

## 2021年12月工业企业利润数据点评

## 主动去库存已至

## 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年全国规模以上工业企业实现利润总额87092.1亿元，同比增长34.3%，比2019年增长39.8%，两年平均增长18.2%。

1、2021年12月工业企业利润增速进一步下滑。从量、价和利润率三个维度拆分，主要是工业企业的营收利润率在拖累利润增速。和2021年1-11月相比，2021年工业企业全年的每百元营业收入的成本延续震荡上行、费用出现季节性上升，两者同步增加令工业企业的营收利润率环比下降0.17%。

2、利润结构继续边际改善。分所有制看，国企、外企和股份制企业2021年全年利润的两年平均同比较1-11月放缓，仅私营企业的出现环比回升。2021年国有企业利润的两年平均同比仍居首位，但国企和私营企业2021年全年的两年平均利润增速差，较1-11月收窄了3.1个百分点。分行业看，超半数下游行业的利润增速继续低位回升。而中游原材料和中游制造业利润增速边际改善的子行业不多，它们作为上、下游行业之间的“夹心层”，尤其是中游制造业，仍面临较大的高成本压力。

3、中国经济或已进入“主动去库存”阶段。未剔除价格因素的营收增速持平而库存增速回落，剔除价格因素后呈现“营收增速回落、库存增速下滑”的组合，具有典型的“主动去库存”特征。工业企业产成品存货周转天数下降，也能侧面印证工业企业去库存。我们认为，2021年10月放松了能耗双控考核，上游商品尤其是能源保供加码，工业生产出现小回温，当年10月和11月连续累库，但终端需求尤其是内需相对疲弱，企业悲观预期发酵，减少生产、主动去库。

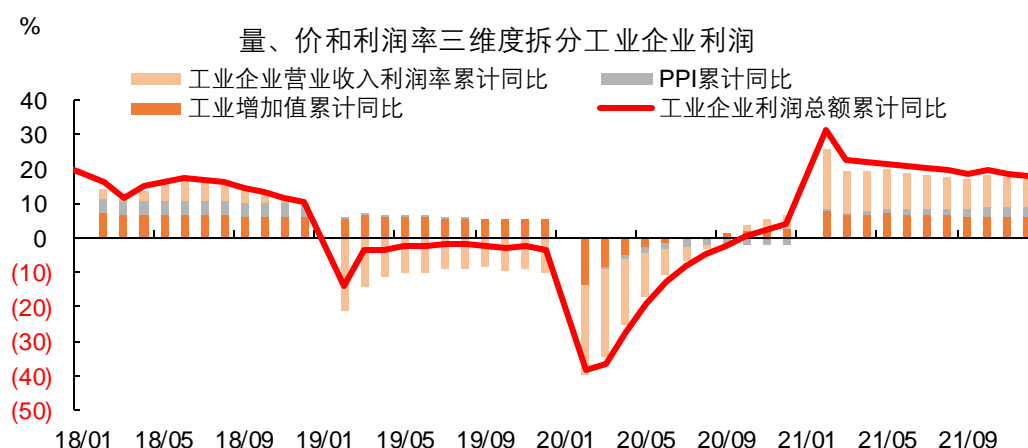
4、私营企业的回款能力虽出现改善，但各所有制企业中它的改善幅度偏弱，去杠杆力度也最大。2021年12月末，私营企业的应收账款平均回收期环比缩短1.7天，缩短时间比其它所有制企业的都短；资产负债率较上月末下降0.5个百分点，降幅高于其它所有制企业。虽然出台了多项政策来支持民营企业，但民营企业的经营性现金流改善幅度仍较小，悲观预期也仍需修复。

总的来说，各类保供稳价政策虽改善了利润在产业链上的分配格局，但由于终端需求尤其是内需低迷，工业企业在2021年10月和11月的生产小回温后，开始收缩生产、主动去库存。供给冲击的政策约束已松绑，但需求收缩仍在持续，进而让预期进一步转弱，逆周期调节亟需加码。财政政策着力于保市场主体，组合式、规模性减税降费已在路上。货币政策着力于改善企业融资环境、降低企业融资成本，若2022年1月降息后的“宽信用”效果仍不及预期，政策利率在3月前后或有二次下调的可能。产业政策在推进保供稳价政策的同时，还需着眼于改善中下游行业的生产经营环境。

工业企业利润增速进一步下滑。2021年12月单月的工业企业利润同比，从上月的9.0%大幅回落至4.2%，而以2019年为基期的两年平均同比从12.2%下滑到11.9%。2021年全年累计增速从1-11月的38.0%下滑到34.3%，两年平均增速从18.9%下滑到18.2%，下滑节奏有所加快。总的来说，终端需求低迷之下，工业企业的盈利增速呈加速放缓之势。

从量、价和利润率三个维度拆分，主要是工业企业的营收利润率，在拖累利润增速。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。2021年全年的工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的两年平均累计同比分别为6.15%、3.0%和7.8%，而2021年1-11月分别为6.13%、2.8%和8.7%。对比可知，2021年全年的工业企业利润增速下滑，主要是营收利润率放缓的拖累。尽管PPI单月同比已连续2个月下降，但累计同比仍在上行，因此价格因素对2021年全年的工业企业利润增速仍有正向的边际影响。

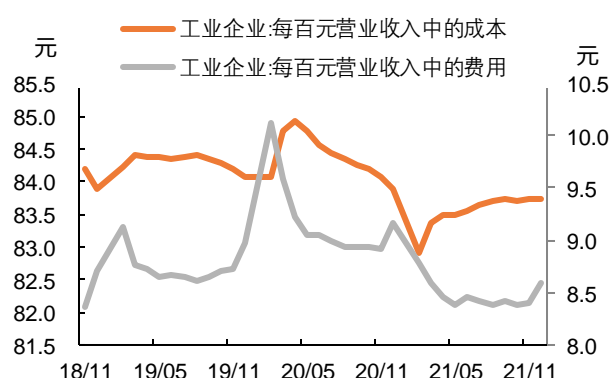
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年平均增速

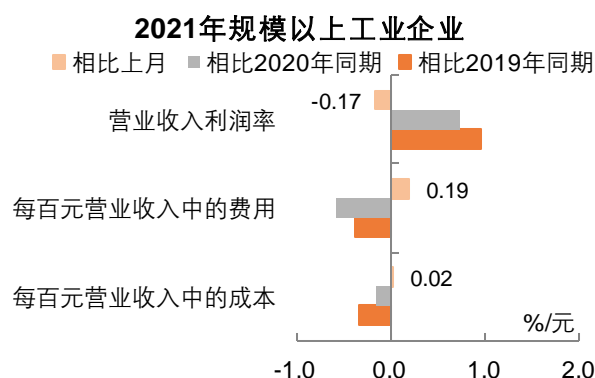
2021年1-12月的工业企业营业收入利润率6.81%，连续两个月下行。2021年全年的工业企业每百元营业收入的成本为83.74元，较1-11月的增加0.02元，延续了2021年3月以来的震荡上行趋势。2021年全年的工业企业每百元营业收入的费用，从1-11月的8.40元上升到8.59元，属季节性上行。成本和费用同步增加，令工业企业的营收利润率环比回落。

图表2 2021年12月工业企业的成本和费用(右)同步上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

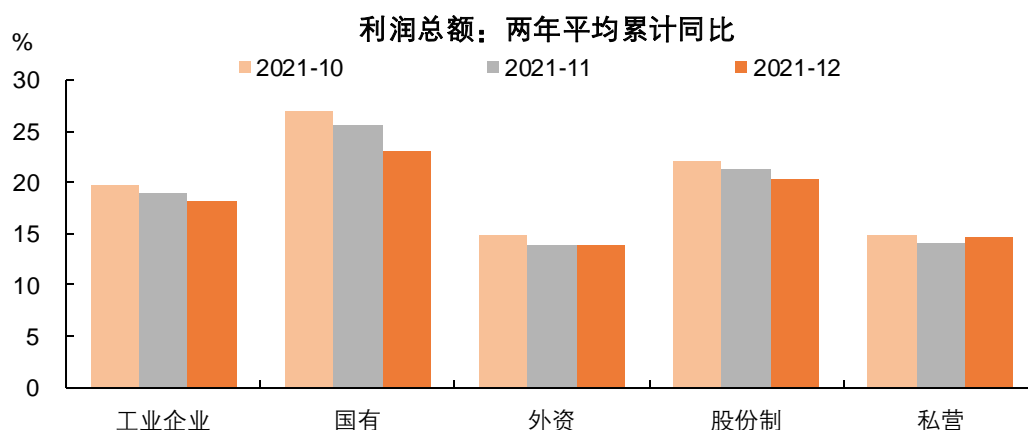
图表3 成本、费用上升，2021年12月营收利润率下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

分所有制看，国企、外企和股份制企业的利润两年平均增速放缓，私营企业边际有所改善。国企、外企和股份制企业 2021 年全年的利润两年平均增速，分别从 1-11 月的 25.6%、13.9%、21.4%，下滑到 23.1%、13.8%、20.4%。而同期私营企业利润的两年平均增速，从 14.1% 小幅提高至 14.7%。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。由于处于产业链上游的主要是国有企业，因此各所有制企业中国企的利润两年平均增速降幅最大。而受益于保供稳价政策，多处于产业链中下游的私营企业每百元营业收入的成本环比下降 0.35 元，它们的成本压力继续缓解。2021 年国企和私营企业的全年利润两年平均增速差，较 1-11 月的收窄了 3.1 个百分点，保供稳价政策改善利润再分配的效果进一步显现。

图表4 和 2021 年 1-11 月相比，全年的国企、股份制企业和外企的利润两年平均增速均放缓，仅私企的回升



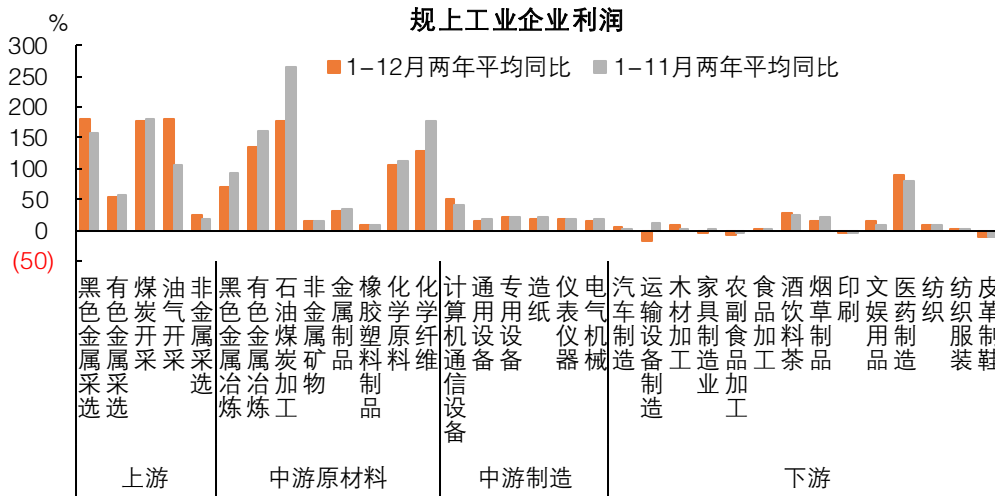
资料来源:Wind, 平安证券研究所

分行业看，利润在行业间的分配格局延续改善，超半数下游行业的利润增速继续回升。

从两年平均的利润增速变化看，和 2021 年 1-11 月相比，2021 年全年利润增速回升的上游、中游原材料、中游制造和下游行业分别有 3 个（共 5 个）、1 个（共 8 个）、2 个（共 6 个）和 9 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，多数下游行业的利润继续低位改善；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”，仍面临着成本高位的压力。具体行业中，油气开采业全年利润的两年平均同比从 1-11 月的 107.7% 提高到 180.6%，增幅最大；黑色金属采选业全年利润的两年平均增速较前值提高了 24.3 个百分点，增幅在主要行业位居第二。值得注意的是，计算机通信设备业全年利润的两年平均增速，也环比提高了 10.8 个百分点，增幅位居主要行业的第三位。

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。2021 年全年有 15 个制造业子行业的利润两年平均增速超过 20%，其中 11 个属于上游采掘和中游原材料板块，其余 4 个分别是中游制造中的计算机通信设备、专用设备，以及下游的医药制造业、酒饮料茶制造业。2021 年全年有 5 个行业的利润两年平均增速为负，均在下游，它们仍面临成本偏高和需求羸弱的双重挤压。

图表5 利润的行业结构继续改善，超半数下游行业的利润增速延续低位回升

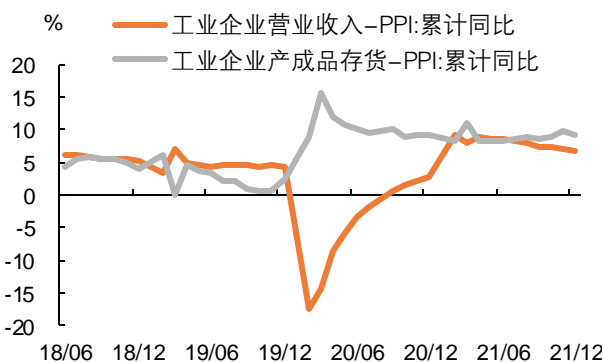


资料来源:Wind, 平安证券研究所

工业企业营收和库存的增速双双回落，或已进入“主动去库存”阶段。2021年全年的工业企业营业收入两年平均同比持平于1-11月的9.7%，同期产成品存货两年平均同比从12.5%回落到12.2%。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比仍处于历史较高水平，用PPI累计同比来平减后，呈现“营收增速回落、库存增速下滑”的组合。从库存周期角度看，具有典型的主动去库存特征。我们认为，2021年10月放松了能耗双控考核，上游商品尤其是能源保供加码，工业生产出现小回温，当年10月和11月连续累库，但终端需求尤其是内需相对疲弱，企业悲观预期发酵，减少生产、主动去库。

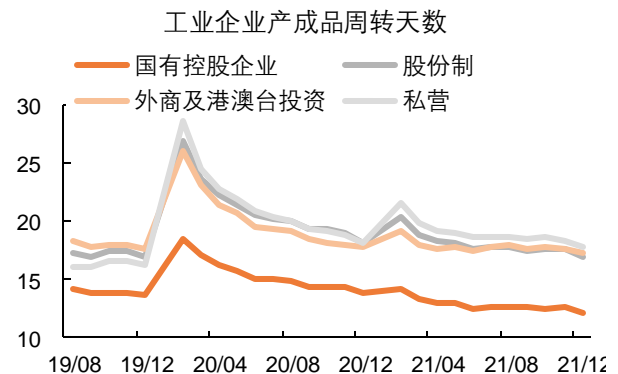
工业企业产成品存货周转天数下降，也能侧面印证工业企业去库存。2021年12月末，工业企业产成品存货周转天数为16.8天，低于上月末的17.4天。分所有制看，国企、股份制和私营企业的库存周转天数，环比分别缩短0.5天、0.6天、0.6天。

图表6 剔除价格影响后，营收与库存增速双双回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 2021年12月末,各所有制企业的库存周转天数均环比缩短



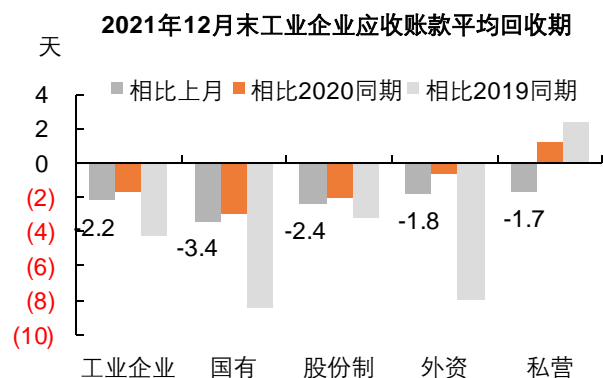
资料来源:wind, 平安证券研究所

各所有制企业，在年末都加快了应收账款的回收，私营企业回款能力在2021年12月虽有所改善，但改善幅度在各所有制企业中是最小的。2021年12月末，工业企业应收账款平均回收期为49.5天，和上月末相比缩短了2.2天，年末加快了应

收账款的回收；比 2019 年同期缩短 4.2 天，企业应收账款的回收能力整体强于疫情前。分所有制看，2021 年 12 月末，国企、股份制企业、外企和私营企业的应收账款平均回收期，较上月末分别缩短 3.4 天、2.4 天、1.8 天和 1.7 天，私营企业的缩短时间最短；和 2019 年同期相比，2021 年 12 月末，国企、股份制企业和外企的应收账款平均回收期，分别缩短了 8.5 天、3.2 天和 8.0 天，只有私营企业的延长了 2.4 天，其回款能力还没有回到疫情前的水平。

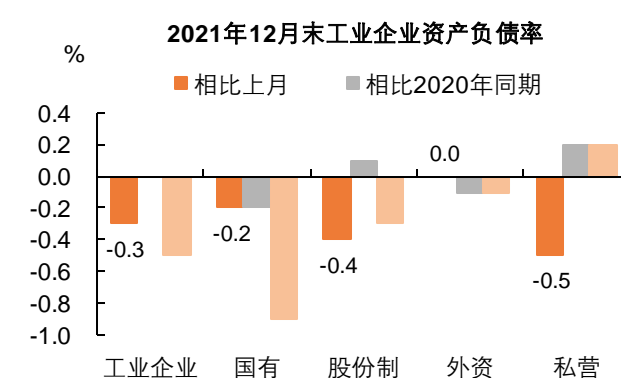
除外资企业，2021 年 12 月末各所有制企业的资产负债率环比均有所降低。2021 年 12 月末工业企业资产负债率为 56.1%，较上月降低了 0.3 个百分点，和 2019 年同期相比也下降了 0.5 个百分点。2021 年 12 月末，私营企业的资产负债率为 57.6%，环比下降了 0.5 个百分点，是各所有制企业中降幅最大的，可能因悲观预期仍未改善，私营企业在收到应收账款后加快债务偿还。2021 年 12 月末，国有企业的资产负债率为 57.1%，环比降低了 0.2 个百分点，降幅小于工业企业的整体水平，或因上游商品价格调整后国企盈利能力有所减弱，以及国企的融资环境相对较好。对比 2019 年同期，2021 年 12 月末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 0.9 个百分点，大宗商品价格上涨造成的利润再分配影响仍在。

图表8 对比 2019 年同期，2021 年 12 月末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 2021 年 12 月末，工业企业资产负债率环比下滑，私营企业去杠杆幅度最大



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\\_36816](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36816)

