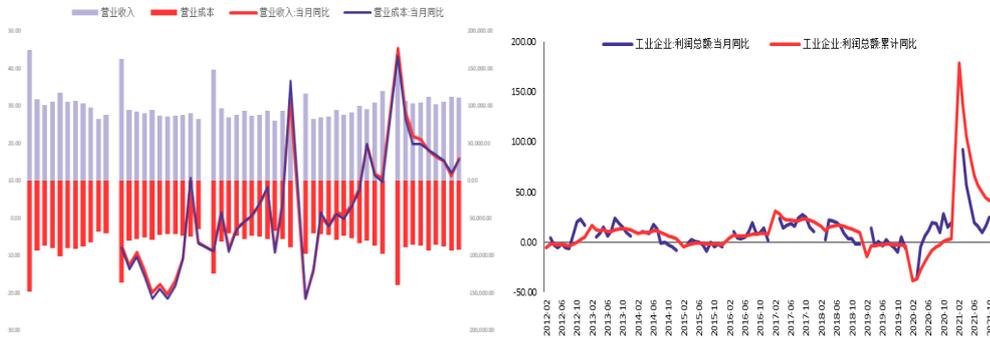
生产增速低位回升,库存上行,但终端需求稍显弱势,出厂价格快速回落,未来利润增速会持续回落。本月单月利润超过8000亿,处于历史较高水平,但价格下行使得利润回升只是暂时,工业企业利润持续回升较难,未来仍然以下行为主:(1)10月份出口仍然较为强势,但出口的再次大幅增长较为困难;(2)上中游利润已经明显在压制下游行业,政策压力下,上游行业价格在快速下行,利润率回落;(3)终端需求仍然弱势,尤其是明年要逐步面对房地产市场下行后的压力。

原材料价格上行带动了上游和相关中游行业的利润,同时带动了水电煤气加工行业利润,这是10月份单月利润达到8209亿元,创出历史次高的主要原因。出口产业利润总体来讲小幅下滑,意味着出口再次走高的可能性在下降。国内生产制造业利润环比相对稳定,利润总额可能在此水平线上维持1-2个季度。

10月份原材料价格上行不可持续,11月份原材料价格已经大幅下跌。工业企业利润在10月份短暂的反弹过后会继续下滑。工业企业利润增速会逐步回落,2021年全年预计增速35%左右,2022年利润增速预计在-1.5%左右。

图1:营业收入和成本单月变化(%,亿元)

图2:企业利润小幅回升(%)

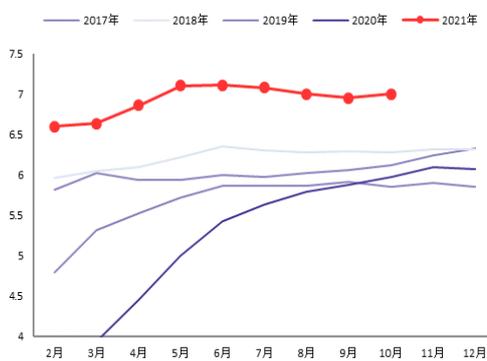


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

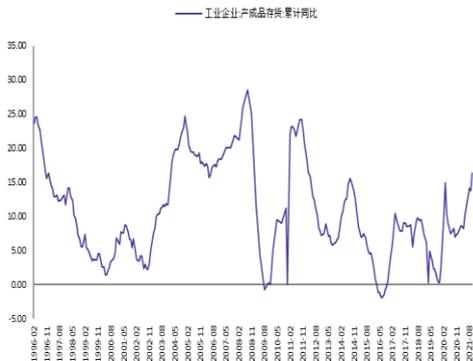
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 工业企业利润率 (%)

图 4: 企业利润小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

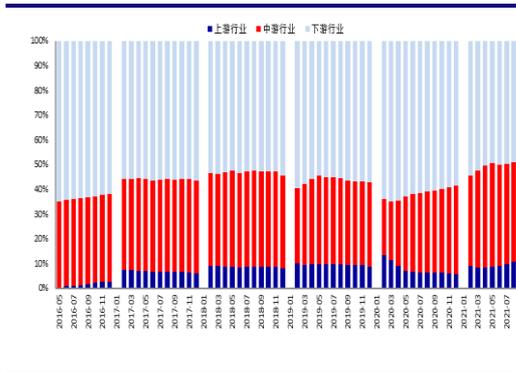
二、上游行业涨价难以维系

10 月份,上游行业利润总额占工业企业总额比例再次上行,仍然处于高位,原油、煤炭和等大宗商品价格 10 月份继续快速上行,上游利润走高。10 月份上游行业利润占规模以上工业企业利润比例为 12.1%,比上个月上行 1.01 个百分点。主要原材料价格如煤炭、原油、天然气等在 10 月份仍然走高,10 月份煤炭行业仍然受到限产影响,市场供应较为紧张。煤炭价格上行带动了其他商品价格走高,天气和物流同时带动了天然气和原油价格,使得相关化工品价格上行。采掘业 10 月份利润占比达到了历史高位,下游难以承受。10 月中旬发改委连续召开会议,解决煤炭供给瓶颈问题,10 月下旬动力煤价格快速走低,至 11 月份动力煤价格已经跌去高峰时的 50%,其他商品价格也出现回调。

中游行业利润占比也有小幅走高,中游行业的化学指引和化学纤维价格走高,同时碳中和下钢铁、有色产品价格上行,利润走高。10 月份中游行业利润占比达到 40.4%,利润占比处于历史高位。10 月份对比去年同期,煤炭开采和洗选业(+1113.7 亿)、化学原料及化学制品业(+333.9 亿)、有色金属冶炼(+234.1 亿)、黑色金属冶炼(+145.1 亿)、医药制造业(+128.3 亿)、石油和天然气开采(+122.1 亿)、有色金属冶炼(+234.1 亿)贡献了主要的利润增长,这些都是受益于原材料价格上行的行业。同时设备类产业(专用-58.9 亿,通用-25.4)利润回落。

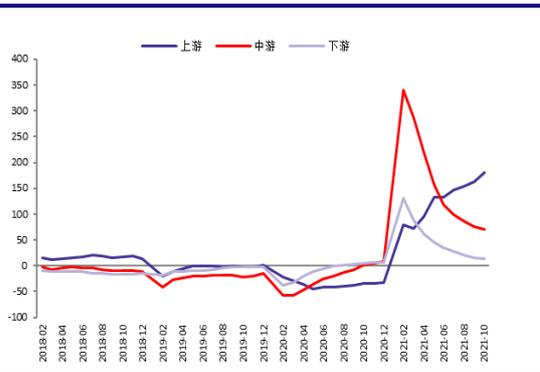
下游行业利润受到挤压，下游产品利润增速下滑。10月计算机、通信和其他电子设备利润比去年同期增长了37.7亿元，电气机械和器材制造业利润同比增长26.6亿元，劳动密集型行业利润小幅回落，但10月汽车行业利润同比减少170.4亿元。

图3：下游行业利润占比下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图4：上游行业利润继续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、煤炭行业利润飙升，行业利润更加集中

行业利润受到政策影响出现扭曲，上游行业利润高企已经严重压制了下游行业的利润，这会带来工业生产的降低。下游利润下滑，上中游占比提高，这种情况意味着规模以上工业利润增速上行动能即将耗尽，未来利润增速会逐步回落。

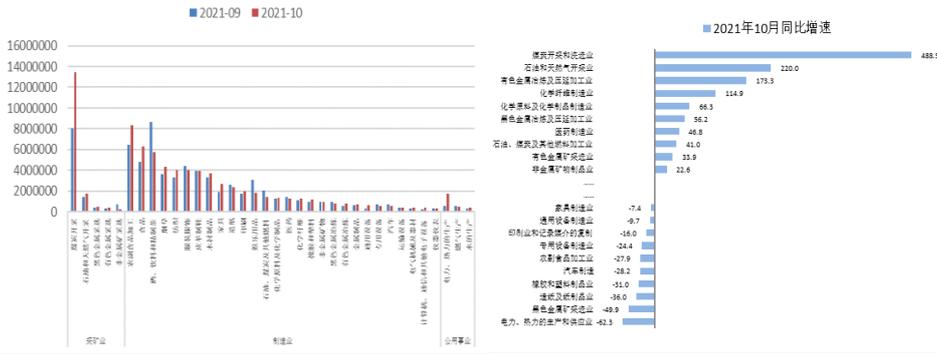
从行业上来看，10月份规模以上工业企业实现利润8209亿元，贡献最大的行业是煤炭采掘业（+1341.7亿），其次分别为化学原料及化学制品（+837.9亿）、非金属矿物制品业（+633亿）、计算机、通信和其他电子设备（+576亿）、汽车制造（+434亿）和黑色金属冶炼及压延加工（+403亿）。前10大行业的利润对规模以上工业企业利润贡献达到72.16%，贡献率创出新高。

10月份煤炭价格快速上行，达到历史极值。这种价格的上行并不可持续。同时天然气和原油价格走高带动了化学原料及化学制品行业利润上行，能源价格的上行也直接带动了非金属矿物制品业的利润。出口拉动仍然在贡献利润，计算机、通信和其他电子设备制造业和电气机械及器材制造业的利润表现较好。医药也维持较高的利润，但比前期有所下行。

从行业来看，10月份的利润不可持续，原材料价格上行带动了10月份的利润。工业企业利润过分集中在前十大行业中，已经压制了其他行业的生产。尤其是煤炭开采单一行业实现利润1341亿元，已经远超正常水平。11月份这种情况会有所缓解，也意味着行业新增利润的下滑。

图5：10月份主要行业实现利润（万元）

图6：行业利润同比增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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_30211



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>