信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

盈利虽是弱复苏，但格局鲜明

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮　宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤　宏观研究助理
邮　箱：wangshixian@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

盈利虽是弱复苏，但格局鲜明

2022 年 10 月 28 日

摘要：虽然 9 月工业企业利润的降幅较 8 月有明显收窄但前 9 月的利润降幅还是扩大的，整体上盈利的复苏比较缓慢。然而，工企盈利却呈现出一个长达 4 个月的鲜明格局。

- **9 月工业企业盈利有所恢复。**9 月的恢复是在负区间的恢复，体现在当月工业企业利润的降幅出现明显收窄，但 1-9 月的盈利降幅仍是扩大的，只是扩大的幅度小了些。通过三因子框架的分析，可以观察到 1-9 月利润率的拖累较 1-8 月还要更大，产量因素和价格因素依然是正向的贡献。总体上，工业产量增加、价格上升但盈利能力下降的常态没有发生变化。分类型看，私营企业和外资企业成本率下降，利润增速的降幅略有收窄，而国有企业和股份制企业的成本率有所上升，相应的，利润增速呈现下行态势。

- **虽然工业企业的库存同比增速是下降的，但去库压力还是比较大的。**1-9 月工业企业产成品周转天数较 1-8 月略有下降，9 月工业企业产成品存货同比增速也仅是小幅下滑，工业企业的去库压力比较明显，这与疫情反复，多点频发之下打乱需求恢复节奏有关。同时，库销比居于高位，也印证了企业去库压力大的现实。若后续疫情反复频发，下游需求的复苏节奏仍有可能被打乱，但四季度一系列的增量政策工具释放的需求可能会帮助工业企业减轻一些去库的压力，进而加速去库。

- **四个大类行业中，制造业盈利的边际表现最为亮眼。**1-9 月上游采掘业利润增速的绝对水平仍保持在高位，但增幅是明显下滑的；1-9 月原材料加工业的盈利较 1-8 月未见好转，利润降幅自 4 月就持续扩大；制造业的盈利持续改善，利润降幅自 6 月持续收窄，距离回到正区间已然不远；消费品行业的盈利则自 6 月以来保持稳定的正增速。制造业中，汽车制造业、电器机械及器材制造业、仪器仪表制造业的利润增速较 1-8 月提升较多。

- **大类行业利润增速的变化与利润率的变化及行业利润占比的变化是相一致的。**利润率方面，和利润增速的格局基本相同，都是采掘业绝对值高但有所回落，加工业持续下行，制造业持续改善，消费品行业比较稳定。行业间的利润分配格局在这样的盈利增速表现下也有明显的变化，由于制造业的利润增速和利润率都有明显改善，1-9 月制造业的行业利润占比较 1-8 月是明显提升的，消费品行业因为比较稳定的盈利表现，利润占比只有轻微下滑，加工业盈利表现不佳，利润占比下滑较多。

- **风险因素：**疫情出现严重爆发、国际政治经济形势超预期变化等

目 录

一、9 月工业企业盈利降幅收窄 3
二、工业企业的去库压力仍然较大 5
三、制造业的盈利持续改善 6
风险因素 9

图 目 录

图 1：9 月工业企业利润降幅收窄 3
图 2：私营企业盈利仍较艰难 3
图 3：利润率对企业利润增速的拖累更大了 4
图 4：国有企业和股份制企业的成本率呈上行趋势 4
图 5：1-9 月工业企业存货同比增速略有下降 5
图 6：工业企业去库压力仍然较大 5
图 7：制造业利润向好表现明显 6
图 8：制造业利润率提升 7
图 9：制造业的行业利润占比明显提升 7

表 目 录

附表：细分行业利润率 8

、

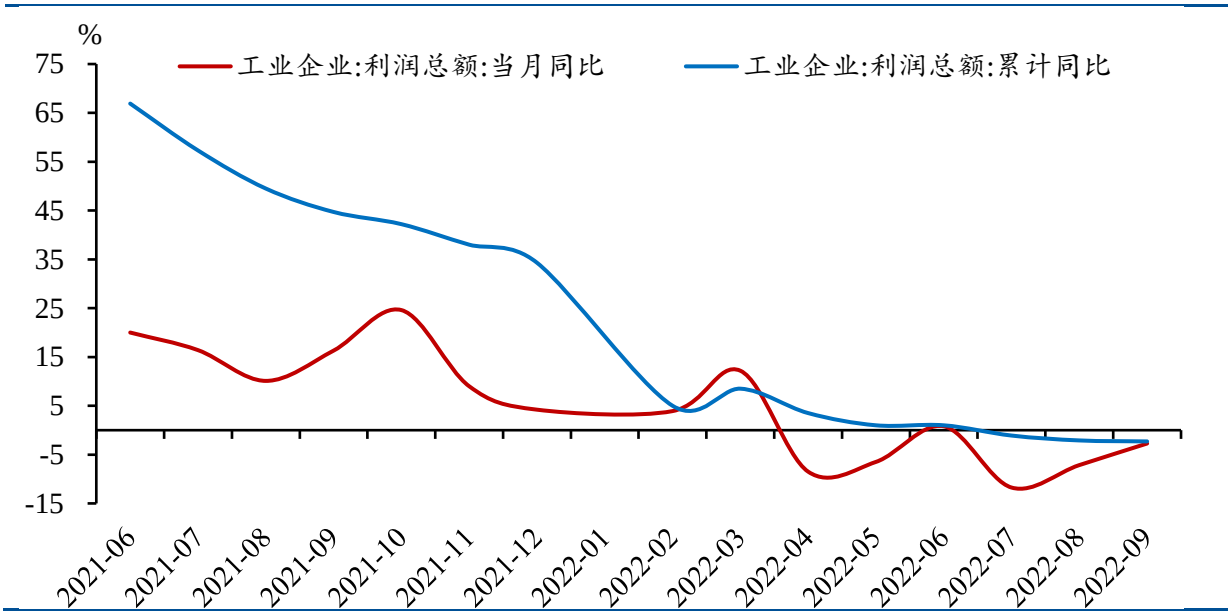
一、9 月工业企业盈利降幅收窄

1-9 月工业企业利润同比下降 2.3%，较 1-8 月降幅扩大了 0.2 个百分点，9 月当月降幅较上月收窄 6 个百分点，连续 2 个月降幅收窄。

回顾前 9 个月，当月的利润同比增速呈现 W 型变化，两个低点依次是 4 月和 7 月，3 月、6 月和 9 月的增速是三个高位。从增速绝对水平看，9 月虽处三季度的高位，但仍为负区间。总体上讲，工业企业盈利正处于恢复阶段，或者称之为“奋力爬坡”，未到满血归来之时。

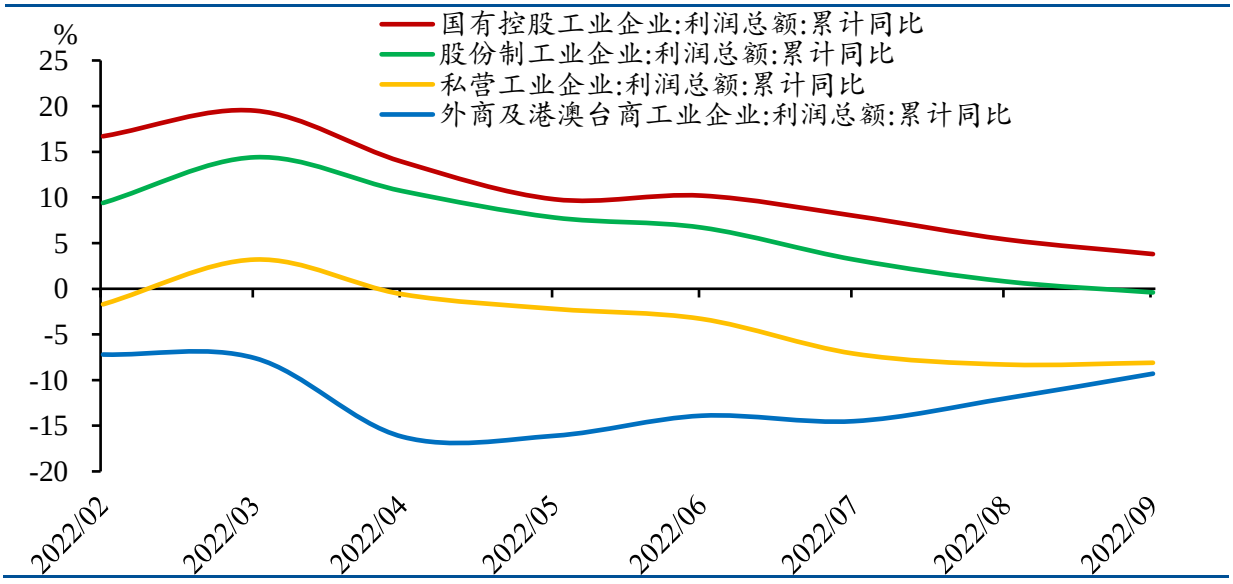
分类型看，1-9 月国有企业和股份制企业的盈利增速呈现下行趋势，其中后者的增速到 9 月已降至负区间；私营企业处境仍比较艰难，盈利持续处于低位且降幅仅有小幅收窄，相较之下，外资企业盈利降幅有明显收窄。

图 1：9 月工业企业利润降幅收窄



资料来源：Wind，信达证券研发中心

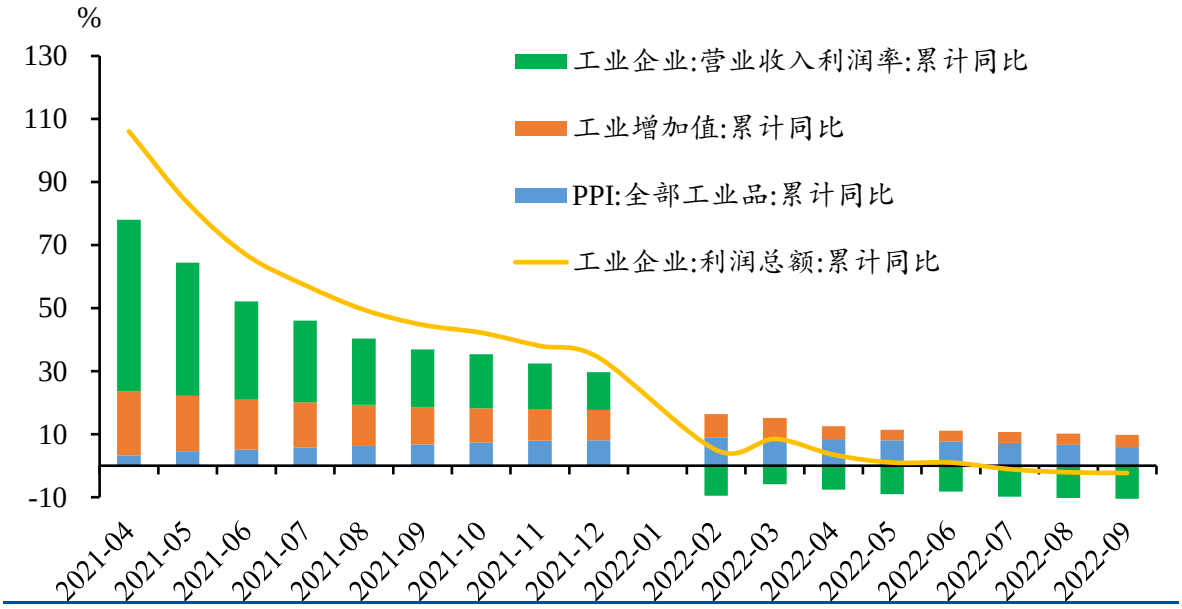
图 2：私营企业盈利仍较艰难



资料来源：Wind，信达证券研发中心

在工业增加值、PPI 和利润率的三因子框架中，1-9 月工业企业利润同比下降 2.3%可以分解成工业增加值同比增长 3.9%，PPI 同比增长 5.9%和工业企业利润率同比下降 10.49 个百分点。在和 1-8 月情况对比后可以观察到，产量和价格是持续正向贡献的因子，利润率作为负向因子的拖累程度却更大了。我们认为这样的情况大概率会持续到年底，即**工业产量和价格的增速持续在正区间，利润率增速持续在负区间。**

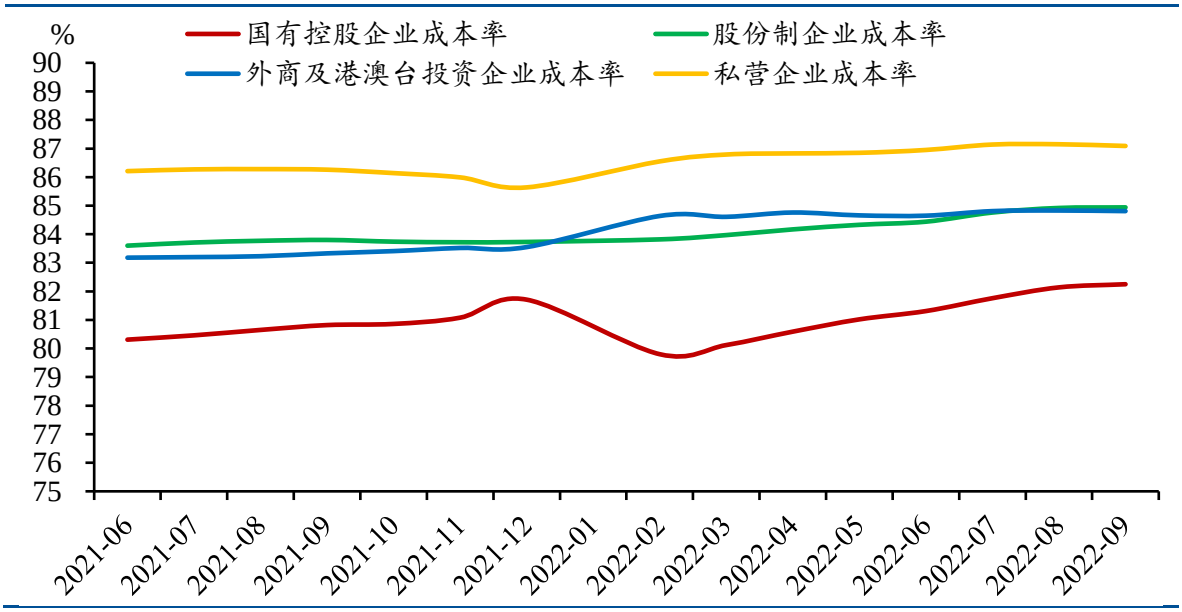
图 3：利润率对企业利润增速的拖累更大了



资料来源：Wind，信达证券研发中心

各类型工业企业成本率的情况是和利润增速相对应的，即利润降幅收窄的私营企业和外资企业，其成本率也有回落（并不影响私营企业处境艰难的结论），而国有企业和股份制企业利润增速在下行，成本率在上行。

图 4：国有企业和股份制企业的成本率呈上行趋势

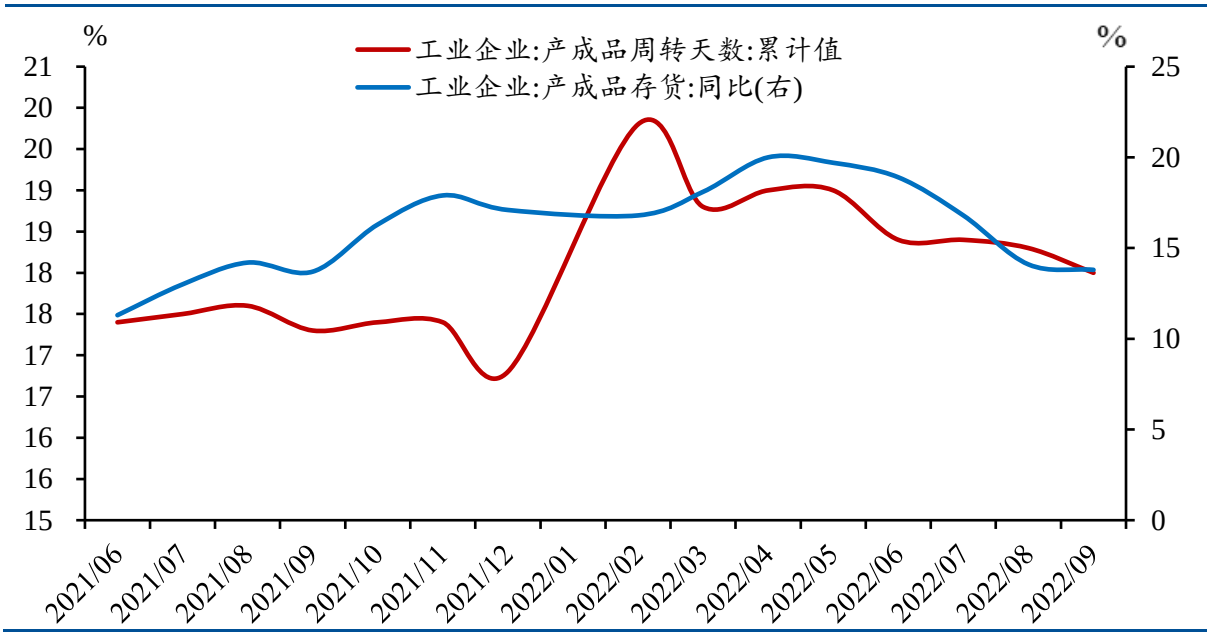


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、工业企业的去库压力仍然较大

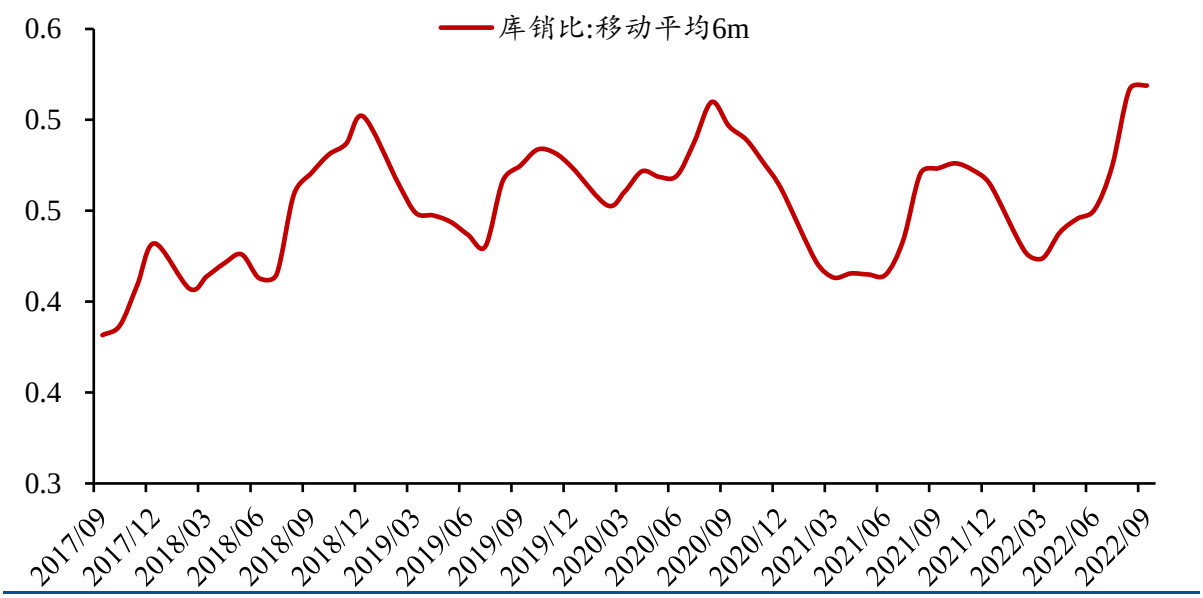
1-9 月工业企业产成品周转天数较 1-8 月略有下降，9 月工业企业产成品存货同比增速较 8 月也仅是小幅下滑，工业企业的去库压力仍然比较明显，这与疫情多点频发打乱下游需求的恢复节奏有关。库销比居于高位，印证了企业去库压力大的现实。若后续疫情反复频发，下游需求的复苏节奏仍有可能被打乱，但一系列增量政策工具（参考《拿什么对冲地产和出口的下行压力》）释放的需求可能有利于企业减轻一些去库的压力，进而加速去库。

图 5：1-9 月工业企业存货同比增速略有下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：工业企业去库压力仍然较大



资料来源：Wind，信达证券研发中心

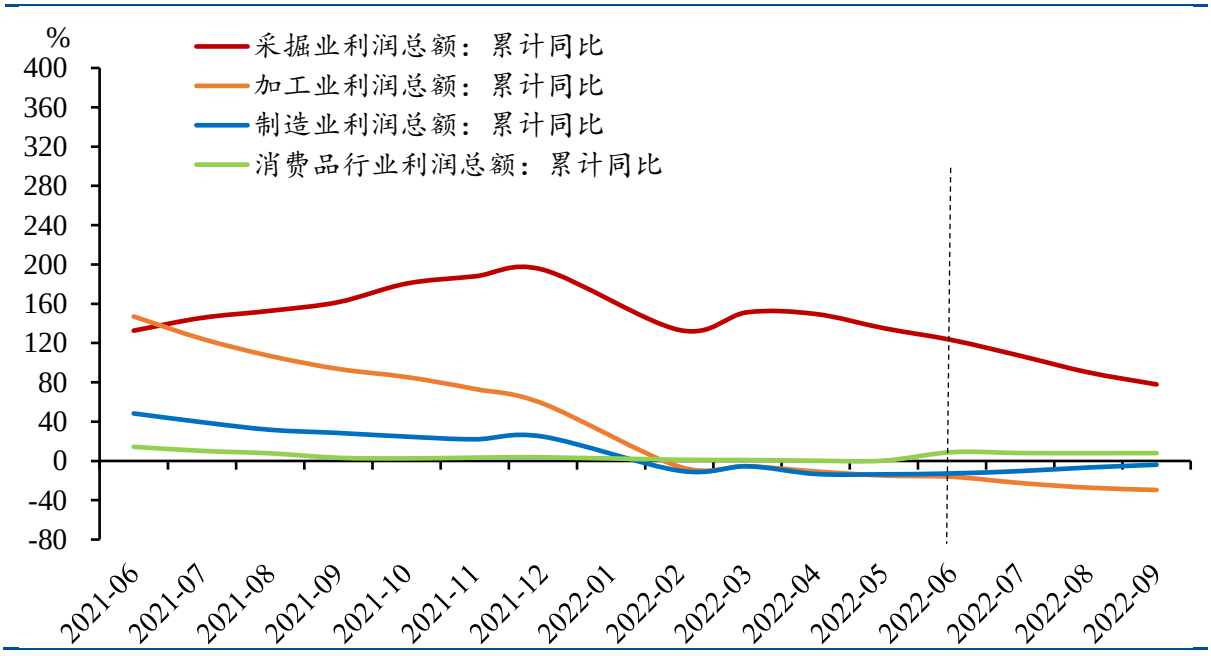
三、制造业的盈利持续改善

大类行业（采掘业、加工业、制造业、消费品业）的盈利方面，1-9 月采掘业利润增幅较 1-8 月继续下滑，但增速的绝对水平仍遥遥领先其他大类行业；1-9 月原材料加工业的颓势较 1-8 月未见好转，利润降幅持续扩大；制造业的盈利则持续改善，利润降幅持续收窄，距离回到正区间已然不远；消费品行业的盈利保持稳定的正增速。

这样的格局至少持续了 4 个月。从 6 月到 9 月，采掘业的利润增幅一直在回落，加工业的利润降幅一直在扩大，制造业的降幅一直在收窄，消费品行业的增幅一直比较稳定。行业的结构特点非常鲜明。

加工业中，1-9 月石油、煤炭及其它燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业的利润降幅比较大，这与大宗商品高位运行背景下，原材料成本高，且下游需求不足有关。制造业中，1-9 月汽车制造业、电器机械及器材制造业、仪器仪表制造业盈利增速较 1-8 月提升较多。消费品行业中，皮革制品和制鞋业、家具制造业的利润较 1-8 月增幅较大。

图 7：制造业利润向好表现明显



资料来源：Wind，信达证券研发中心

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_47850