

11月中国宏观数据点评——成本压力暂时拉低工业企业利润，增库存趋势仍未见顶

工业效益分化，利润同比增速大幅回落、营收维持同比高增速。11月，规模以上工业企业利润同比增长9.0%，较前期下降15.6个百分点。利润增速大幅回落的同时，营收并未出现明显下降。11月，规上工业企业营收同比增长15.7%，增速与前期（15.8%）基本持平。成本上升压低营收利润率，使得营收向好的情况下，利润增速放缓。11月，规上工业企业每百元营收中的成本为83.92元，较前期增加0.49元，高于2020年同期（83.08元），11月规上工业企业营业成本为10.14万亿元，不仅是今年3月以来的最高值，也高于过去两年的同期水平。受此影响，11月规上工业企业营收利润率环比下降0.7个百分点至6.7%，低于2020年同期（7.0%）。我们认为，成本压力对规上工业企业利润增速的影响是暂时的，目前大宗商品流通领域市场价格已出现下降，在营收向好的背景下，预计利润增速将有所回升。

上游利润增速放缓，下游利润增速转正，利润结构将逐渐改善。11月，上游规上工业企业利润的同比增速为249.0%，显著高于同期中游（3.5%）和下游（10.4%）的利润增速。虽然上游规上工业企业11月的利润同比增速较前期回落57.6个百分点，但是仍处于高增速区间，我们预计，在“保供稳价”的政策指导下，叠加基数效应逐渐减弱，其增速在2022年将逐渐回落。下游规上工业企业的利润总额结束4个月的负增长，11月上升13.3个百分点至10.4%，利润修复向好。考虑到PPI与CPI剪刀差逐渐收窄，我们预计下游规上工业企业的利润空间将得到进一步修复。

主要行业的利润增速分化较大，中游原材料行业利润增速较快，电力、热力生产和供应业的利润承压严重。11月，相关原材料的流通领域市场价格从高位回落，带动有色、黑色金属冶炼和压延加工业的利润增长，两年年均增速分别达到63.7%和32.9%，增速处于主要行业头部。同样是中游原材料行业的化学原料和化学制品制造业和金属制品业，利润增速也较快，11月的两年年均增速分别为49.8%和20.6%。11月，下游行业中，医药制造业（37.9%）和计算机、通信和其他电子设备制造业（23.8%）利润的两年年均增速较快。在“保供稳价”的政策指导下，煤炭价格维持高位使得电力、热力生产和供应业的利润承压，两年年

林琰

 宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

 宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年12月29日

主要数据 (%)	2021年11月		2021年10月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
规上工业企业利润总额	9.0	16.5*	24.6%	38.4*
规上工业企业营业收入	15.7*	13.7*	15.8*	17.7*

注：*为浦银国际计算

资料来源：国家统计局，CEIC，浦银国际

相关报告：

《11月中国宏观数据点评——工业延续恢复，投资降幅收窄，消费复苏仍疲软》
(2021-12-16)

《2022年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》(2021-12-03)

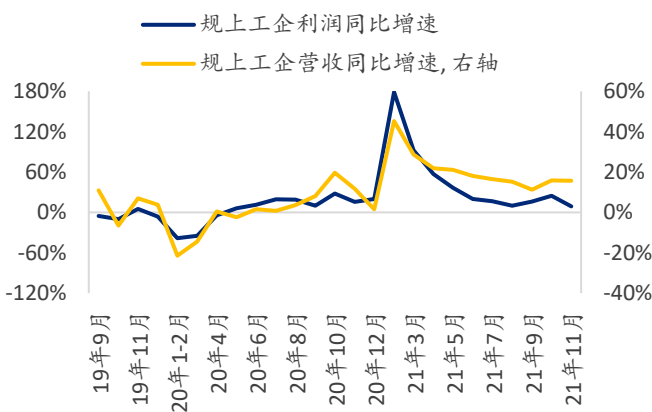


扫码关注浦银国际研究

均增速降至负增长区间 (-18.4%)。利润增速大幅下降导致电力、热力生产和供应业的营收利润率从 10 月的 4.2% 的降至 11 月的 -1.5%，累计营收利润率从 10 月的 4.2% 降至 11 月的 3.6%，仅高于农副食品加工业 (3.2%)。

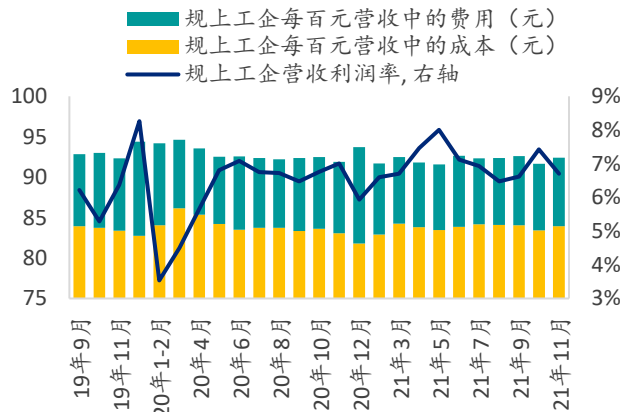
增库存趋势仍未见顶。11 月，规上工企产成品存货为 5.48 万亿元，创历史新高，同比增速为 17.9%，较前期上升 1.6 个百分点，增速为 2012 年 3 月以来新高。虽然存货的绝对值和增速都处于高位，但在销售和周转向好的情况下，我们认为增库存趋势并不值得担忧，况且目前增库存的趋势主要由中上游推动，而非下游。11 月，库存销售比为 0.45，低于 2019 年同期 (0.47)；产成品存货周转天数为 17.4 天，与 2019 年同期 (17.3 天) 基本持平。考虑到库存销售比仍有上升空间，叠加营收增长、产成品存货周转向好的因素，我们认为增库存趋势尚未结束。

图表 1: 规上工企营收同比维持高增速, 利润同比增速回落



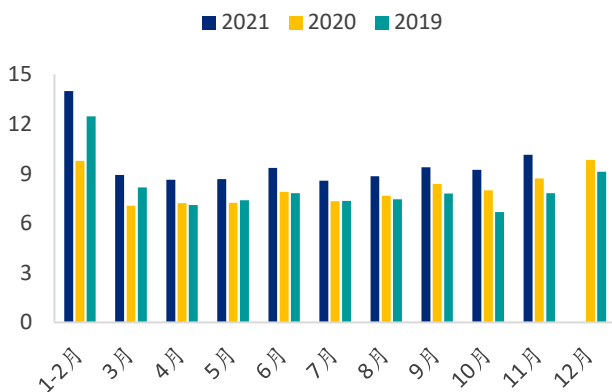
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 单位成本上升, 导致营收利润率回落 0.7 个百分点



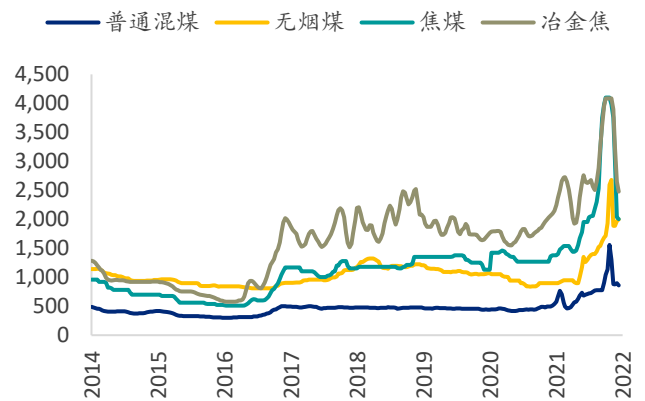
资料来源: 国家统计局, CEIC, 浦银国际计算

图表 3: 2021 年 11 月规上工企的营业成本 (万亿元) 高于过去两年同期



资料来源: CEIC, 浦银国际

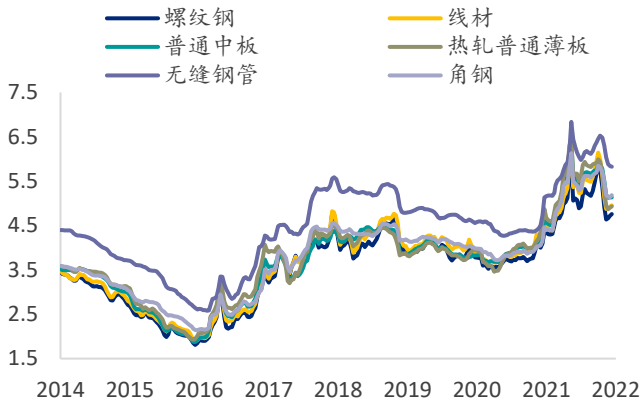
图表 4: 煤炭流通领域市场价格 (元/吨)



注: 数据截至 12 月 26 日

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 黑色金属流通领域市场价格 (千元/吨)



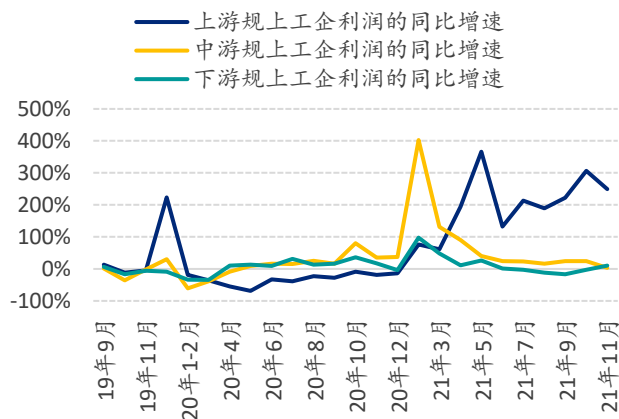
注: 数据截至 12 月 26 日 资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 有色金属流通领域市场价格 (万元/吨)



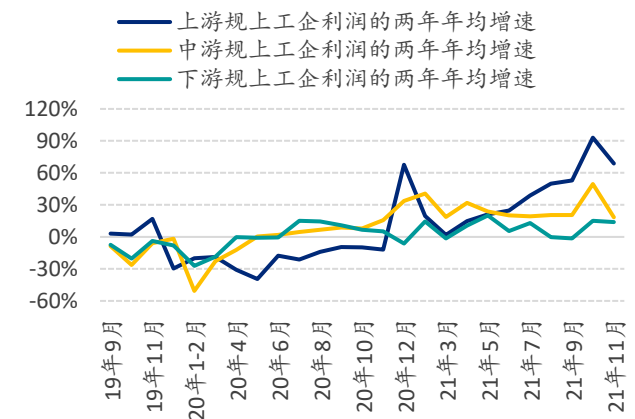
注: 数据截至 12 月 26 日 资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 上、中、下游规上工业企业利润的同比增速



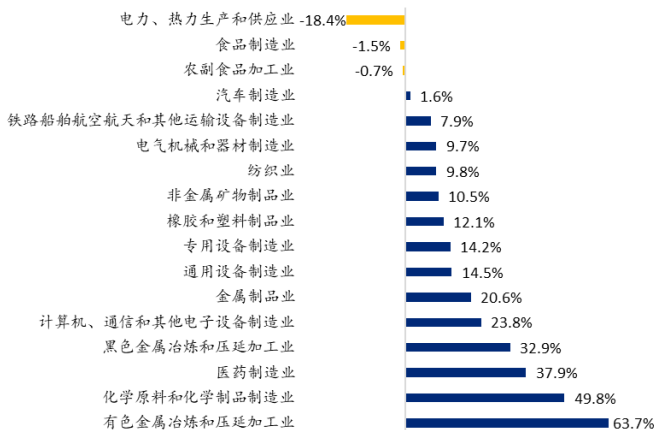
资料来源: Wind, 浦银国际计算

图表 8: 上、中、下游规上工业企业利润的两年年均增速



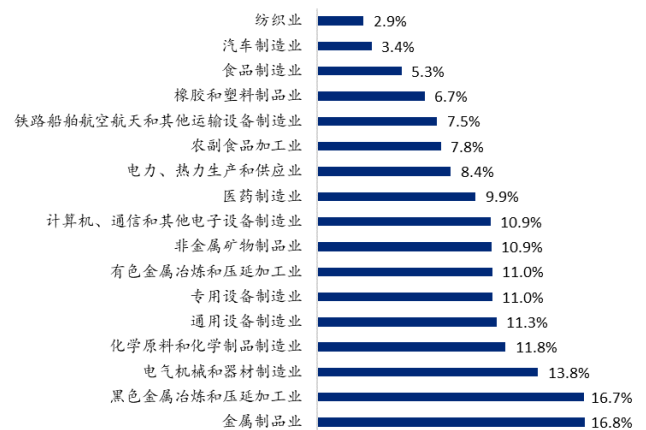
资料来源: Wind, 浦银国际计算

图表 9: 2021 年 11 月规上工业企业主要行业利润的两年年均增速



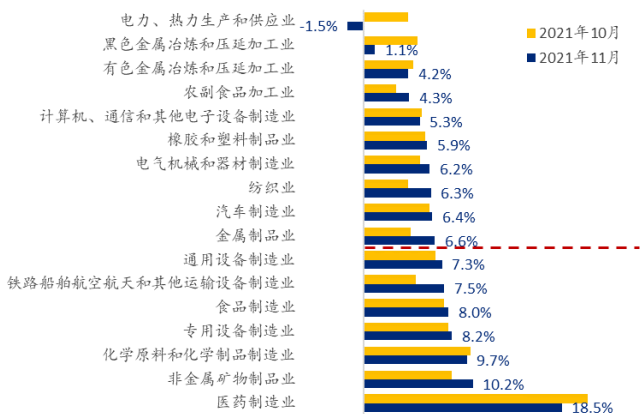
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 10: 2021 年 11 月规上工业企业主要行业营收的两年年均增速



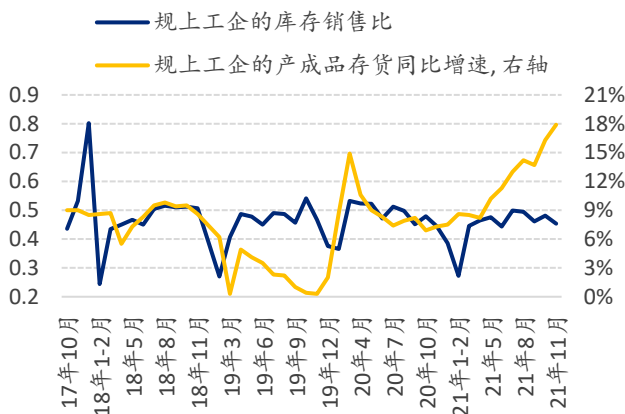
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 11: 规上工业企业主要行业的营收利润率



注: 红色虚线为规上工业企业11月营收利润率6.7%; 标签为各行业11月营收利润率
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 13: 库存销售比回落, 库存增速继续上升



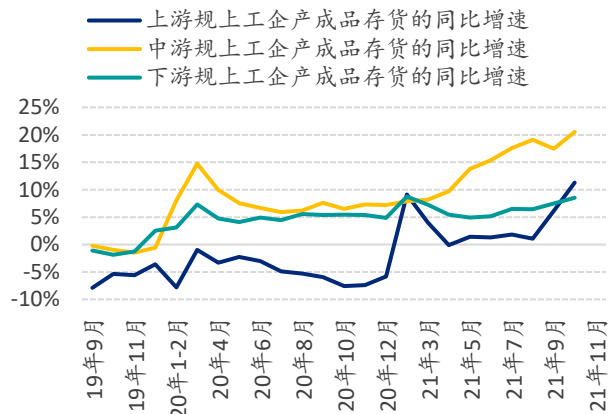
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 2021年8-11月规上工业企业主要行业的累计营收利润率热力图

	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月
农副食品加工业	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%
食品制造业	7.5%	7.6%	7.5%	7.6%
纺织业	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
化学原料和化学制品制造业	10.0%	9.9%	10.0%	10.0%
医药制造业	21.8%	21.3%	20.9%	20.7%
橡胶和塑料制品业	5.9%	5.8%	5.7%	5.8%
非金属矿物制品业	7.9%	7.9%	8.2%	8.5%
黑色金属冶炼和压延加工业	5.2%	5.1%	5.0%	4.7%
有色金属冶炼和压延加工业	4.4%	4.5%	4.7%	4.6%
金属制品业	4.3%	4.3%	4.4%	4.7%
通用设备制造业	6.8%	6.8%	6.7%	6.8%
专用设备制造业	7.9%	8.1%	8.0%	8.0%
汽车制造业	6.2%	6.2%	6.1%	6.2%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.7%	4.8%	4.9%	5.2%
电气机械和器材制造业	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.4%	5.6%	5.5%	5.4%
电力、热力生产和供应业	4.8%	4.4%	4.2%	3.6%

资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 14: 上、中、下游¹规上工业企业产成品存货的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

¹ 注: 上游包括黑色金属矿采选业, 有色金属矿采选业, 煤炭开采和洗选业, 石油和天然气开采业, 非金属矿采选业; 中游包括黑色金属冶炼及压延加工业, 有色金属冶炼及压延加工业, 石油、煤炭及其他燃料加工业, 非金属矿物制品业, 金属制品业, 橡胶和塑料制品业, 化学原料及化学制品制造业, 化学纤维制造业, 计算机、通信和其他电子设备制造业, 专用设备制造业, 通用设备制造业, 造纸及纸制品业, 仪器仪表制造业, 电气机械及器材制造业; 下游包括汽车制造, 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业, 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业, 家具制造业, 农副食品加工业, 食品制造业, 烟草制品业, 酒、饮料和精制茶制造业, 印刷业和记录媒介的复制, 文教、工美、体育和娱乐用品制造业, 医药制造业, 纺织业, 纺织服装、服饰业, 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

