

2021年11月工业企业利润数据点评

增速放缓，结构改善

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

ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事件：2021年1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额79750.1亿元，同比增长38.0%，比2019年1-11月份增长41.3%，两年平均增长18.9%。

1、今年前11个月工业企业利润增速明显放缓。从量、价和利润率三个维度拆分，工业增加值和利润率共同拖累1-11月的工业企业利润增速。今年1-11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6.1%、2.8%和8.7%，而今年1-10月分别为6.3%、2.5%和9.5%。PPI累计同比上行，价格是唯一对工业企业利润有正向边际贡献的因素。

2、利润结构边际上有所改善。分所有制看，各所有制企业的利润增速悉数放缓，国有企业利润的两年平均增速仍居首位，但国企相对私营企业两年平均利润增速差收敛了0.6个百分点。**分行业看**，除上游外，下游子行业的利润两年平均增速也有超半数回升，而中游原材料和中游制造业边际改善的子行业不多，作为上下游行业之间的“夹心层”仍面临较大的成本上涨压力。随着煤炭系、钢铁系和原油系商品现货价格的调整，未来行业盈利分化的趋势或将改善。

3、工业企业产成品库存回升，重回“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。四季度工业生产在上游供给约束放松之下小幅回温，但需求端仍相对疲弱，产成品库存可能继续上升。

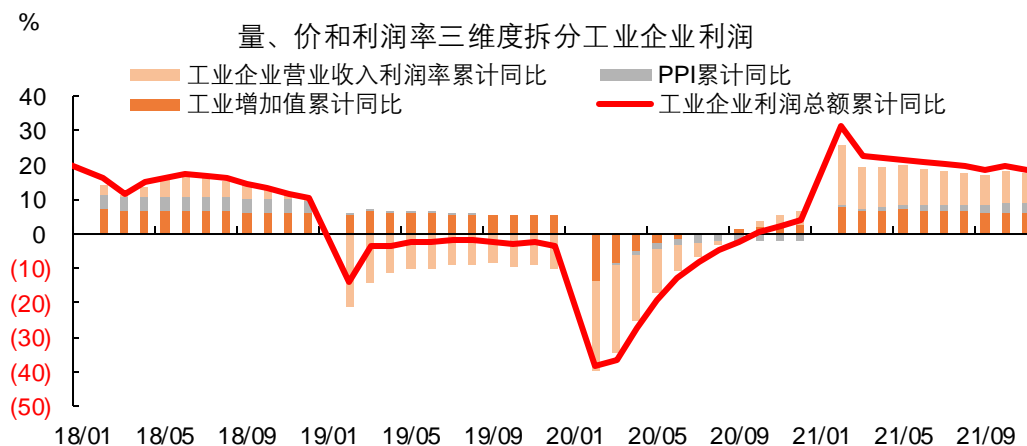
4、私营企业今年前11个月利润走弱，但回款状况继续改善。私营企业利润两年平均增速环比下滑0.8个百分点，持平于工业企业整体；应收账款平均回收期环比缩短0.2天，优于工业企业整体；资产负债率环比下行0.2个百分点。尽管私营企业11月回款能力有所加快，但和2019年同期相比，仍是各所有制企业中，唯一还没有回到疫情前水平的，作为经济薄弱环节仍需政策的定向支持。

总的来说，今年1-11月工业企业利润增速整体下滑，但结构方面出现改善迹象。前11个月工业企业利润增速受“量”和“利润率”的下行拖累走弱，但国有企业相对私营企业的增速差收敛、超半数下游企业的两年平均利润增速环比改善。利润结构的改善既得益于减税降费、融资支持等助企纾困政策，又受到上游煤炭系、钢铁系和原油系商品现货价格调整的影响。不过，结构改善难掩总量下滑，若后续终端需求继续走弱，工业生产有走向“主动去库存”的风险。我们认为，政策总量上托底经济的必要性上升，结构上仍需继续加大对重点领域和薄弱环节的定向支持。中央经济工作会议定调后，2022年积极的财政政策支出节奏将会“前置”，力度依然可观；稳健的货币政策“灵活适度”，降准降息空间均已打开；产业政策着力于保市场主体，调整、纠偏的同时，继续改善中下游行业的生产经营环境。

工业企业利润增速明显下滑。2021年11月单月同比从24.6%下滑到9.0%，而以2019年为基期的两年平均同比从26.4%下滑到12.2%。今年前11个月工业企业利润累计同比从42.2%下滑到38.0%，两年平均同比从19.7%下滑到18.9%，下滑节奏明显加快。总的来说，终端需求回落，正逐步映射到工业企业利润数据上。

从量、价和利润率三个维度拆分，工业增加值和利润率共同拖累今年前11个月的工业企业利润增速。工业企业利润等于量×价×利润率，分别用工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比，来拆分工业企业利润增速的变动。今年1-11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6.1%、2.8%和8.7%，而今年1-10月分别为6.3%、2.5%和9.5%。对比可知，1-11月工业企业利润增速的下滑主要是工业增加值和工业企业营收利润率两者的共同拖累。尽管PPI单月同比已见顶，但累计同比仍在上行，因此价格是唯一年前11个月工业企业利润增速有正向边际贡献的因素。

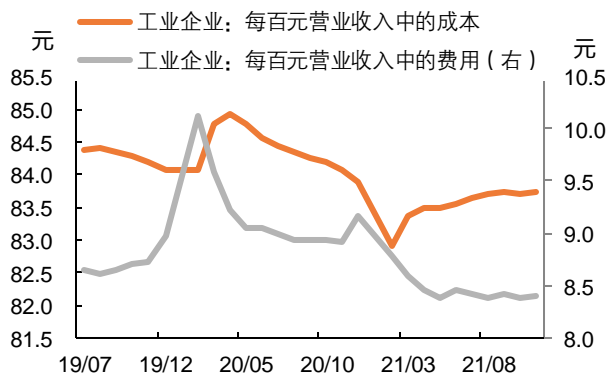
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年平均增速

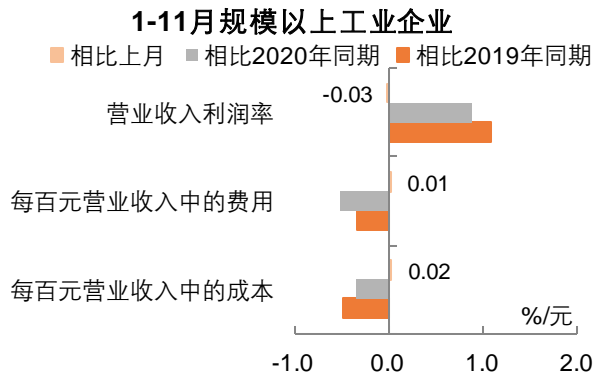
今年1-11月工业企业营业收入利润率6.98%，在上月短暂回暖后重回下行通道。主要因原材料涨价带动成本回升（和PPI同比见顶回落不同，反映原材料价格变化趋势的PPIRM同比11月从前值17.1%进一步提高到17.4%），1-11月每百元营业收入的成本83.72元，环比增加0.02元，延续了2021年3-9月的上升趋势，和2月低点相比提高了0.77元。工业企业每百元营业收入的费用从上月的8.39元上升到8.40元。成本和费用同步回升，使得工业企业的营收利润率环比回落。

图表2 今年1-11月工业企业的成本和费用同步上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

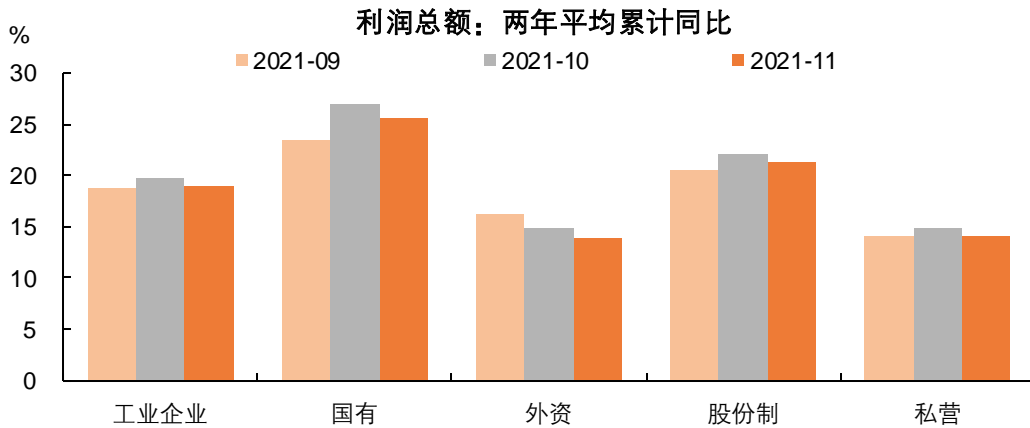
图表3 成本、费用上升，令1-11月的营收利润率下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

分所有制看，国企、外企、股份制企业和私营企业的利润两年平均增速悉数放缓。国企、外企、股份制企业和私营企业今年1-11月的利润两年平均增速，分别从前10个月的26.9%、14.8%、22.1%和14.9%，下滑到25.6%、13.9%、21.4%和14.1%。煤炭保供稳价政策持续推进，加之终端需求低迷，黑色商品价格多数调整，导致主要处于产业链中上游的国有企业利润增速降幅最大。多处于产业链中下游的私营企业和股份制企业每百元营业收入的成本分别环比下降0.15元、0.02元，受益于保供稳价政策，它们的成本压力边际缓解。国企和私营营业的利润两年平均增速差，较前10个月收敛了0.6个百分点，保供稳价政策改善利润再分配的效果逐步显现。

图表4 和今年1-10月相比，1-11月国企、股份制企业、外企和私营企业的利润两年平均增速悉数放缓



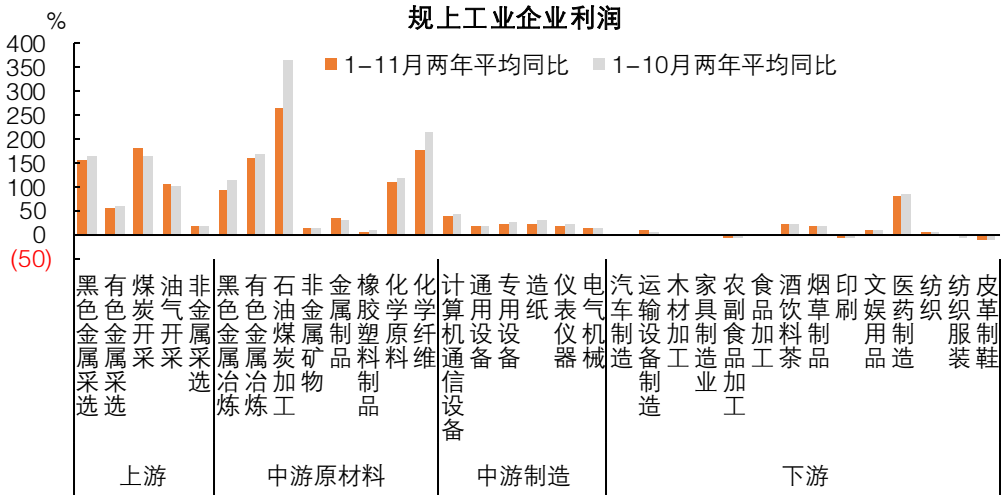
资料来源:Wind, 平安证券研究所

分行业看，同样能看到利润在行业间的分配格局出现改善迹象，部分下游行业利润增速回暖。

从两年平均的利润增速变化看，和今年1-10月相比，前11个月回升的上游、中游原材料、中游制造和下游行业分别有3个（共5个）、2个（共8个）、1个（共6个）和8个（共14个）。总体来看，上游和下游行业利润两年平均增速提高的行业占比均过半；中游原材料和中游制造业边际改善的子行业不多，作为上、下游行业之间的“夹心层”，仍面临较大的成本上涨压力。具体行业中，煤炭开采1-11月的两年平均利润增速从上月的36.6%提高到49.2%，增幅最大，不过如果从单月数据看，煤炭开采业利润总额的两年平均增速已经从上月的130.1%下滑至106.2%，和煤炭价格大幅调整的趋势一致；1-11月处于下游的纺织服装业利润的两年平均增速环比提高了7.4个百分点，增幅在主要行业位居第二，得益于生产的稳定恢复、“双十一”消费旺季下的价格回升。受益于高附加值产品产量增加、集装箱需求增长强劲等原因，装备制造业中的运输设备制造业利润的两年平均累计增速较上月提高了5.5个百分点，增幅在主要行业位居第三。

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。今年1-11月有12个制造业子行业的利润两年平均增速超过30%，其中10个属于上游采掘及中游原材料板块，其余两个分别属于中游制造里的计算机通信设备和下游的医药制造业。1-11月有3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，值得注意的是，消费品制造业利润增速正逐步改善，统计局公告显示，在消费品生产稳定恢复、价格回升等因素带动下，消费品制造业利润同比增长13.6%，较上月明显加快10.0个百分点，增速连续两个月回升，增速高于规模以上工业平均水平4.6个百分点。

图表5 利润的行业结构有所改善，部分下游行业利润增速回暖

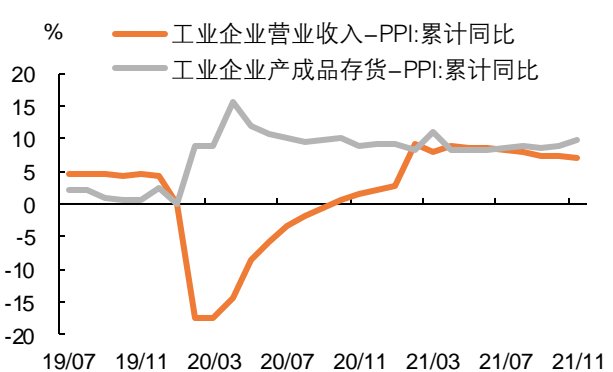


资料来源:Wind, 平安证券研究所

工业企业产成品库存回升，延续“被动补库存”状态。1-11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则从11.5%回升到12.5%。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比处于历史较高水平，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，四季度工业生产在上游供给约束放松后小幅回温，但需求端仍相对疲弱，产成品库存短期可能继续上升。

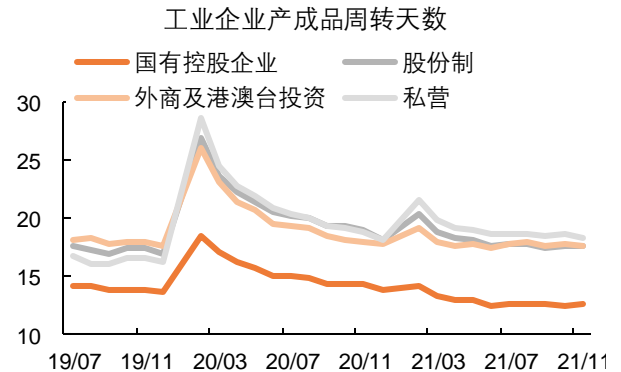
工业企业产成品存货周转天数持平。工业企业产成品存货周转天数为17.4天，与上月持平。分所有制看，国有企业的库存周转天数环比延长了0.1天，可能和保供稳价政策执行力度加大有关；私营企业环比改善，库存周转天数从18.6天小幅缩短到18.4天。

图表6 剔除价格影响后，营收增速下、库存增速上



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 今年1-11月的私营企业库存周转天数环比下降



资料来源:wind, 平安证券研究所

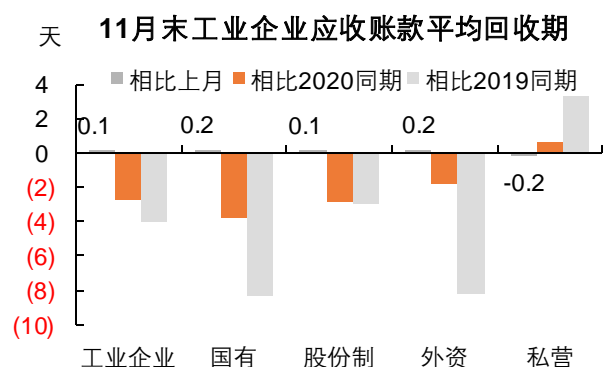
各所有制企业中，私营企业回款能力11月改善速度有所加快，但仍大幅弱于疫情前。11月末工业企业应收账款平均回收期为51.7天，和上月相比延长了0.1天，比2019年同期缩短4.0天，企业应收账款的回收能力绝对水平强于2019年，但边际趋弱。分所有制看：11月国企、外企、股份制企业和私营企业的应收账款平均回收期，分别环比增0.2天、增0.2天、增0.1天和少0.2天。和2019年同期相比，11月国企、外企、股份制企业和私营企业的应收账款平均回收期，分别少8.3天、

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

少 8.2 天、少 3.0 天和增 3.3 天。可见尽管私营企业 11 月回款能力有所加快，但和疫情前相比，仍是各所有制企业中，唯一还没有回到疫情前水平的。随着因城施策框架下各地出台政策促进房地产市场健康发展和良性循环，以及隐性债务监管基调从“化解”到“严控增量”，和房企、城投打交道的民营企业销售回款能力预计将继续边际改善。

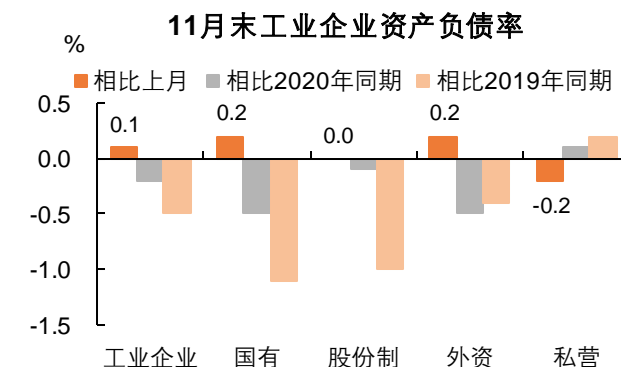
各所有制企业中，11 月仅私营企业的资产负债率环比下滑。11 月末工业企业资产负债率 56.4%，较上月提高 0.1 个百分点，和 2019 年同期相比下降了 0.5 个百分点。11 月末私营企业的资产负债率 58.1%，环比下滑 0.2 个百分点，因对未来预期仍有待恢复，私营企业加杠杆意愿不强。11 月末国有企业的资产负债率为 57.3%，环比提高 0.2 个百分点，融资环境改善，以及开发商融资放松后，属于央企和国企的开发商相对更为受益，可能是 11 月国企资产负债率上升的主因。对比 2019 年同期，私营企业和国企的资产负债率分别上升 0.2 个百分点、下降 1.1 个百分点，大宗商品价格暴涨导致的利润再分配是主因。从保市场主体的角度看，保供稳价政策仍需坚持。

图表8 对比 2019 年同期，2021 年 11 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 11 月仅私营工业企业的资产负债率环比下滑，国有、外资企业加杠杆



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_35200

