

2022年11月28日



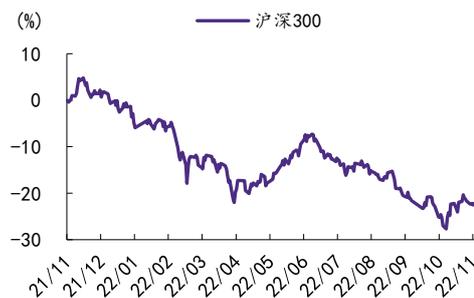
华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 10月工业企业：盈利再度承压，中游制造景气改善

## —工业企业利润宏观观点评报告事件

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
分析师：周灏 S1050522090001  
zhouhao@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《9月工业企业：利润下行放缓，继续以量补价》2022-10-27

1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额69768.2亿元，同比下降3.0%，累计同比增速连续四个月为负。

## 投资要点

### ■ 整体表现：下行加速，量稳价跌

10月工业企业利润累计同比增速较上月进一步下行，环比降幅进一步加大。拆分“量价利”来看，工业增加值、PPI和营收利润率累计同比分别为4.0%/5.2%/-11.0%，较9月分别环比+0.1pct，-0.7pct，-0.5pct，价格因素的支撑力度趋弱。

### ■ 库存水平：库存去化有所放缓

产成品存货增速连续六个月下行，实际库存去化有所放缓。10月产成品存货同比增速为12.6%，相较上月环比下滑1.2个百分点，连续六个月出现同比增速的下行，但环比下行幅度低于PPI，表明实际库存去化有所放缓，且从库存绝对水平上看仍然显著高于前几轮库存周期中枢。

### ■ 利润分配：中游制造占比稳步提升

中游制造利润占比稳步提升，下游消费依旧承压。从上下游利润分配角度，中游制造利润占比分别相较上月环比提升0.65个百分点，下游消费占比继续下行。

### ■ 细分行业：中游制造盈利持续回暖

中游制造盈利呈现韧性。在整体盈利趋势下行的背景下，中游制造中除汽车制造盈利增速高位回落外，其余板块10月盈利同比增速均较9月有环比改善，其中专用设备、交运设备、电子通信的改善幅度较大，展现出较强的韧性。

### ■ 景气预测：电力热力边际改善幅度较大

预测利润环比改善幅度较大的行业是电力、热力的生产和供应业。盈利增速边际上行17.5个百分点，对应于申万行业的火力发电/热力服务/水力发电。

### ■ 风险提示

(1) 经济修复不及预期 (2) 疫情出现反复

## 正文目录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 事件: .....                | 3 |
| 评论: .....                | 3 |
| 1、整体表现: 下行加速, 量稳价跌 ..... | 3 |
| 2、库存水平: 库存去化有所放缓 .....   | 3 |
| 3、利润分配: 中游制造占比稳步提升 ..... | 4 |
| 4、细分行业: 中游制造盈利持续回暖 ..... | 5 |
| 5、景气预测: 电力热力边际改善明显 ..... | 6 |
| 6、风险提示 .....             | 7 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1: 10 月工业企业利润累计同比增速下行速度持续放缓 .....                | 3 |
| 图表 2: 产成品存货增速仍然明显高于前几轮库存周期中枢水平 .....                | 4 |
| 图表 3: 中游制造利润占比稳步提升 .....                            | 4 |
| 图表 4: 10 月外商与私营工业企业利润占比继续上行 .....                   | 5 |
| 图表 5: 10 月燃料加工、农副产品、食品制造、专用设备和黑色采矿的利润增速边际改善幅度较大 ... | 6 |
| 图表 6: 电力热力景气边际改善幅度较大 .....                          | 7 |

## 事件：

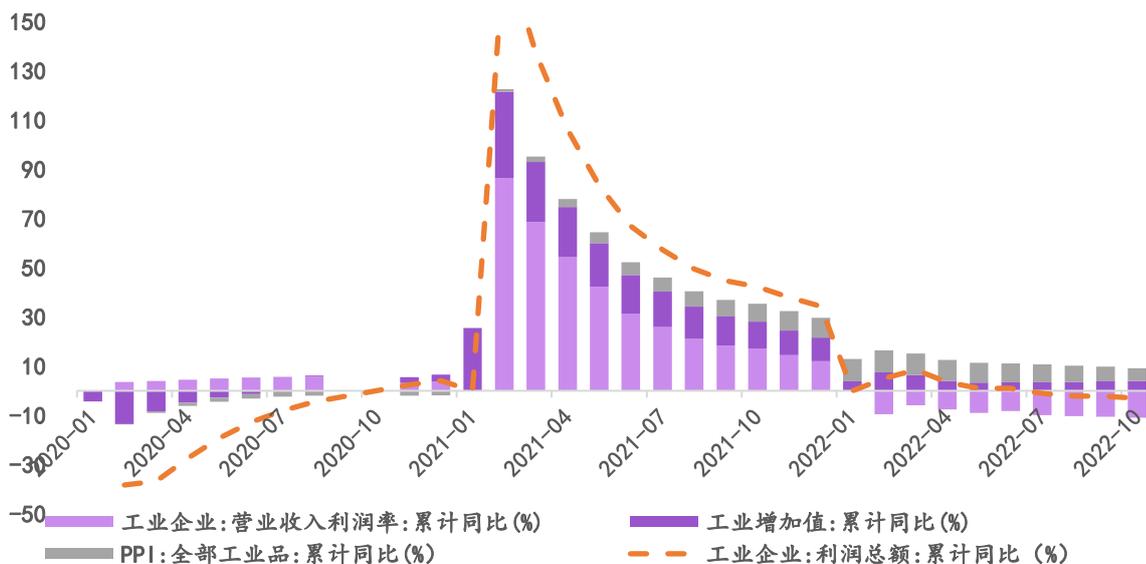
1—10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 69768.2 亿元，同比下降 3.0%，累计同比增速连续四个月为负。

## 评论：

### 1、整体表现：下行加速，量稳价跌

10 月工业企业利润累计同比增速较上月进一步下行，环比降幅进一步加大。拆分“量价利”来看，量稳价跌的特征依然存在。工业增加值、PPI 和营收利润率累计同比分别为 4.0%/5.2%/-11.0%，较 9 月分别环比+0.1pct，-0.7pct，-0.5pct，受国内疫情反复多发、PPI 边际下行等因素影响，价格因素的支撑力度趋弱，营收增速持续下行。

图表 1： 10 月工业企业利润累计同比增速下行速度持续放缓



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 2、库存水平：库存去化有所放缓

产成品存货增速连续六个月下行，实际库存去化有所放缓。10 月产成品存货同比增速为 12.6%，相较上月环比下滑 1.2 个百分点，连续六个月出现同比增速的下行，但环比下行幅度低于 PPI，表明实际库存去化有所放缓，且从库存绝对水平上看仍然显著高于前几轮库存周期中枢。产成品周转天数为 18.2 天，与上月基本持平。

图表 2：产成品存货增速仍然明显高于前几轮库存周期中枢水平

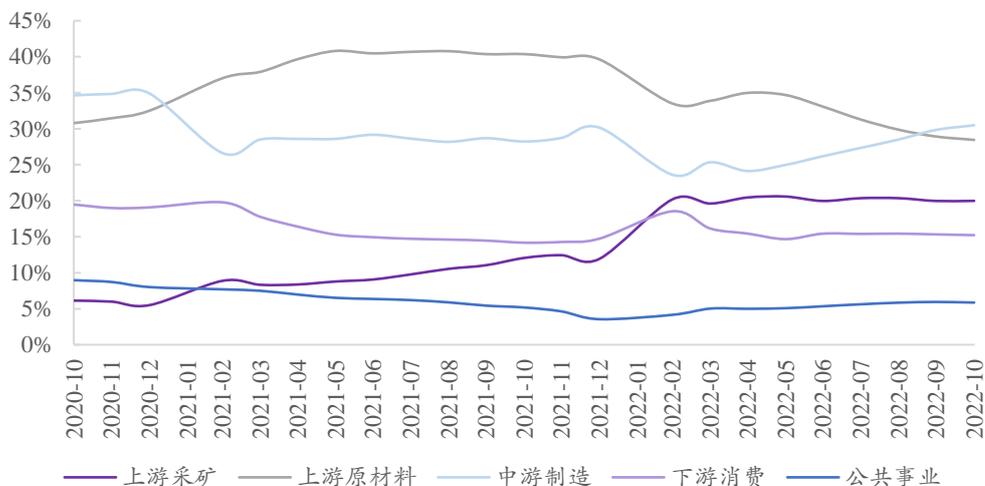


资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3、利润分配：中游制造占比稳步提升

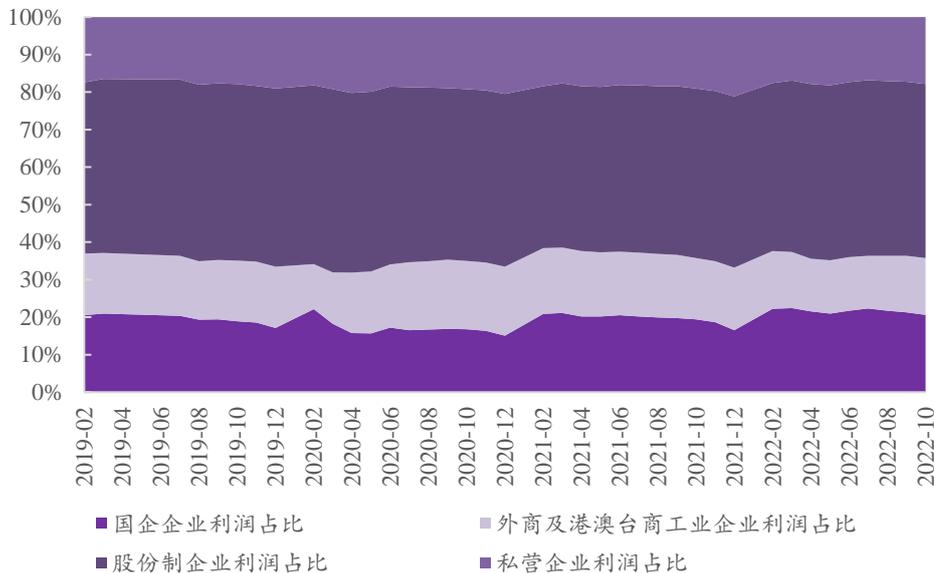
中游制造利润占比持续稳步提升，下游消费依旧承压。从上下游利润分配角度，中游制造占比相较上月环比提升 0.65 个百分点，受益于原材料成本下降与供应链的逐步畅通，中游制造连续六个月实现利润占比提升，上游采矿占比小幅回弹 0.01%，而上游原材料/下游消费/公共事业分别相较上月环比下滑 0.48/0.10/0.09 个百分点。从不同类型企业来看，稳外资政策与中小企业纾困解难相关政策持续发力，外商与私营工业企业利润占比继续上行，国有与股份制工业企业占比则有回落。

图表 3：中游制造利润占比稳步提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：10 月外商与私营工业企业利润占比继续上行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 4、细分行业：中游制造盈利持续回暖

**中游制造盈利呈现韧性。**在 41 个工业大类行业中，19 个行业 10 月利润总额实现同比增长。从增速的绝对值上来看油气开采、电力热力、农副产品的盈利增速居前。从边际变化来看，燃料加工、农副产品、食品制造、专用设备和黑色采矿的利润增速边际改善幅度较大，其中农副产品业利润增速环比改善 75pct，盈利增长由负转正。值得注意的是，在整体盈利趋势下行的背景下，中游制造中除汽车制造盈利增速高位回落外，其余板块 10 月盈利同比增速均较 9 月有环比改善，其中专用设备、交运设备、电子通信的改善幅度较大，展现出较强的韧性。

**拆分来看，医药制造业量增明显，黑色采矿业价格回升。**拆分量价利来看，10 月工业增加值同比增速明显上行的行业是医药制造，明显下行的行业是交运设备与纺织服装，PPI 同比增速明显上行的行业是上游黑色采矿，明显下行的是煤炭采选、油气开采。

图表 5: 10月燃料加工、农副产品、食品制造、专用设备和黑色采矿的利润增速边际改善幅度较大

| 产业链     |         | 利润同比(当月同比, %) |         |        | 数量(工业增加值, 当月同比, %) |         |        | PPI(当月同比, %) |         |          | 利润率(当月同比, %) |         |         |
|---------|---------|---------------|---------|--------|--------------------|---------|--------|--------------|---------|----------|--------------|---------|---------|
|         |         | 2022年10月      | 2022年9月 | 利润增速变化 | 2022年10月           | 2022年9月 | 数量增速变化 | 2022年10月     | 2022年9月 | PPI 增速变化 | 2022年10月     | 2022年9月 | 利润率增速变化 |
| 上游采矿业   | 煤炭采选    | -24.5         | -6.0    | -18.5  | 3.0                | 7.7     | -4.7   | -16.5        | -2.7    | -13.8    | -6.1         | -8.3    | 2.2     |
|         | 油气开采    | 87.1          | 136.2   | -49.1  | 6.7                | 4.5     | 2.2    | 21.0         | 31.1    | -10.1    | 52.8         | 79.4    | -26.6   |
|         | 黑色采矿    | -6.7          | -38.7   | 32.0   | 16.7               | 22.3    | -5.6   | -18.9        | -25.1   | 6.2      | 38.5         | -27.6   | 66.1    |
|         | 有色采矿    | 22.8          | 42.3    | -19.5  | -2.1               | -2.2    | 0.1    | 4.4          | 3.9     | 0.5      | 9.2          | 24.2    | -15.0   |
|         | 非金属采矿   | 5.0           | -12.2   | 17.2   | -3.6               | 2.1     | -5.7   | 4.9          | 6.1     | -1.2     | -4.9         | -16.3   | 11.4    |
| 上游原材料加工 | 燃料加工    | -97.9         | -174.9  | 77.0   | -2.8               | -2.6    | -0.2   | 8.6          | 17.2    | -8.6     | -97.9        | -161.1  | 63.2    |
|         | 化工制造    | -34.8         | -23.2   | -11.6  | 9.8                | 12.1    | -2.3   | -4.4         | 1.0     | -5.4     | -39.0        | -28.7   | -10.3   |
|         | 医药制造    | -27.3         | -7.0    | -20.3  | 1.6                | -7.5    | 9.1    | 0.1          | 0.4     | -0.3     | -28.5        | -11.4   | -17.2   |
|         | 化纤制造    | -81.1         | -26.5   | -54.6  | 6.9                | 5.0     | 1.9    | -1.1         | 3.1     | -4.2     | -81.4        | -32.6   | -48.8   |
|         | 橡胶塑料    | 10.1          | 25.3    | -15.2  | -0.8               | 1.4     | -2.2   | -1.3         | 0.1     | -1.4     | 7.6          | 23.2    | -15.5   |
|         | 非金属矿物制品 | -30.8         | -16.9   | -13.9  | 3.1                | 0.8     | 2.3    | -7.6         | -1.8    | -5.8     | -29.1        | -17.1   | -12.0   |
|         | 黑色冶炼    | -104.0        | -129.4  | 25.4   | 10.2               | 10.6    | -0.4   | -21.1        | -18.0   | -3.1     | -104.9       | -135.2  | 30.3    |
|         | 有色冶炼    | -54.9         | -59.5   | 4.7    | 6.8                | 7.8     | -1.0   | -7.8         | -4.4    | -3.4     | -54.8        | -60.0   | 5.2     |
| 中游制造业   | 金属制品    | -4.0          | 5.8     | -9.8   | -3.1               | 1.3     | -4.4   | -2.3         | -1.3    | -1.0     | -10.7        | 3.4     | -14.1   |
|         | 通用设备    | 28.0          | 19.3    | 8.6    | 2.0                | 2.3     | -0.3   | 0.1          | 0.4     | -0.3     | 22.5         | 11.3    | 11.2    |
|         | 专用设备    | 34.8          | 2.3     | 32.5   | 3.0                | 4.9     | -1.9   | 0.1          | 0.3     | -0.2     | 12.5         | -4.8    | 17.3    |
|         | 汽车制造    | 25.3          | 50.5    | -25.2  | 18.7               | 23.7    | -5.0   | -0.3         | -0.2    | -0.1     | 3.7          | 6.7     | -3.0    |
|         | 交运设备    | 45.4          | 20.5    | 25.0   | 0.5                | 7.6     | -7.1   | 1.0          | 0.9     | 0.1      | 41.8         | 13.2    | 28.6    |
|         | 电气机械    | 54.8          | 53.7    | 1.1    | 16.3               | 15.8    | 0.5    | 2.5          | 3.1     | -0.6     | 29.6         | 22.7    | 6.9     |
| 下游消费    | 电子通信    | 24.2          | -3.5    | 27.8   | 9.4                | 10.6    | -1.2   | 0.6          | -0.2    | 0.8      | 6.6          | -15.9   | 22.5    |
|         | 农副产品    | 61.5          | -13.5   | 75.0   | -2.0               | 1.5     | -3.5   | 8.7          | 7.4     | 1.3      | 47.5         | -28.0   | 75.5    |
|         | 食品制造    | 35.4          | -0.2    | 35.6   | 0.3                | 2.7     | -2.4   | 3.2          | 3.2     | 0.0      | 33.6         | -5.0    | 38.6    |
|         | 酒类饮料    | 2.0           | 25.9    | -23.9  | 1.5                | 5.5     | -4.0   | 1.5          | 1.2     | 0.3      | 7.9          | -21.1   | 29.0    |
|         | 烟草制品    | -25.4         | -2.7    | -22.7  | 5.4                | 9.1     | -3.7   | 0.5          | 0.5     | 0.0      | -28.5        | -6.4    | -22.0   |
|         | 纺织      | -23.4         | -24.1   | 0.7    | -4.2               | -1.6    | -2.6   | -0.2         | 1.4     | -1.6     | -18.8        | -24.2   | 5.4     |
|         | 纺织服装    | -12.7         | -1.5    | -11.2  | -10.0              | -3.7    | -6.3   | 1.7          | 1.8     | -0.1     | 5.3          | 5.4     | -0.1    |
|         | 木材加工    | 19.4          | 8.7     | 10.7   | -2.5               | -2.7    | 0.2    | 0.3          | 1.2     | -0.9     | 19.7         | 2.5     | 17.2    |
| 公用事业    | 造纸      | -19.4         | -32.3   | 12.9   | -0.4               | 2.5     | -2.9   | -0.5         | 0.0     | -0.5     | -17.8        | -34.5   | 16.7    |
|         | 印刷      | 8.3           | 2.2     | 6.1    | -1.9               | 2.5     | -4.4   | 0.8          | 0.8     | 0.0      | 6.0          | 0.3     | 5.6     |
| 公用事业    | 电力热力    | 70.6          | 571.3   | -500.7 | 4.1                | 2.2     | 1.9    | 9.1          | 10.1    | -1.0     | 47.5         | 499.7   | -452.3  |
|         | 燃气生产    | -23.8         | -2.7    | -21.2  | 3.4                | 9.2     | -5.8   | 15.3         | 16.4    | -1.1     | -39.9        | -26.8   | -13.1   |

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\\_49352](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49352)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn