

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

为什么利润增速大幅下滑?

2021年12月27日

摘要:

- **为什么利润增速大幅下滑?** 11月份,全国规模以上工业企业利润同比增长9.0%,增速较上月回落15.6个百分点;两年平均增长12.2%,增速较上月回落14.2个百分点,说明本月利润增速的下滑与基数上升的关系不大。

从总量上来看,利润增速回落的主要原因在于价格。11月PPI较上月回落0.6个百分点,对利润的支撑减弱。利润率方面,1-11月利润率为6.98%,较1-10月回落0.03个百分点,也对利润增速形成拖累。但从成本费用率观察利润率的变化,我们可以发现,工业企业营业成本累计同比出现了下降,加上11月PMI主要原材料价格也显著降低,意味着成本率上升(利润率下降)的原因更多在于价格的下跌,而不在于成本的提高。由此推断,利润率的下降放大了价格对于利润的影响。

从结构上来看,一是保供稳价效果持续显现,上游采掘业利润增长斜率放缓,中游原材料加工业增速下降。二是电煤价格维持高位,而电价上浮空间有限,发电企业盈利仍有困难,导致公用事业利润深度负增长。

- **利润结构改善,下游消费品景气度年内首次回升。**今年年初以来,由于大宗商品价格不断冲高,叠加消费较为疲软,下游消费品行业利润率与占比持续下行。而本月下游消费品行业利润率为6.20%,较上月回升0.03个百分点。下游消费品行业利润占比也回升0.02个百分点。下游消费品利润率和利润占比的回升均为年内首次,与PPI与CPI的剪刀差收窄的情况一致。往后看,PPI下行趋势确立,下游消费品行业成本压力将会逐步降低,下游行业利润有望加速好转。另一方面,下游制造业在出口景气与缺芯问题缓解的支撑下,盈利有所修复。
- **企业处于“被动补库存”阶段。**本期企业库存呈现“产成品存货上升、产成品周转天数持平”的组合。考虑到产成品库存同比已经连续两个月呈现上升的趋势,且工业企业营收和利润增速正步入下行通道,我们认为,企业处于“被动补库存”阶段。
- **风险因素:** 国内政策变化超预期;通货膨胀超预期等。

目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、为什么利润增速大幅下滑？	3
二、利润结构改善，下游消费品景气度年内首次回升	5
三、企业处于“被动补库存”阶段	6
风险因素	7

图 目 录

图 1：1-11 月工业企业利润累计同比大幅回落	3
图 2：成本率费用率均上升	4
图 3：上游采掘业利润增长斜率放缓，中游原材料加工业增速下降	4
图 4：电力、热力生产和供应业利润下滑严重	5
图 5：下游消费品行业利润率年内首次回升	5
图 6：下游消费品行业利润占比改善	6
图 7：企业库存增速回升	6

一、为什么利润增速大幅下滑？

11月工业企业利润同比增速明显下滑。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%，增幅收窄4.2个百分点，比2019年1—11月份增长41.3%，两年平均增长18.9%。11月份，全国规模以上工业企业利润同比增长9.0%，增速较上月回落15.6个百分点；两年平均增长12.2%，增速较上月回落14.2个百分点，说明本月利润增速的下滑与基数上升的关系不大。

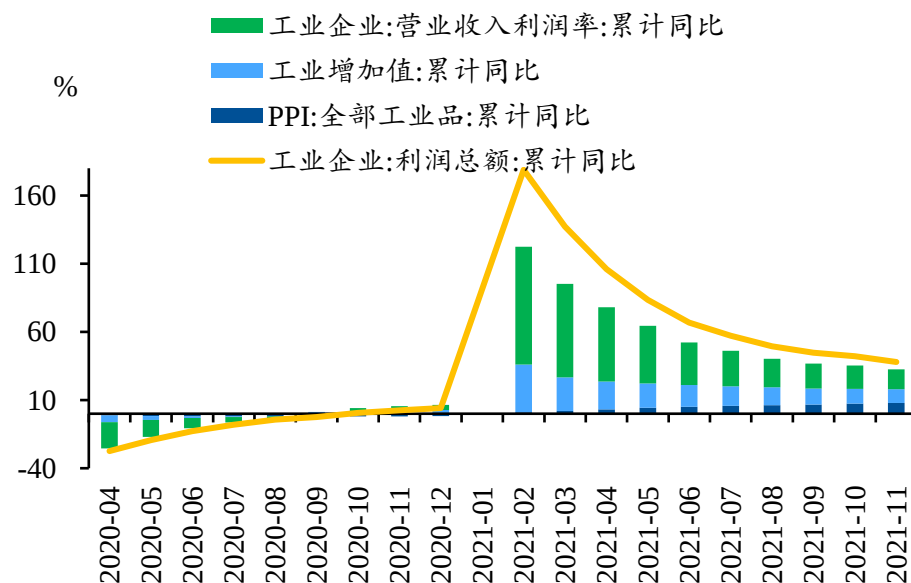
根据三因素框架拆解本期工业企业利润，利润增速回落的主要原因在于价格。

工业增加值方面，11月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，比上月加快0.3个百分点；两年平均增长5.4%，比上月加快0.2个百分点。

PPI方面，本期PPI同比增长12.9%，较上月回落0.6个百分点，对利润的支撑减弱。今年6月PPI同比从9%下滑至8.8%，利润增速随之大幅下降，与本期的情况较为一致。

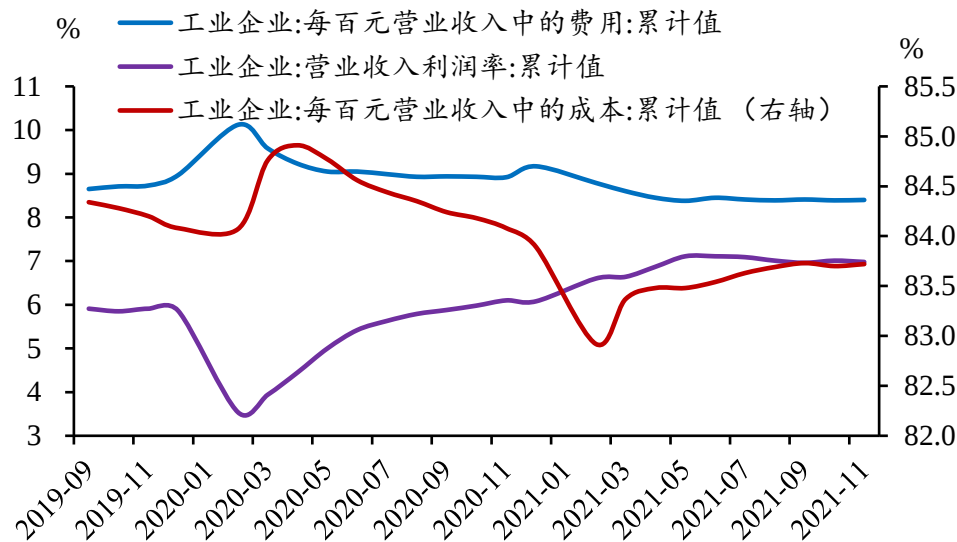
利润率方面，1—11月利润率为6.98%，较1—10月回落0.03个百分点，也对利润增速形成拖累。从成本费用率观察利润率的变化，每百元营业收入中的成本和费用较上月分别上升0.02、0.01个百分点，其中成本率的上升幅度相对较大。我们进一步分析工业企业成本的绝对值，可以发现，工业企业营业成本累计同比出现了下降，加上11月PMI主要原材料价格也显著降低，意味着成本率的上升（利润率的下降）的原因更多在于价格的下跌，而不在于成本的提高。由此推断，利润率的下降放大了价格对于利润的影响。

图 1：1-11 月工业企业利润累计同比大幅回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：成本率费用率均上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

从结构上来看，一是保供稳价效果持续显现，上游采掘业利润增长斜率放缓，中游原材料加工业增速下降。伴随保供稳价政策稳步推进，煤炭价格环比明显回落，煤炭行业利润增速较上月回落 129.9 个百分点，但由于同比价格涨幅仍然较高，行业利润同比增长依然保持在 308.1% 的高位。其他高耗能制造业，如黑色金属、有色金属、非金属产业链，在环保限产加上基建、地产需求两弱的格局之下，利润增速进一步回落。另一方面，石油相关行业受原油价格同比上涨明显、同期基数较低等因素共同作用，利润增速有所加快。

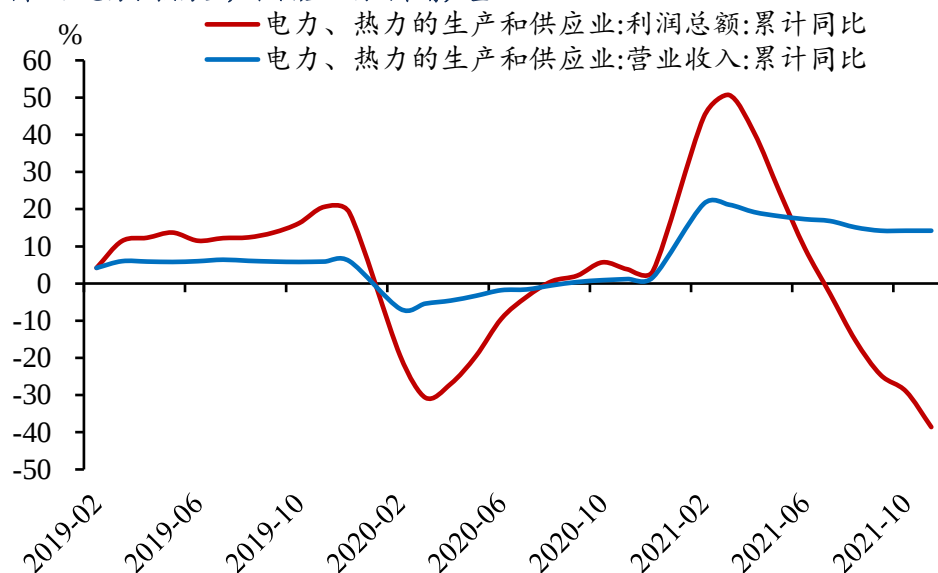
图 3：上游采掘业利润增长斜率放缓，中游原材料加工业增速下降

单位：%	指标名称	2021-3	2021-4	2021-5	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11
上游采掘	煤炭开采	94.3	91.5	109.4	113.8	127.9	145.3	172.2	210.2	222.6
	石油开采	18.4	119.4	273.1	248.6	266.7	265.1	267.2	262.7	284.3
	黑色采选	780.4	194.4	201.6	187.9	189.8	167.8	145.8	119.9	114.3
	有色采选	95.2	100.6	94.4	83.5	79.2	70.4	57.0	52.4	45.5
	非金属矿采选	50.9	32.0	28.7	27.9	24.0	25.6	25.9	19.9	19.1
中游加工	燃料加工	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2471.2	930.0	575.9	387.1
	木材加工	27.2	14.9	17.5	13.8	13.1	12.1	9.4	8.8	10.8
	造纸	112.7	91.5	84.2	77.1	58.6	45.4	34.4	22.4	13.9
	化学原料	342.5	272.0	211.4	176.8	162.4	144.7	126.8	116.4	102.0
	化学纤维	596.9	650.2	743.7	387.5	384.7	367.0	317.9	275.7	221.8
	橡胶制品	140.0	83.3	46.5	24.9	16.3	8.6	5.0	-0.8	-3.9
	非金属	69.1	40.8	30.3	26.7	21.0	16.8	14.7	15.2	15.4
	黑色冶炼	387.6	416.1	377.1	234.1	181.6	155.6	144.8	132.0	104.3
	有色冶炼	471.0	484.0	386.7	272.8	200.1	177.5	162.0	162.8	149.9
	金属制品	116.7	78.9	63.6	52.3	43.9	42.3	35.7	31.9	31.6

资料来源：万得，信达证券研发中心

二是公用事业利润深度负增长，电厂难以盈利。电力、热力生产和供应业利润下降 38.6%，降幅较上月扩大 9.6 个百分点，拖累工业企业利润整体 1.2 个百分点。鉴于电力、热力生产和供应业本期营业收入增速持平上月，我们判断其利润增速下滑的原因在于电煤价格维持高位，而电价上浮空间有限，发电企业盈利仍有困难。

图 4：电力、热力生产和供应业利润下滑严重

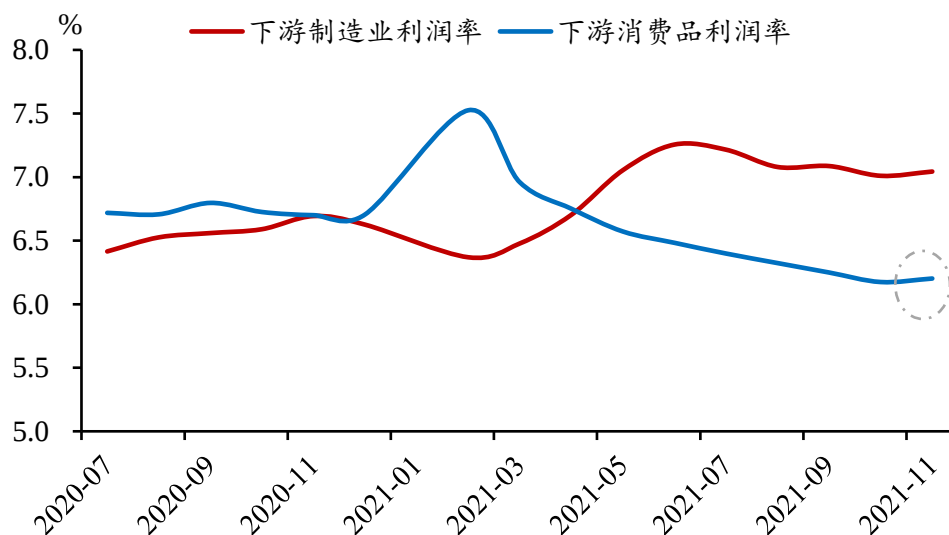


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、利润结构改善，下游消费品景气度年内首次回升

下游消费品行业利润率与利润占比双双小幅回暖。今年年初以来，由于大宗商品价格不断冲高，叠加消费较为疲软，下游消费品行业利润率与占比持续下行，10月下游消费品行业利润率降至6.17%，已经低于2019年同期水平。而本月下游消费品行业利润率回升0.03个百分点至6.20%。下游消费品行业利润占比也回升0.02个百分点。下游消费品利润率和利润占比的回升均为年内首次，与PPI与CPI的剪刀差收窄的情况一致。具体行业上，农副食品加工业、食品制造业、纺织服装的改善较为显著。往后看，PPI下行趋势确立，下游消费品行业成本压力将会逐步降低，下游行业利润有望加速好转。

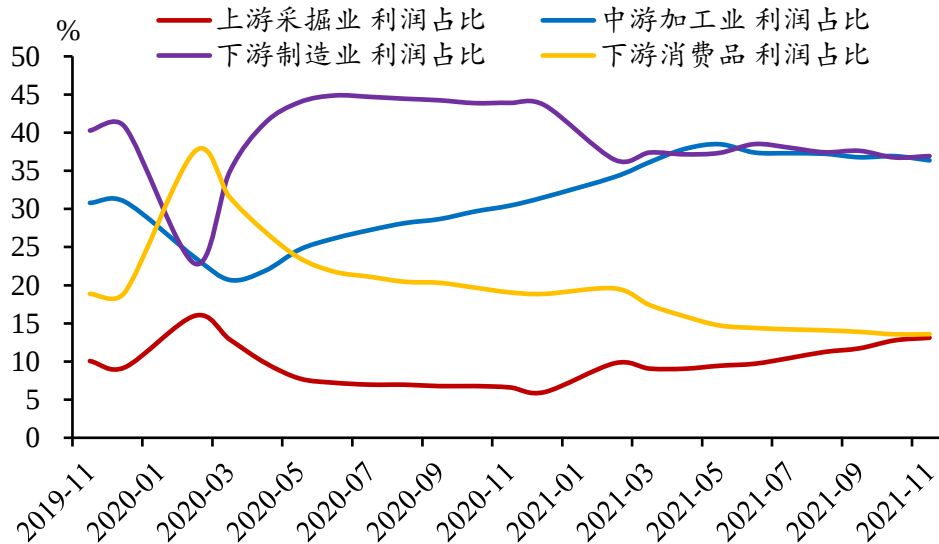
图 5：下游消费品行业利润率年内首次回升



资料来源：万得，信达证券研发中心



图 6：下游消费品行业利润占比改善



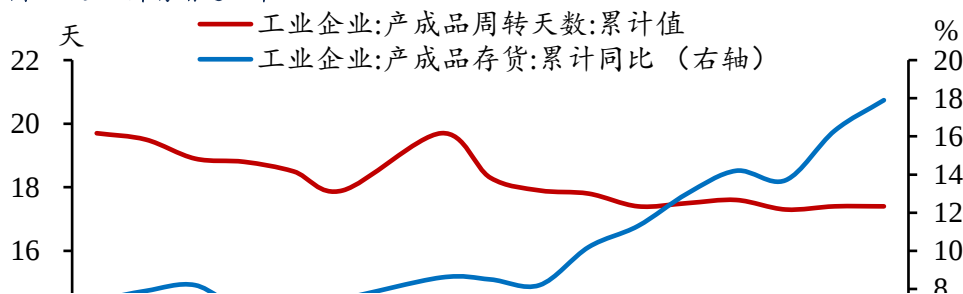
资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面, 下游制造业在出口景气与缺芯问题缓解的支撑下, 盈利有所修复。11 月下游制造业利润率小幅回升 0.03 个百分点。其中, 汽车、通用设备行业利润同比分别下降 6.4%、6.2%, 降幅较上月分别收窄 22.1、9.5 个百分点。

三、企业处于“被动补库存”阶段

企业处于“被动补库存”阶段。11 月末, 规模以上工业企业产成品存货 5.48 万亿元, 增长 17.9%, 同比增速较 10 月末上升 1.6 个百分点。产成品存货周转天数为 17.4 天, 与上月持平。本期企业库存呈现“产成品存货上升、产成品周转天数持平”的组合。考虑到产成品库存同比已经连续两个月呈现上升的趋势, 且工业企业营收和利润增速正步入下行通道, 我们认为, 企业处于“被动补库存”阶段。

图 7：企业库存增速回升



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_35204

