

2022年01月28日

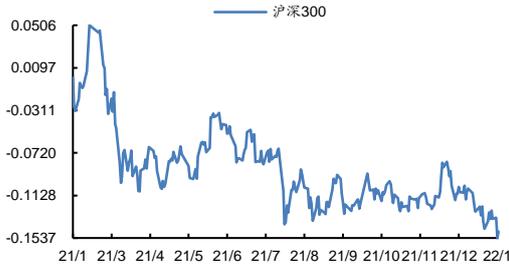
策略研究

研究所
证券分析师：胡国鹏 S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn
证券分析师：袁稻雨 S0350521080002
yuandy@ghzq.com.cn

利润增速边际下行，下游消费景气回升

——12月工业企业利润数据点评

最近一年走势



相关报告

- 《——策略点评报告：降息落地，春季躁动逐渐启动 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-01-17
- 《——策略点评报告：不惧调整，逢低布局 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-01-05
- 《——11月工业企业利润数据点评：工业企业上下游利润结构改善 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-27
- 《——2021年中央经济工作会议点评：十方面理解中央经济工作会议 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-11
- 《——12月政治局会议点评：12月政治局会议释放哪些信号 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-07

事件：

1月27日，国家统计局公布：2021年1-12月份，全国规模以上工业企业利润同比增长34.3%，两年复合增长18.2%，相较1-11月增速有所回落。

投资要点：

- **核心观点：**1、2021年12月规上工业企业利润增速趋势性下行，与经济下行走势相一致。2、伴随近期保供稳价政策的密集出台以及下游价格的企稳回升，上下游工业企业利润分化已有所缓和，上游行业利润占比已见顶回落，利润分配正逐步向中下游行业倾斜。3、2021年12月以食品制造加工、纺织服装业为代表的消费品制造业板块利润占比回升，景气度边际改善。4、2021年12月工业企业转向“主动去库存”，产成品库存水平仍居于高位。
- **2021年12月工业企业累计利润增速进一步回落，当月增速边际下降。**1-12月份，全国规模以上工业企业利润同比增长34.3%，两年复合增长18.2%，较前值分别回落3.7和0.6个百分点，累计利润增速进一步回落。从单月来看，12月规上工业企业利润总额环比下降，当月同比由前值9.0%回落至4.2%，剔除基数影响后，两年复合增速相较11月稍有回落，达到今年以来的新低。整体来看，随着全球供给的逐步恢复、运输效率的提升以及大宗商品保供稳价政策力度的加强，PPI增速进一步下降，带动12月工业企业利润水平继续边际回落，整体利润增速重回下行区间。
- **营收增速企稳，成本压力分化，工业企业整体利润率回落。**营收方面，1-12月规上工业企业营业收入同比增速为19.4%，较前值回落0.9个百分点，两年复合增速为9.71%，较前值回落0.03个百分点，与上月大体相当。究其原因，一方面，受出口韧性支撑，12月工业增加值两年平均增速稳中有升；另一方面，PPI增速的持续下滑对企业12月营收增长构成了一定拖累。**成本方面**，1-12月规上工业企业每百元营业收入中的费用和成本为8.59元和83.74元，环比均有所提升，从工业的三大门类来看，12月采矿业百元营收中的成本触底反弹，制造业成本率继续企稳，公共事业营收成本率则延续加速上行趋势，在PPI生产资料见顶回落延续，PPI生活资料企稳的情况下，工业企业成本端压力有所分化。**利润率方面**，12月规模以上工

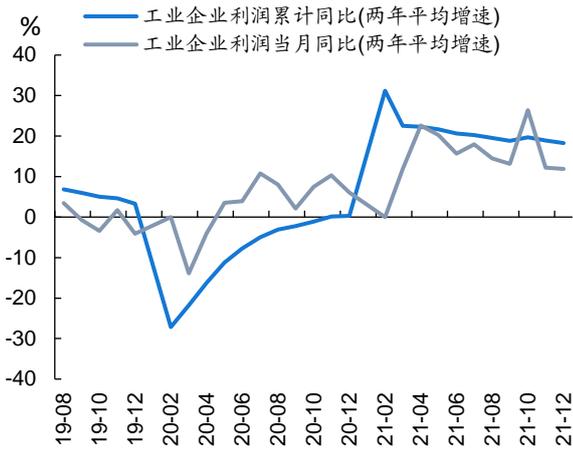
业企业整体营收利润为 6.81%，较上月有所回落。从细分行业来看，利润率水平存在较为明显的结构性分化，其中，除烟草制造业外的下游制造业行业的营收利润率环比普遍提升；而中上游制造业中利润率回落的行业较多，分别占比 88%和 62%，公用事业行业的利润率也整体下滑。

- **从行业利润分配角度来看，上下游行业利润分化继续收敛，设备制造与消费品制造板块利润占比提升。** 12 月上游行业（包括采矿业和原材料加工业）利润累计占比为 23.47%，环比 11 月下降 1.47 个百分点，上下游行业利润分化继续收敛。从具体行业来看，12 月采矿业利润占比自 2021 年二季度以来首次回落，煤炭开采、石油和天然气开采等行业利润占比下行，原材料加工整体板块盈利延续回落趋势。中游层面，以设备制造为代表的中游制造板块利润占比明显回升，其中电子设备、专用设备和金属制品行业环比改善靠前，利润占比增长幅度分别为 0.99、0.17、0.15 个百分点。与此同时，12 月工业品制造板块盈利稳中有升，其中非金属矿物制造业利润占比延续上升趋势。下游层面，随着 PPI-CPI 剪刀差进一步收敛，12 月消费品制造板块利润占比由 19.38%回升至 20.10%，除烟草制品业外，板块内其余行业利润占比均有所上行，其中医药制造业、农副食品加工和酒、饮料制造等行业利润占比提升居前。
- **从细分行业两年复合利润增速来看，上游部门利润增长速度放缓，多数中下游行业利润增速改善。** 从工业的三大门类来看，采矿业、制造业和公用事业 2021 年 1-12 月两年复合利润增速分别为 41.11%、19.00%和-21.93%，相比 1-11 月，采矿业提高 2.55 个百分点，制造业下滑 0.46 个百分点，公用事业下降 8.68 个百分点，上游部门仍是拉动工业企业利润增长的主力，但增幅逐步收窄。从细分行业环比变化来看，12 月 23 个行业累计利润增速出现改善，其中包含 17 个中下游行业，设备和消费品制造板块占据多数，废弃资源综合利用、电子设备、医药制造、饮用品制造行业利润增速提升居前，两年累计利润增速分别提高 5.58、5.04、3.41 和 3.26 个百分点。与此同时，中上游板块中石油煤炭加工、黑色金属冶炼和有色金属冶炼行业利润增速明显回落，分别下降 10.79、8.26 和 4.71 个百分点。
- **工业企业利润分化局面改善，未来需求是影响工业企业利润的核心。** 2021 年 12 月伴随 PPI-CPI 剪刀差的持续收敛，工业企业利润分配进一步向中下游行业倾斜，中游制造板块盈利能力继续改善，消费品制造业利润率整体回升。展望未来，国内疫情的持续扰动与海外经济政策的收缩是抑制内需和外需的两大因素，但在上游成本价格回落，国内稳增长政策持续发力的背景下，中下游行业盈利回升趋势仍有望延续。
- **工业企业转向“主动去库存”，库存水平仍居于高位。** 12 月规上工业企业产成品存货同比增长 17.1%，增速较 11 月下降 0.8 个百分点，库存特征由此前的“被动补库存”转向“主动去库存”，可能主要受

到内需偏弱的影响。整体而言，工业企业产成品存货水平仍居于近一年以来的高位。

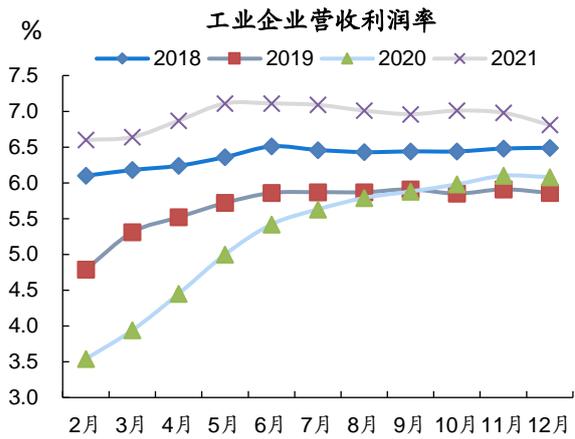
- **风险提示：**流动性收紧超预期，经济失速下行，疫情超预期恶化等

图 1: 12 月工业企业利润增速再度回落



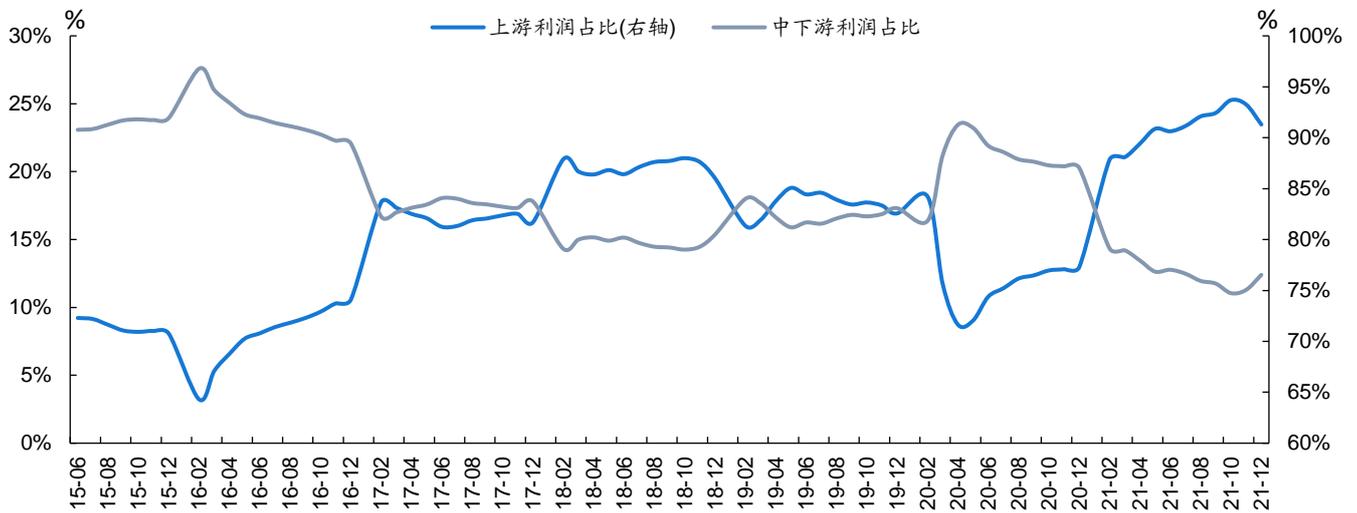
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 12 月工业企业营收利润率持续下滑



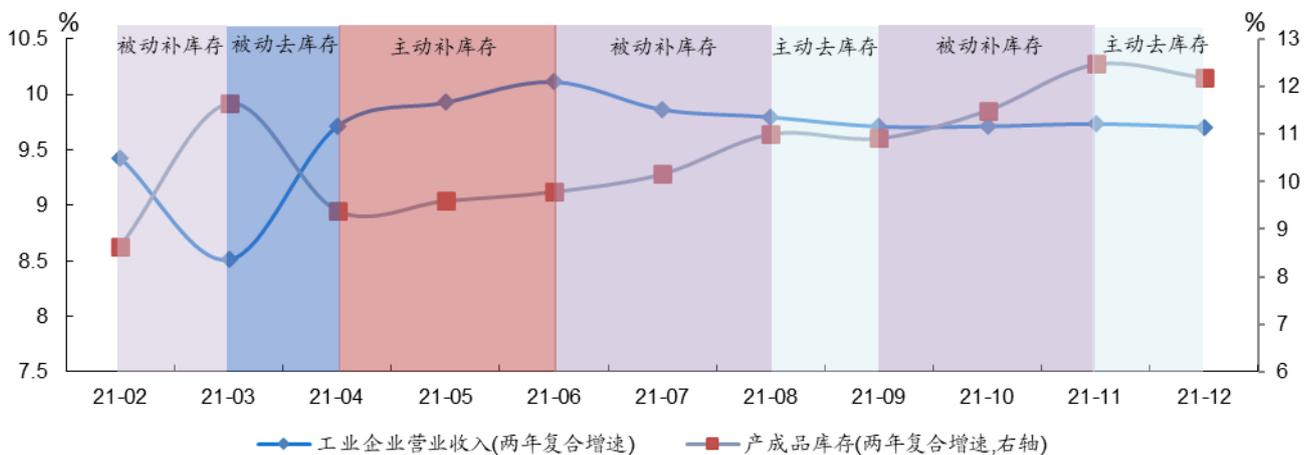
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 12 月上下游行业利润分化进一步缓和



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 12 月工业企业产成品库存仍居于高位, 库存特征转向主动去库存



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 12 月近半数行业营收利润率下滑, 消费品制造业利润率整体回升

行业营收利润率 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年12月	2021年11月	2021年10月	2021年9月
采矿业	石油和天然气开采业	↓	18.52%	22.21%	23.09%	23.41%
	煤炭开采和洗选业	↓	21.35%	22.33%	21.52%	19.37%
	有色金属矿采选业	↓	16.61%	17.61%	17.54%	17.41%
	黑色金属矿采选业	↓	13.31%	14.27%	15.11%	16.48%
	非金属矿采选业	↑	10.65%	10.42%	10.16%	10.09%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	4.84%	5.76%	6.09%	6.21%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	4.39%	4.70%	5.04%	5.06%
	有色金属冶炼及压延加工业	↓	4.47%	4.63%	4.68%	4.52%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	4.09%	3.78%	3.63%	3.51%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.67%	9.98%	10.01%	9.86%
	化学纤维制造业	↓	6.13%	6.45%	6.45%	6.33%
	橡胶和塑料制品业	↑	5.87%	5.75%	5.73%	5.77%
	非金属矿物制品业	↓	8.44%	8.46%	8.24%	7.93%
设备制造业	金属制品业	↑	4.82%	4.66%	4.42%	4.31%
	通用设备制造业	↓	6.71%	6.80%	6.74%	6.79%
	专用设备制造业	↑	8.06%	7.98%	7.96%	8.05%
	汽车制造	↓	6.12%	6.17%	6.14%	6.16%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↓	4.11%	5.17%	4.86%	4.79%
	电气机械及器材制造业	↓	5.34%	5.39%	5.28%	5.27%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↑	5.86%	5.44%	5.46%	5.55%
	仪器仪表制造业	↓	10.51%	10.63%	10.36%	10.26%
消费品制造业	农副食品加工业	↑	3.49%	3.20%	3.07%	3.12%
	食品制造业	↑	7.77%	7.56%	7.52%	7.55%
	酒、饮料和精制茶制造业	↑	16.49%	16.08%	16.54%	17.06%
	烟草制品业	↓	9.75%	12.47%	13.06%	13.18%
	纺织服装、服饰业	↑	5.18%	5.01%	4.52%	4.37%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↑	5.22%	5.02%	5.06%	5.13%
	家具制造业	↑	5.42%	5.38%	5.27%	5.22%
	造纸及纸制品业	↑	5.90%	5.77%	5.82%	5.99%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	5.76%	5.49%	5.26%	5.27%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	5.39%	4.93%	4.70%	4.56%
公用事业	医药制造业	↑	21.41%	20.71%	20.94%	21.25%
	电力、热力的生产和供应业	↓	2.28%	3.63%	4.19%	4.36%
	燃气生产和供应业	↑	7.32%	7.32%	7.72%	8.02%
	水的生产和供应业	↓	10.82%	11.58%	11.62%	11.54%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 12 月采矿、原材料加工业利润占比收缩, 设备制造、设备与消费品制造业利润占比普遍提升

行业利润占比 (%)						
行业大类	细分行业	环比变化	2021年12月	2021年11月	2021年10月	2021年9月
采矿业	煤炭开采和洗选业	↓	8.06%	8.12%	7.59%	6.45%
	石油和天然气开采业	↓	1.94%	2.29%	2.37%	2.40%
	黑色金属矿采选业	↓	0.89%	0.96%	1.05%	1.15%
	有色金属矿采选业	↓	0.59%	0.61%	0.60%	0.60%
	非金属矿采选业	↑	0.50%	0.47%	0.45%	0.45%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	↓	3.08%	3.63%	3.83%	3.91%
	黑色金属冶炼及压延加工业	↓	4.87%	5.21%	5.68%	5.78%
	有色金属冶炼及压延加工业	↓	3.60%	3.67%	3.70%	3.60%
工业品制造业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	↑	0.45%	0.40%	0.38%	0.37%
	化学原料及化学制品制造业	↓	9.21%	9.32%	9.32%	9.20%
	化学纤维制造业	↓	0.72%	0.75%	0.75%	0.74%
	橡胶和塑料制品业	↑	1.95%	1.87%	1.86%	1.89%
	非金属矿物制品业	↑	6.42%	6.27%	6.04%	5.83%
设备制造业	金属制品业	↑	2.59%	2.44%	2.31%	2.29%
	通用设备制造业	↑	3.62%	3.58%	3.53%	3.61%
	专用设备制造业	↑	3.38%	3.21%	3.20%	3.33%
	汽车制造	↑	6.09%	5.97%	5.91%	5.99%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	↓	0.62%	0.74%	0.68%	0.68%
	电气机械及器材制造业	↑	5.23%	5.10%	4.92%	4.92%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	↑	9.51%	8.52%	8.44%	8.63%
	仪器仪表制造业	↑	1.10%	1.05%	1.01%	1.01%
消费品制造业	农副食品加工业	↑	2.17%	1.94%	1.85%	1.89%
	食品制造业	↑	1.90%	1.80%	1.78%	1.80%
	酒、饮料和精制茶制造业	↑	3.04%	2.89%	3.01%	3.17%
	烟草制品业	↓	1.36%	1.82%	1.96%	2.07%
	纺织服装、服饰业	↑	0.88%	0.84%	0.75%	0.72%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	↑	0.66%	0.62%	0.63%	0.64%
	家具制造业	↑	0.50%	0.48%	0.46%	0.46%
	造纸及纸制品业	↑	1.02%	0.98%	0.99%	1.02%
	印刷业和记录媒介的复制	↑	0.49%	0.45%	0.43%	0.43%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	↑	0.89%	0.79%	0.75%	0.73%
公用事业	医药制造业	↑	7.20%	6.78%	6.88%	7.13%
	电力、热力的生产和供应业	↓	2.06%	3.20%	3.71%	3.91%
	燃气生产和供应业	↑	0.99%	0.93%	0.97%	1.02%
	水的生产和供应业	↓	0.50%	0.51%	0.51%	0.51%

资料来源: wind 国海证券研究所

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_36798

