

总量研究

盈利增速如期回落，上游降、中游稳、下游增

——2021 年 11 月工业企业盈利数据点评

要点

事件：

11 月份，工业企业利润当月同比增长 9.0%，两年复合平均增长 12.2%；1-11 月，工业企业利润同比增长 38.0%，两年复合平均增长 18.9%。

核心观点：

11 月工业企业盈利增速如期回落，结构分化有所改善。具体来看，工业品价格见顶回落，企业利润率大幅走低，是驱动盈利增速放缓的主要原因；分结构来看，行业均衡性有所改善，但改善幅度不及预期。中游装备制造的盈利增速虽由负转正，但部分行业盈利增速处于负区间，仍需进一步巩固；下游消费品则受益于生产恢复与价格回升的带动，盈利增速恢复较快，利润占比持续提升。

向前看，在工业品价格持续回落下，企业盈利增速下行趋势已定，将逐步回归稳步增长区间，盈利结构也将持续优化。但同时也应看到，现阶段制造业企业复苏的根基不稳，中下游企业面临的成本压力仍然较大，企业库存持续高企，融资需求延续疲弱。下阶段，需要继续加大对制造业的精准支持，进一步做好保供稳价工作，保持适度宽松的货币政策环境，促进工业经济健康稳定运行。

驱动：利润率走低，驱动企业盈利增速明显回落

价格层面，价格见顶回落，对盈利支撑减弱。11 月 PPI 同比增长 12.9%，比 10 月下降 0.6 个百分点；11 月 PPI 环比涨幅较上月缩窄 2.5 个百分点至 0%。在后续工业品价格增速持续回落下，企业盈利增速或将继续放缓。

量的层面，供给约束有所缓解。11 月工业增加值同比增长 3.8%，相比上月回升 0.3 个百分点，保供稳价措施成效显著，供应紧张情况有所缓解。

利润率层面，营业利润率走低带动盈利增速回落。11 月工业企业营业收入利润率为 6.67%，相比上年同期回落 0.3 个百分点，利润率走低驱动盈利增速显著回落。

结构：分化缓解，下游消费品盈利恢复继续加快

从大类行业来看，11 月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额分别同比增长 249.1%、5.0%、-101.9%，相比上月分别变化 31.4、-8.1、-49.2 个百分点，采矿业依然是驱动利润增长的核心贡献力量。

从各大类行业利润占比来看，11 月采矿业利润占比见顶回落，由上月的 19.9% 回落 4.1 个百分点至 15.8%；制造业利润占比则相比上月上行 7.4 个百分点至 84.3%，上游原材料价格回落下，中下游行业盈利恢复加快。

从制造业内部来看，结构分化明显缓解，下游消费品恢复继续加快。11 月，上游原材料制造业盈利增速大幅回落；中游制造业利润同比增速由负转正，但部分行业盈利增速处于负区间，仍需进一步巩固；下游消费品则受益于生产恢复与价格回升的带动，盈利增速恢复较快，利润占比持续提升。

库存：被动补库延续，制造业复苏根基不稳

11 月工业企业产成品库存同比增长 17.9%，比 10 月末继续回升 1.6 个百分点，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；在企业盈利和营收增速相继回落下，企业库存持续高企，制造业复苏根基不稳，仍需宏观政策持续发力。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

权利重塑：选区划分将如何影响美国中期选举？——《大国博弈》系列第十四篇暨光大宏观周报（2021-12-26）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

全球能源革命：一场政治与经济博弈——《全球能源革命系列》第一篇（2021-12-21）

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角——美联储观察系列五（2021-12-20）

超万亿财政余粮就位，一季度蓄势待发——光大宏观周报（2021-12-19）

要素改革如何推动共同富裕：美日德三国经验——《共同富裕》系列第四篇（2021-12-17）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021 年 11 月 PMI 数据点评（2021-11-30）

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）

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）

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、盈利增速如期回落，上游降、中游稳、下游增.....	3
二、驱动：利润率走低，驱动企业盈利增速明显回落	4
三、结构：分化缓解，下游消费品盈利恢复继续加快	5
四、库存：被动补库延续，私企杠杆率走低	7
五、展望：盈利增速下行趋势已定，结构将继续优化	8

图目录

图 1：11 月工业企业利润增速明显回落	4
图 2：拆分三因素来看，价格、利润率支撑作用明显减弱	4
图 3：工业品价格见顶回落，但仍维持相对高位	5
图 4：1-11 月工业企业利润率相比 1-10 月回落	5
图 5：三大类行业企业利润增速均有所放缓	5
图 6：采矿业利润率继续上升至年内高点	5
图 7：制造业上下游利润分化继续加大	6
图 8：11 月上游原材料加工业利润占比大幅缩小	6
图 9：私营企业经营状况大幅改善，企业间分化缩窄	7
图 10：私营企业营业成本压力有所缓解	7
图 11：工业企业被动补库阶段持续	8
图 12：11 月末企业微观杠杆率较上月略微回升	8

表目录

表 1：2021 年 11 月，工业企业利润增速明显回落	3
------------------------------------	---

一、盈利增速如期回落，上游降、中游稳、下游增

事件：2021年12月27日，国家统计局公布11月工业企业盈利数据。11月份，工业企业利润当月同比增长9.0%，两年复合平均增长12.2%；1-11月，工业企业利润同比增长38.0%，两年复合平均增长18.9%。

核心观点：

11月工业企业盈利增速如期回落，结构分化有所改善。具体来看，工业品价格见顶回落，企业利润率大幅走低，是驱动盈利增速放缓的主要原因；分结构来看，行业均衡性有所改善，但改善幅度不及预期。中游装备制造的盈利增速虽由负转正，但部分行业盈利增速处于负区间，仍需进一步巩固；下游消费品则受益于生产恢复与价格回升的带动，盈利增速恢复较快，利润占比持续提升。

向前看，在工业品价格持续回落下，企业盈利增速下行趋势已定，将逐步回归稳步增长区间，盈利结构也将持续优化。但同时也应看到，现阶段制造业企业复苏的根基不稳，中下游企业面临的成本压力仍然较大，企业库存持续高企，融资需求延续疲弱。下阶段，需要继续加大对制造业的精准支持，进一步做好保供稳价工作，保持适度宽松的货币政策环境，促进工业经济健康稳定运行。

表 1：2021 年 11 月，工业企业利润增速明显回落

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 (当年累计)	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
	11 月实际值	9.0	38.0	20.3	6.98	17.9
	两年复合平均	12.2	18.9	9.7	--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：利润率走低，驱动企业盈利增速明显回落

11月工业企业利润增速明显回落。2021年11月，工业企业利润同比增长9.0%，增速较10月份回落15.6个百分点。与2019年同期相比，两年平均增长12.2%，较10月份回落14.2个百分点。

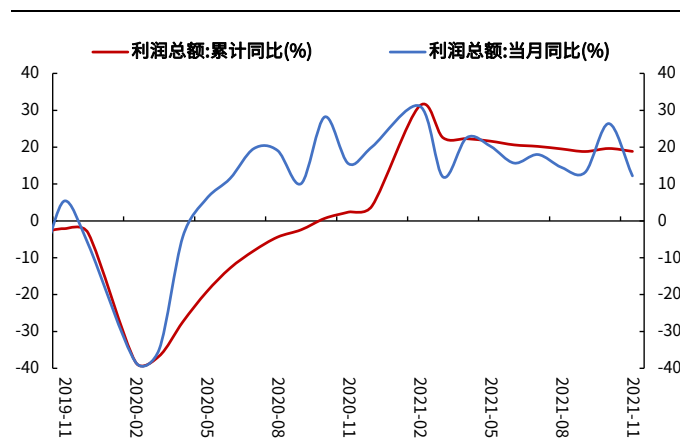
为了衡量11月工业企业利润增长由哪些因素驱动，我们将工业企业利润拆分成了三部分，即价、量、利润率，通过观察这三个因素的边际变化，来观测企业利润单月变化的核心驱动。

价：价格见顶回落，对盈利支撑减弱。11月工业品价格增速边际放缓，但仍维持在相对高位，PPI同比增长12.9%，比10月下降0.6个百分点；环比来看，11月PPI环比涨幅较上月缩窄2.5个百分点至0%。价格见顶回落下，对工业企业盈利的支撑作用减弱。

量：供给约束有所缓解。11月工业增加值增长3.8%，相比上月回升0.3个百分点，11月国家发改委等部门出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显著，供应紧张情况有所缓解，制造业产能加快释放。

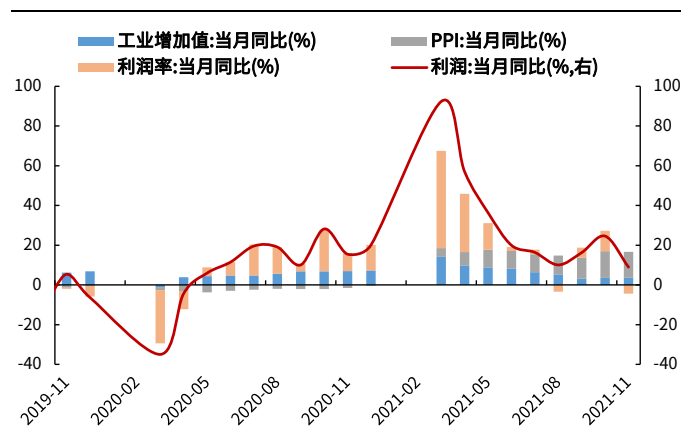
利润率：营业利润率走低带动盈利增速回落。11月，规上工业企业营业收入利润率为6.67%，比上月下降0.73个百分点，相比上年同期回落0.30个百分点，利润率走低驱动盈利增速明显回落；1-11月，规上工业企业营业收入利润率为6.98%，比1-10月回落0.03个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.73个百分点，增幅相比上月明显回落。

图 1：11月工业企业利润增速明显回落



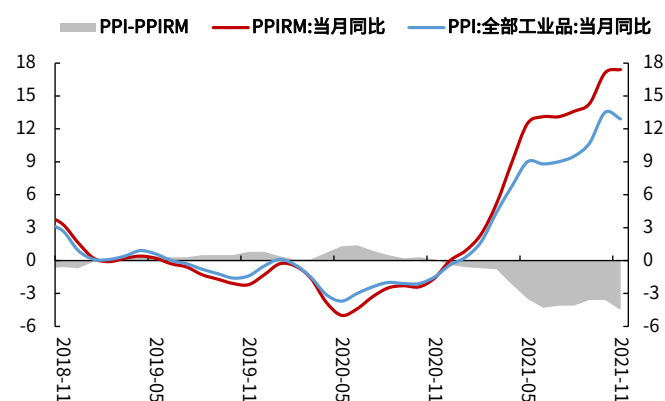
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021年各月数据为两年复合平均增速）

图 2：拆分三因素来看，价格、利润率支撑作用明显减弱



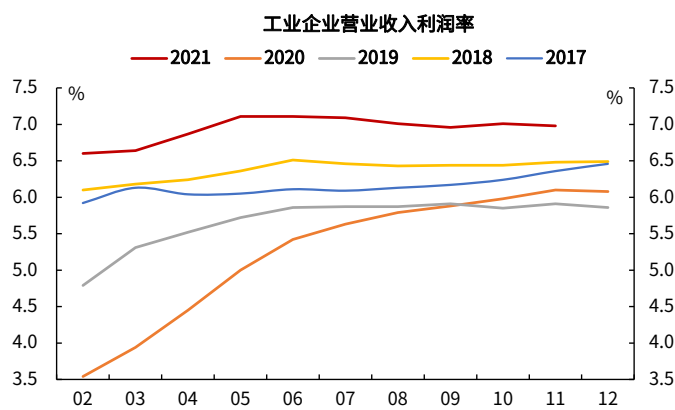
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：工业品价格见顶回落，但仍维持相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-11 月工业企业利润率相比 1-10 月回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

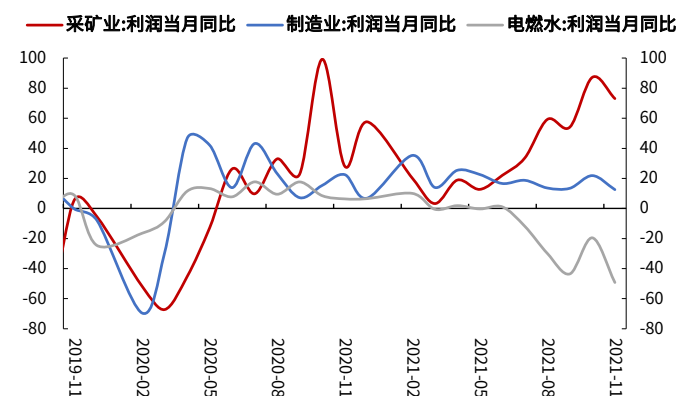
三、结构：分化缓解，下游消费品盈利恢复继续加快

11 月工业企业利润结构分化有所缓解。从大类行业来看，11 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 249.1%、5.0%、-101.9%，相比上月分别变化 31.4、-8.1、-49.2 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，11 月采矿业利润占比见顶回落，由上月的 19.9% 回落 4.1 个百分点至 15.8%，主要源自 11 月一系列保供稳价措施的出台，煤炭等价格明显回落；制造业利润占比为 84.3%，相比上月上行 7.4 个百分点，上游价格回落下，中下游行业利润有所缓解；11 月电燃水供应业利润为负值，煤炭价格处于历史相对高位，电力供应业面临较大成本压力。

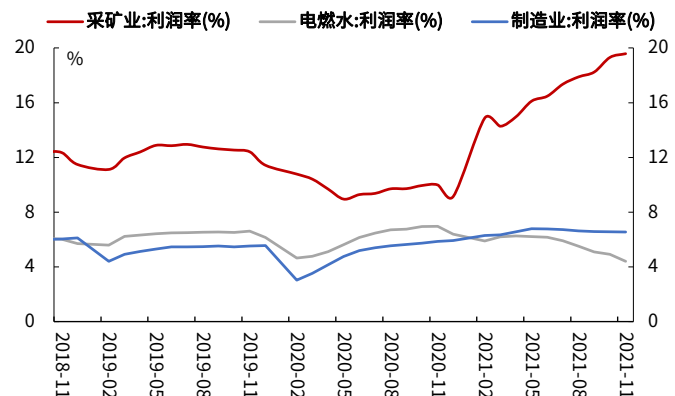
从大类行业利润率来看，1-11 月采矿业利润率为 19.59%，相比 1-10 月继续提升；制造业和电燃水利润率则在继续下滑，分别由 1-10 月的 6.57%、4.92% 下滑至 1-11 月的 6.56%、4.41%，是企业利润率大幅下滑的主要来源。

图 5：三大类行业企业利润增速均有所放缓



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：%

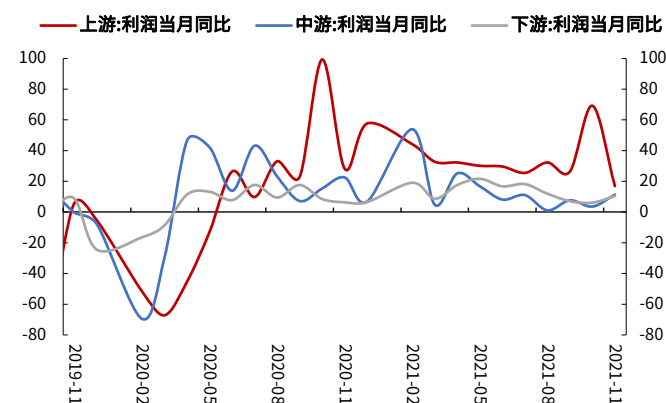
图 6：采矿业利润率继续上升至年内高点



资料来源：Wind，光大证券研究所

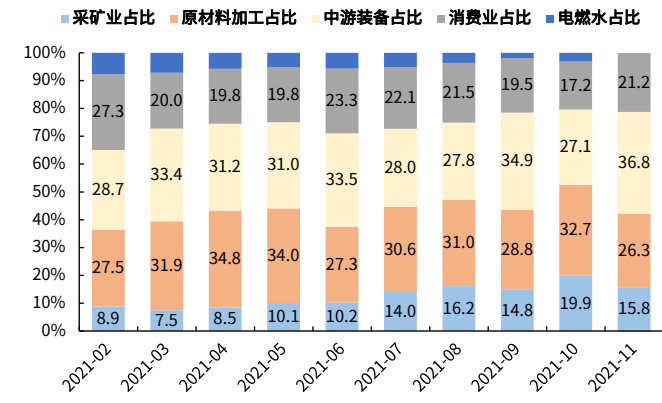
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品业制造业¹。

图 7：制造业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 8：11 月上游原材料加工业利润占比大幅缩小



资料来源：Wind，光大证券研究所

上游原材料制造业：价格回落致盈利增速大幅走低

受煤炭价格回落等因素推动，原材料制造业利润增速回落明显。11 月份，原材料制造业利润同比增长 6.5%，两年平均增长 16.8%，相比上月回落 37.1 个百分点。从利润占比来看，11 月份上游原材料制造业利润占比为 26.3%，相比上月下行 6.32 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速回落较快，分别由上月的 57.3%、167.9%下滑至 11 月的-69.9%、69.2%。

中游装备制造业：缺芯等供应问题缓解，增速由负转正

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。11 月上游原材料价格回落，装备制造业盈利增速有所改善。

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_35203

