

利润总量回落，下游压力缓解

事件：

12月27日，国家统计局公布11月工业企业利润数据，11月规模以上工业企业利润累计同比38%、前值42.2%。

点评：

■ **量和成本等拖累下，工业企业利润小幅回落，下游有所改善、结构依然分化**

工业企业利润小幅回落，可能受到量和利润率回落的拖累。11月，工业企业利润累计同比38%、较前值回落4.2个百分点，两年复合增速18.9%、较前值回落0.8个百分点。以工业增加值和PPI来观察量、价变化，工业增加值两年复合增速小幅回落0.2个百分点、而价格小幅回升，或意味着利润率下降的拖累较大。

上游对下游利润挤压趋于缓解，但结构分化依然突出。11月，煤炭带动采矿业利润继续抬升，挤压电燃水利润，制造业利润增速回落0.9个百分点至19.5%、仍处于高位。其中，上游加工冶炼、中游设备制造增速均回落，下游消费制造增速走平、但远低于前两者；上游的石油加工、黑色金属、化纤制造等增速大幅回落，中游通用、专用设备增速连续2个月回落，下游纺织和纺织服装有所改善。

■ **国有企业利润增长依然好于私营企业，私营企业报表修复可能还需较长时间**

不同类型企业利润增速均有所回落，但国企利润增长仍显著高于私营企业。11月，国有企业、外资企业、股份制企业 and 私营企业，利润两年复合累计增速分别为25.6%、13.9%、21.4%和14.1%，均较上月回落、其中国有企业回落超过1个百分点。与利润增速相反，工业生产增速，国有企业最低、私营企业最高，指向私营企业受到的利润挤压更为显著，部分缘于上游原材料多为国有企业生产。

国有企业杠杆趋于上升，部分优质企业或将助力稳增长，而私营企业报表修复可能还需较长时间。11月，国有企业资产负债率抬升0.2个百分点至57.3%、处于历史低位，大中型国企资产负债率更低、10月只有55.4%；而私营企业资产负债率小幅下降0.2个百分点。结合利润和融资变化来看，私营企业报表修复尚处于缓慢修复中；而过去几年去杠杆、利润改善，有利于优质国企发挥稳增长作用。

■ **疫情反复下，库存被动累积，产需修复尚需观察，有待稳增长进一步发力**

疫情反复等影响下，产成品库存被动累积，产需修复尚需观察。11月，工业产成品库存两年复合累计增速12.5%、较上月抬升1个百分点，剔除价格因素的实际库存也明显在累积，或缘于疫情反复对部分地区生产的干扰，及部分中下游企业生产意愿的低迷，小型企业PMI生产指数创历史新低，大中型企业PMI指数近期虽有明显反弹、但明显低于限电限产前，或一定程度反映工业产需依然偏弱。

重申观点：经济总量阶段性承压、结构性亮点和压力并存，有待稳增长进一步发力。11月货币金融、经济、利润等数据，透露的经济信号明确，总量承压、外强内弱，制造业结构亮点和压力并存，中小微企业、部分服务业等低迷带来的就业压力加快凸显。近期稳增长加码信号明确，后续关注稳增长三大“抓手”、疫后“场景修复”下部分产业量价改善等带来的投资机会（详情参见《寻找“新稳态”：2022年四条主线逻辑》）。

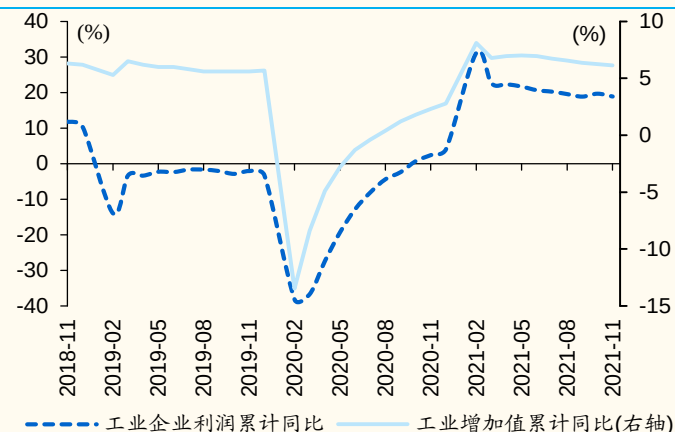
风险提示：全球和国内疫情反复、稳增长措施落地不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

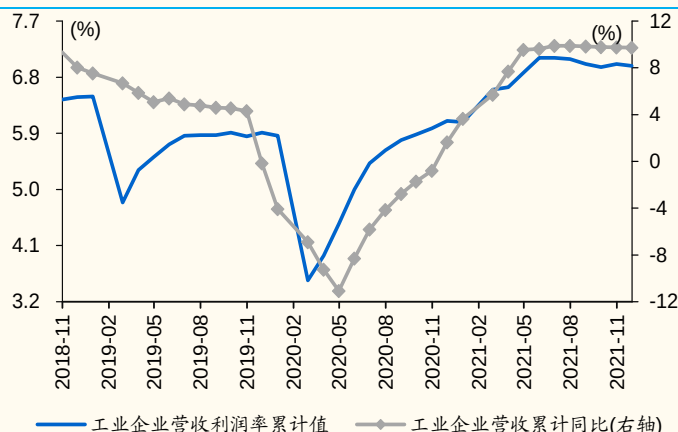
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1：工业企业利润累计增速回落



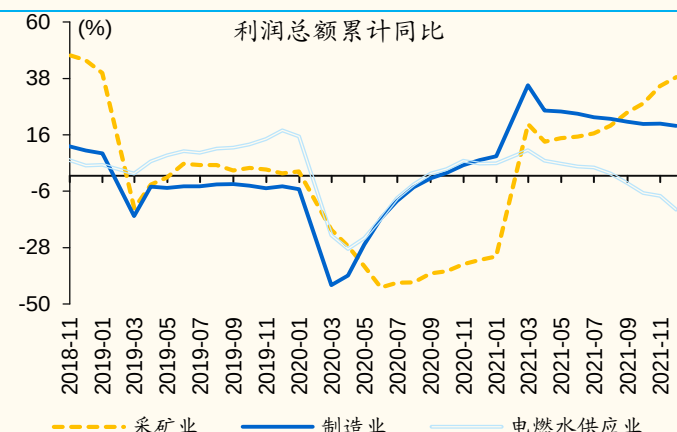
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：利润率走低拖累利润



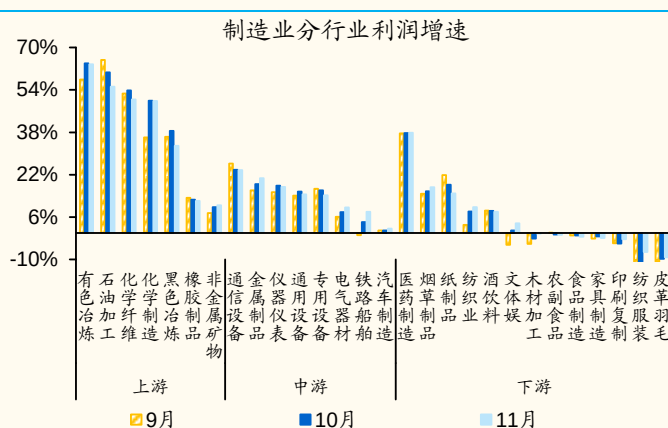
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：采矿业延续回升，制造业、水电燃回落



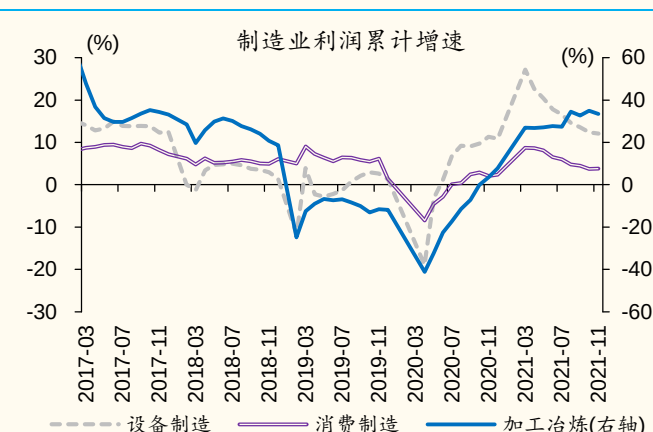
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：上游利润有所回落，下游利润部分改善



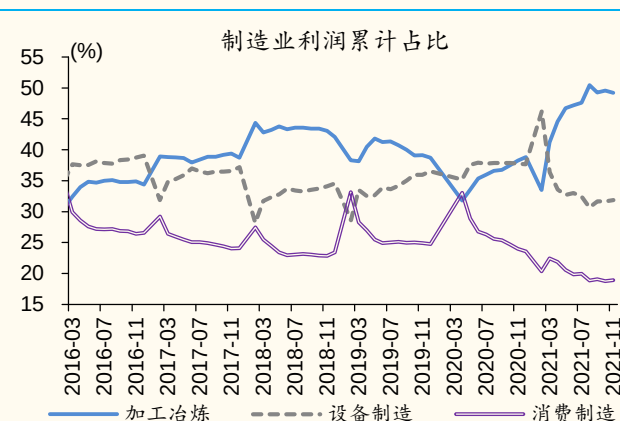
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：上游加工冶炼利润仍处于高位



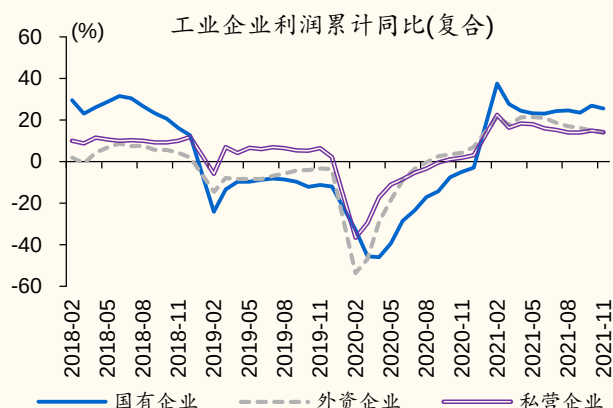
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：下游消费制造利润占比处于历史低位



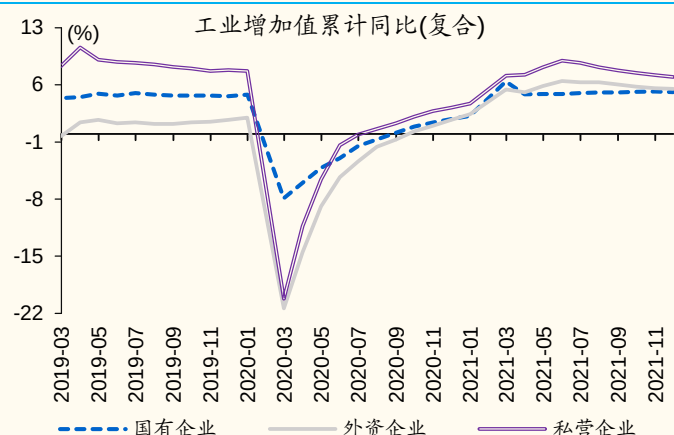
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7: 国有企业利润增长高于私营企业



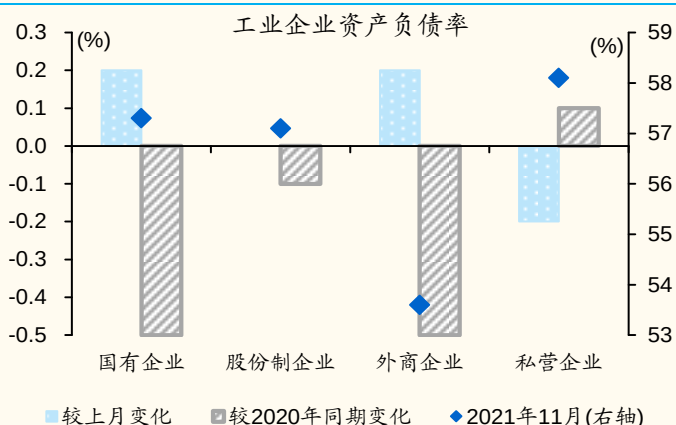
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 私营企业工业生产高于国有企业



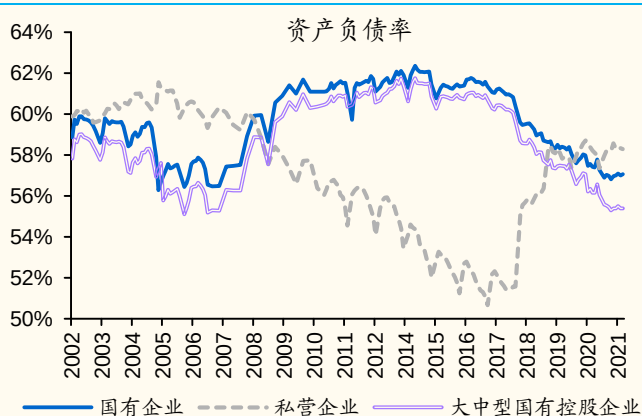
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 国有企业资产负债率增加、私营企业下降



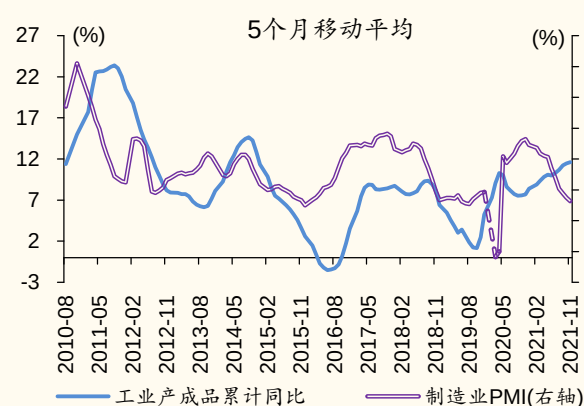
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 国有企业资产负债率处于历史低位



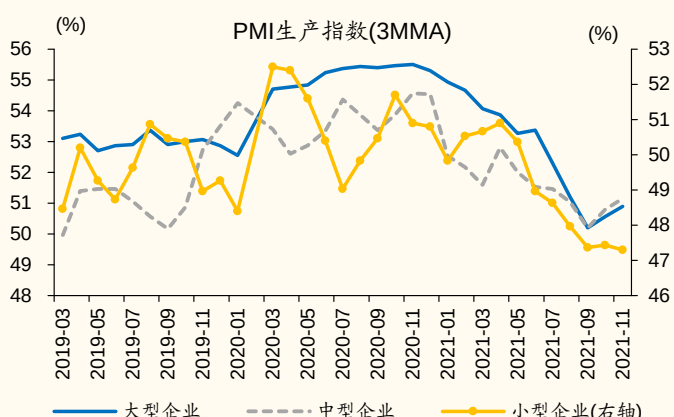
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 工业产成品库存被动累计



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 小型企业生产依然低迷



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、全球和国内疫情反复,进一步对全球供应链产生冲击;
- 2、稳增长措施落地不及预期,经济“失速”风险上升。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

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_35177

