

宏观点评

上游挤压下游开始缓解—兼评 11 月工业企业利润

事件:1-11月全国规模以上工业企业利润总额累计同比 38.0%，较 2019 年同期增 41.3%，两年复合增速 18.9%（前值 19.7%）；11 月单月全国规模以上工业企业利润同比增速 9.0%（前值 24.6%）。

核心观点:地产、限产纠偏效果显现，双重挤压（上游对下游、国企对民企）如期弱化。

1、价格因素继续支撑企业盈利，但边际有所弱化，11 月单月利润环比首降

>1-11 月规模以上工业企业利润两年复合增速回落 0.8 个百分点至 18.9%。分量、价、利润率三方面看：1-11 月工业增加值、PPI 两年复合增速分别为 6.1%、2.8%，前值为 6.3%、2.5%，表明虽然 PPI 单月同比已经见顶回落，但绝对价格仍然偏高，价格因素对营收和盈利仍有支撑；1-11 月营收利润率下降 0.03 个百分点至 6.98%，主因部分原材料价格下跌导致相关行业利润率回落。

>11 月单月利润同比下降 15.6 个百分点至 9.0%，两年复合增速回落 2.3 个百分点至 12.2%；环比下降 1.6%，为有数据以来首次在 11 月出现环比负增（按照季节规律，每年 11 月均为企业盈利的“大月”）。归因看，保供政策发力、部分原材料价格下跌，上游利润增速回落是主要拖累。

>往后看，延续此前判断，短期企业利润可能温和回落。关注三方面的扰动：出口韧性（短期紧盯疫情演化，特别是奥密克戎变异株的影响和进展）、PPI 高位（2022 年全年中枢可能 3.5%左右，上半年可能仍然偏高）有望对利润形成支撑；经济下行压力可能对企业利润形成拖累。

2、上游对中下游盈利挤压有所缓解，三因素导致上游利润占比短期可能仍将处于高位

>1-11 月上游（采掘+原材料）利润占比回落 0.06 个百分点至 52.36%，其中，11 月单月上游利润占比下降 8.5 个百分点至 51.8%，表明伴随保供稳价政策发力，上游对中下游利润的挤压已经有所改善。具体看：1-11 月采掘行业利润占比提升 0.4 个百分点至 12.4%，升幅较前值明显收窄；原材料制造业利润占比回落 0.5 个百分点至 39.9%；中游设备制造业利润占比回升 0.5 个百分点至 28.7%；下游消费制造业利润占比小幅回升 0.1 个百分点至 14.3%，为今年 2 月以来首次回升；公用事业利润占比继续回落 0.6 个百分点至 4.6%。

>往后看，继续提示限产纠偏、保供政策持续落地，大宗价格延续回落，上游对中下游利润的挤压可能弱化，后续上游利润占比可能逐步回落；但考虑长协锁定价格、产量提升、大宗价格中枢上移等因素影响，短期上游利润占比可能仍将处于顶部区间（50%左右）。

3、细分行业盈利分化有所收敛，地产、限产纠偏政策效果显现

>三大产业看：1-11 月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速分别为 38.5%、19.5%和-10.7%，前值分别为 35.3%、19.8%和-5.3%，公用事业利润降幅进一步扩大。

>细分行业看：如果按照量、价、利润率三方面进行拆解，上游行业盈利增速仍高，但边际上量、价、利润率同步回落；中下游行业盈利增速仍偏低，但量、价、利润率均有所修复（测算过程详见图表 5）。1）绝对值看，1-11 月利润两年复合增速超过 20% 的行业仍然集中在受益于 PPI 上行的煤炭采选、黑色、有色、化工、化纤等；但边际上看，11 月单月黑色、有色、化工等量、价、利润率多数回落，带动相关行业盈利增速明显回落。2）剔除价格因素的销售数量更能反映真实的供需变化，11 月 39 个细分行业中 17 个销售数量增速回落，相比 10 月略有好转。其中，销售数量回升较多的行业集中在中下游，具体包括：上游的化纤（受益于疫情和出口）、橡胶塑料（受益于疫情和缺芯好转），中游的汽车、通用设备、专用设备、电子通信、仪器仪表（均受益于缺芯好转）、废弃资源综合利用（受益于双碳），下游的家具制造（受益于地产纠偏和出口）、烟草制品等；销售数量回落较多的行业主要集中在上游的煤炭开采、油气开采、黑色、有色等（均受损于经济下行）。3）其他值得关注的行业包括：煤电价格涨跌幅扩大至 20% 之后，电力热力行业营收持续改善，但数量和盈利仍然回落，说明煤价仍然偏高，电厂“增收难增利”甚至“发得越多亏得越多”；11 月家具制造业销售数量、营收增速分别提升 9.1、9.3 个百分点，可跟地产销售好转相互印证，表明地产纠偏效果有所显现。

4、三因素导致库存增速再度大幅回升，后续可能步入主动去库；不同产业链继续分化

>整体看，1-11 月规模以上企业产成品库存增速回升 1.6 个百分点至 17.9%，创 2012 年初以来新高。11 月企业库存大幅增加，主因有三：一是政策支持下煤炭等大宗商品库存迅速增加；二是 PPI 高位推升表观库存读数；三是企业本身仍有补库意愿，证据在于 PMI 原材料库存边际回升以及剔除价格因素的实际库存延续回升。往后看，考虑到经济下行、需求趋弱以及 PPI 逐步回落，企业可能逐步步入主动去库。

>分产业链看，煤炭库存已经回到往年正常水平，投资链延续去库，消费链中汽车开始补库，纺织服装补库仍缓。高频数据看，保供政策支持下，煤炭港口、电厂库存均已回到甚至超过往年同期正常水平，后续保供措施可能逐步退出；基建、地产产业链的沥青、螺纹钢、PVC（主要用于管材）、铜等延续去库；消费链中，由于缺芯好转，汽车整车库存边际回升，后续可能步入主动补库，汽车产业链的天然橡胶等也开始补库；纺织服装产业链 PP（主要用于纤维制品）、涤纶长丝等补库速度仍然偏慢。

5、国企对民企利润挤压如期好转；企业杠杆小升，民企国企差值大幅收敛

>利润增速：1-11 月国企、民企利润两年复合增速分别为 25.6%、14.1%，前值为 26.9%、14.9%，二者差距有所收窄，表明国企对民企利润的挤压有所好转。往后看，延续此前判断，鉴于煤炭等大宗商品价格已经明显回落，国企对民企利润的挤压可能进一步好转。

>杠杆率：11 月工业企业资产负债率上升 0.1 个百分点至 56.4%。分所有制看，国企资产负债率提升 0.2 个百分点至 57.3%，民企资产负债率下降 0.2 个百分点至 58.1%；民企和国企的差值收敛至 0.8 个百分点。但从绝对值看，民企杠杆仍明显高于疫情之前，提示继续紧盯民企去杠杆进程。

6、展望 2022 年，重点关注 PPI-CPI 剪刀差收窄以及新老基建共同发力：1）综合过去 5 轮 PPI-CPI 剪刀差收窄的经验，剪刀差见顶之后，上游利润大概率向中下游传导，下游消费品制造、农林牧渔等行业盈利表现往往好于上游周期行业；2）2022 年新老基建共同发力有望增强老基建相关行业盈利（钢铁、有色、玻璃等）的韧性，增加新基建相关行业盈利（光伏设备、5G 通信基站等）的弹性。

风险提示：疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

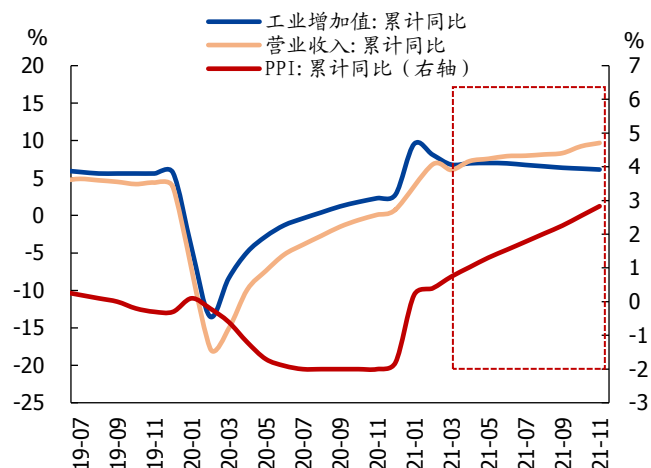
研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

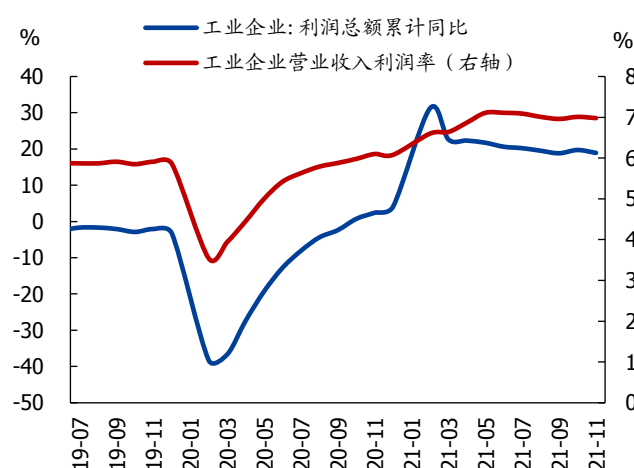
- 1、《上游挤压下游仍未缓解—兼评 10 月工业企业利润》2021-11-27
- 2、《结构有亮点，“三重压力”仍大一全面解读 11 月经济》2021-12-15
- 3、《不寻常的纠偏—逐句解读中央经济工作会议》2021-12-11
- 4、《上下游传导正在发生—兼评 11 月通胀》2021-12-09
- 5、《强出口的驱动因素有变化》2021-12-08
- 6、《变局与破局—2022 年宏观经济与资产配置展望》2021-11-29

图表 1: 价格因素继续支撑企业营收



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 2: 工业企业利润增速小幅回落



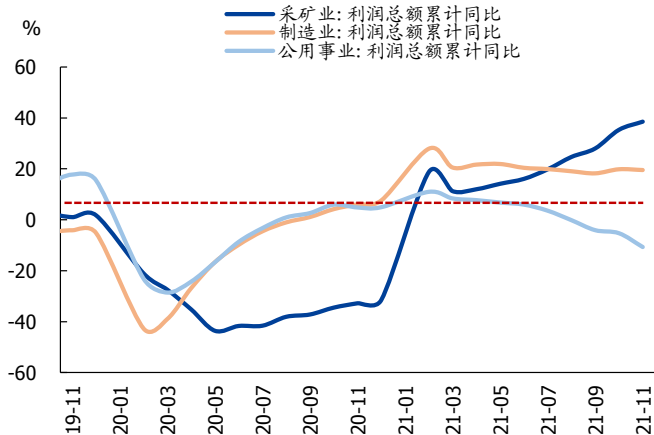
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 3: 上游对中下游利润的挤压边际上略有改善

	利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	上游合计 (采掘+原材料)	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-11	12.44%	39.92%	52.36%	28.72%	14.28%	4.64%
2021-10	12.06%	40.37%	52.42%	28.22%	14.17%	5.18%
2021-09	11.04%	40.36%	51.41%	28.69%	14.47%	5.43%
2021-08	10.55%	40.77%	51.32%	28.19%	14.61%	5.89%
2021-07	9.77%	40.68%	50.45%	28.63%	14.72%	6.20%
2021-06	9.06%	40.47%	49.53%	29.17%	14.94%	6.36%
2021-05	8.79%	40.81%	49.60%	28.60%	15.29%	6.52%
2021-04	8.37%	39.66%	48.02%	28.59%	16.41%	6.97%
2021-03	8.32%	37.91%	46.23%	28.51%	17.76%	7.49%
2021-02	8.87%	37.01%	45.88%	26.64%	19.78%	7.70%
2020-12	5.51%	32.51%	38.02%	34.89%	19.07%	8.01%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (四舍五入可能导致表格中取值存在细微差异)

图表 4: 公用事业利润两年复合增速降幅进一步扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速)

图表 5: 11 月上游行业盈利边际回落, 中下游行业盈利边际改善

		营收			PPI			数量			利润率		
		2021-10	2021-11	营收增速变化	2021-10	2021-11	PPI增速变化	2021-10	2021-11	数量增速变化	2021-10	2021-11	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	130.9%	100.6%	-30.3%	103.7%	88.8%	-14.9%	13.4%	6.3%	-7.1%	21.5%	22.3%	0.8%
	油气开采	58.8%	52.8%	-6.0%	59.7%	68.5%	8.8%	-0.6%	-9.3%	-8.8%	23.1%	22.2%	-0.9%
	黑色采矿	49.6%	10.1%	-39.5%	17.2%	9.5%	-7.7%	27.6%	0.5%	-27.1%	15.1%	14.3%	-0.8%
	有色采矿	50.9%	16.6%	-34.2%	12.7%	13.1%	0.4%	33.9%	3.1%	-30.8%	17.5%	17.6%	0.1%
	非金属采矿	9.6%	13.3%	3.8%	5.3%	6.4%	1.1%	4.0%	6.5%	2.5%	10.2%	10.4%	0.3%
上游 原材料	燃料加工	40.3%	36.7%	-3.6%	53.0%	53.1%	0.1%	-8.3%	-10.7%	-2.4%	6.1%	5.8%	-0.3%
	化工制造	30.1%	21.4%	-8.7%	31.5%	29.6%	-1.9%	-1.1%	-6.3%	-5.3%	10.0%	10.0%	0.0%
	医药制造	7.3%	4.7%	-2.6%	-0.5%	0.1%	0.6%	7.9%	4.6%	-3.2%	20.9%	20.7%	-0.2%
	化纤制造	15.8%	63.3%	47.5%	27.0%	24.6%	-2.4%	-8.8%	31.1%	39.9%	6.5%	6.4%	0.0%
	橡胶塑料	4.3%	11.6%	7.2%	5.8%	6.3%	0.5%	-1.4%	5.0%	6.3%	5.7%	5.8%	0.0%
	非金属矿物制品	11.2%	11.6%	0.4%	12.0%	13.2%	1.2%	-0.7%	-1.5%	-0.7%	8.2%	8.5%	0.2%
	黑色冶炼	23.0%	12.6%	-10.4%	39.9%	31.0%	-8.9%	-12.0%	-14.0%	-2.0%	5.0%	4.7%	-0.3%
	有色冶炼	41.4%	22.0%	-19.5%	29.5%	26.5%	-3.0%	9.2%	-3.6%	-12.8%	4.7%	4.6%	-0.1%
	金属制品	7.6%	14.2%	6.6%	10.0%	10.1%	0.1%	-2.2%	3.7%	5.9%	4.4%	4.7%	0.2%
中游 制造	通用设备	4.8%	11.5%	6.7%	2.7%	2.8%	0.1%	2.0%	8.4%	6.4%	6.7%	6.8%	0.1%
	专用设备	-9.6%	-5.3%	4.3%	1.2%	1.3%	0.1%	-10.7%	-6.5%	4.2%	8.0%	8.0%	0.0%
	汽车制造	-8.5%	-1.4%	7.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	-8.4%	-1.6%	6.8%	6.1%	6.2%	0.0%
	交运设备	12.0%	15.8%	3.9%	1.5%	1.7%	0.2%	10.3%	13.9%	3.6%	4.9%	5.2%	0.3%
	电气机械	19.0%	19.5%	0.5%	7.2%	7.7%	0.5%	11.0%	10.9%	0.0%	5.3%	5.4%	0.1%
	电子通信	9.7%	15.0%	5.3%	1.6%	1.7%	0.1%	7.9%	13.1%	5.1%	5.5%	5.4%	0.0%
	仪器仪表	6.8%	12.6%	5.8%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	7.0%	13.0%	5.9%	10.4%	10.6%	0.3%
	其他制造	13.2%	-4.1%	-17.3%	0.9%	1.5%	0.6%	12.2%	-5.5%	-17.7%	5.4%	5.4%	0.0%
	废弃资源利用	41.1%	59.1%	18.0%	20.5%	19.7%	-0.8%	17.1%	32.9%	15.8%	3.4%	3.4%	0.0%
	金属制品、机械设 备修理	9.0%	20.1%	11.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	8.9%	20.4%	11.5%	5.0%	5.5%	0.5%
下游 消费	农副食品	11.5%	15.5%	4.0%	2.7%	3.4%	0.7%	8.6%	11.7%	3.2%	3.1%	3.2%	0.1%
	食品制造	10.4%	11.2%	0.8%	2.6%	3.5%	0.9%	7.6%	7.4%	-0.2%	7.5%	7.6%	0.0%
	酒类饮料	8.3%	8.1%	-0.3%	1.2%	1.0%	-0.2%	7.1%	7.0%	-0.1%	16.5%	16.1%	-0.5%
	烟草制品	0.9%	8.8%	8.0%	0.5%	0.6%	0.1%	0.4%	8.2%	7.8%	13.1%	12.5%	-0.6%
	纺织	4.3%	6.5%	2.2%	8.5%	9.2%	0.7%	-3.9%	-2.5%	1.4%	4.2%	4.4%	0.2%
	纺织服装	8.5%	6.7%	-1.8%	0.8%	1.1%	0.3%	7.7%	5.6%	-2.1%	4.5%	5.0%	0.5%
	皮革制鞋	10.2%	11.6%	1.4%	0.5%	0.9%	0.4%	9.7%	10.6%	0.9%	5.1%	5.0%	0.0%
	木材加工	11.8%	15.9%	4.1%	3.0%	3.7%	0.7%	8.5%	11.8%	3.3%	3.6%	3.8%	0.2%
	家具制造	-2.5%	6.8%	9.3%	0.8%	1.0%	0.2%	-3.3%	5.8%	9.1%	5.3%	5.4%	0.1%
	造纸	8.6%	5.2%	-3.4%	5.8%	6.6%	0.8%	2.6%	-1.3%	-3.9%	5.8%	5.8%	0.0%
	印刷	5.5%	7.4%	1.9%	1.0%	1.6%	0.6%	4.5%	5.7%	1.3%	5.3%	5.5%	0.2%
	文体用品	6.6%	11.5%	4.9%	1.1%	1.8%	0.7%	5.4%	9.5%	4.1%	4.7%	4.9%	0.2%
	公用事业												
公用 事业	电力热力	14.1%	15.4%	1.2%	0.8%	2.4%	1.6%	13.2%	12.7%	-0.6%	4.2%	3.6%	-0.6%
	燃气生产	37.6%	39.5%	2.0%	9.4%	10.9%	1.5%	25.8%	25.8%	0.1%	7.7%	7.3%	-0.4%
	水的生产供应	9.4%	11.1%	1.6%	1.5%	1.3%	-0.2%	7.8%	9.7%	1.8%	11.6%	11.6%	0.0%

 资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算(注: 以上数据均采用 11 月当月同比, 其中数量增速 = $(1 + \text{营收增速}) / (1 + \text{PPI 增速}) - 1$)

图表 6: 11 月工业企业库存增速创 2012 年初以来新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 剔除价格因素的实际库存回升



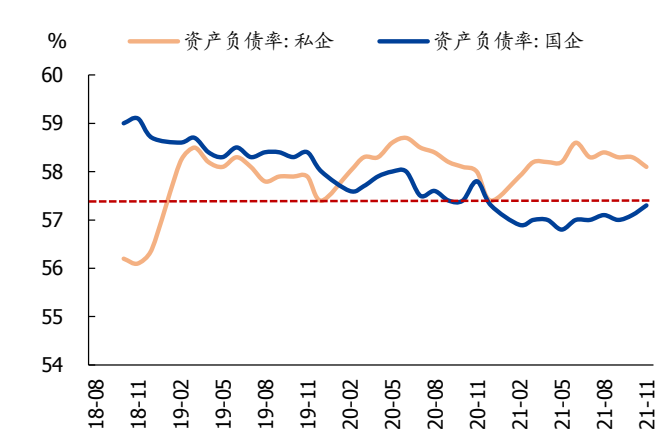
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 国企对民企盈利的挤压有所好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 私企和国企资产负债率之差明显收敛



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

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_35178

