

2022 年 11 月 28 日

宏观研究团队

“两个延后”加强中游设备制造确定性——10 月企业利润点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2022 年 1-10 月全国规模以上工业企业利润累计同比-3.0%，前值-2.3%；营业收入累计同比增长 7.6%，前值 8.2%。

● 10 月当月工业企业量、价、利增速均向下，“国民”分化改善不足

(1) **营收、利润增速继续向下。**疫情加速散发、价格水平下行叠加外需走弱，2022 年 1-10 月工业企业营收累计同比 7.6%，较前值回落了 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比-3.0%，连续 4 个月负增长，与 PPI 自 7 月以来迅速下行转负较为一致。其中，销售毛利率、营业利润率双双持平前值，分别为 15.2%、6.2%。

(2) **“国民”分化改善不足，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间。**9 月我们观察到民企利润见底回升贡献了一部分的“国民”分化收窄，但 10 月民企利润未能延续向好态势，同时利润总量仍负增，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间和预期引导。预计四季度制造业将小幅稳步加杠杆，但年内制造业投资增速难有显著抬升。

● 疫情小幅阻滞利润结构改善，中游设备制造主导，下游消费部分改善

(1) **从利润占比来看，工业企业“中间升、两头降”。**疫情多发散发叠加常态化防控，消费需求复苏弹性偏弱可能在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

(2) **从利润增速来看，上游采掘加工业连续 2 个月负增，中游设备制造全线改善，下游消费制造部分改善。**值得一提的是汽车制造利润累计同比从 2022 年 5 月的 -37.5% 改善至 10 月的正增长，本身兼具设备制造和消费制造两种属性，在当下利润传导的中间阶段同时享受“需求改善+成本回落”双重利好。总体来看，目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游。

● 两种修正方法判断主动去库存仍在行进中，明年 Q2 或步入库存周期新阶段

我们此前曾指出“存货的会计核算方式决定了存货是过去一段时间成本价格的集合，当价格水平变化较大时，常用来衡量企业库存行为的存货-PPI 指标其有效性会大打折扣”，那么在今年 PPI 同比下行过快的宏观场景中，如何理解企业的真实库存行为？

方法一：改用存货平减 PPI 累计同比。考虑到存货是过去一段时间成本价格的集合，则存货平减 PPI 累计同比理论上比平减 PPI 同比更为有效。我们观察到，2022 年两个平减指标的走势发生明显分化，尤其是在 9 月和 10 月，平减 PPI 同比为累库、平减 PPI 累计同比为去库，我们认为平减 PPI 累计同比向下更符合会计核算；**方法二：构造剪刀差指标。**营收与存货均包含价格因素，则构造两者增速剪刀差能在一定程度上能够剔除价格水平剧烈波动对存货指标的扰动。营收与存货增速剪刀差从 2022 年 4 月的 -10.3% 收窄至 10 月的 -5.0%，表明存货增速下行快于营收增速。从两种修正方法的结果来看，工业企业目前确为主动去库存，库存周期向下个阶段的进发仍有待稳增长工具加码稳内需，我们预计该时点可能为明年二季度。

● 两个“延后”加强中游设备制造确定性

其一，疫情加速扩散叠加近期边际优化整治层层加码，疫情防控效率下降导致清零时点延后、消费市场修复延后，我们预计工业生产的中游持续强于下游、本轮利润传导将在中游停留更久；其二，国民分化改善不足以及利润总量负增制约下，制造业政策支持工具的引导、发力、兑现时点可能会延后。近有利润传导，远有政策支持和“新型工业化”等战略规划，看多中游设备制造（高端先进制造）的逻辑或许可以更长久一些。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

目 录

1、10月当月工业企业量、价、利增速均向下，“国民”分化改善不足	3
2、疫情小幅阻滞利润结构改善，中游设备制造主导，下游消费部分改善	4
3、两种修正方法判断主动去库存仍在行进中，明年Q2或步入库存周期新阶段	6
4、两个“延后”加强中游设备制造确定性	7
风险提示	7

图表目录

图1：工业企业效益指标分拆	3
图2：利润继续探底	4
图3：营收当月同比大幅下行	4
图4：毛利率、营业利润率持平前值	4
图5：“国民”分化连续3个月收窄	4
图6：中游利润增速强势向上	5
图7：利润分配呈“中间升、两头降”	5
图8：分行业利润增速变动情况	6
图9：存货下行快于营收	7
图10：存货平减PPI累计同比或较有效	7

2022年1-10月全国规模以上工业企业利润累计同比-3.0%，前值-2.3%；营业收入累计同比增长7.6%，前值8.2%。

1、10月当月工业企业量、价、利增速均向下，“国民”分化改善不足

(1)营收、利润增速继续向下。疫情加速散发、价格水平下行叠加外需走弱，2022年1-10月工业企业营收累计同比7.6%，较前值回落了0.6个百分点；我们测算营收当月同比为2.7%、较前值下滑了4.1个百分点。2022年1-10月工业企业利润总额累计同比-3.0%（前值-2.3%），连续4个月负增长，与PPI自7月以来迅速下行转负较为一致；利润当月同比为-8.6%，结束了连续2个月的回升态势。其中，销售毛利率、营业利润率双双持平前值，分别为15.2%、6.2%。

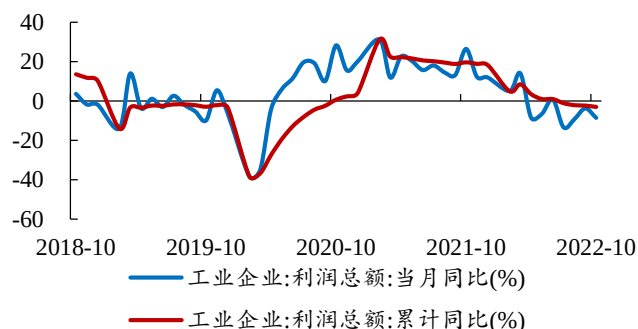
(2) “国民”分化改善不足，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间。1-10月国企、民企利润累计同比分别为1.1%、-8.1%，“国民”增速差较前值收窄了2.7个百分点至9.2%。9月我们观察到民企利润见底回升贡献了一部分的“国民”分化收窄，但10月民企利润未能延续回升态势，同时利润总量仍负增，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间和预期引导。预计四季度制造业将小幅稳步加杠杆，但年内制造业投资增速难有显著抬升。

图1: 工业企业效益指标分拆

工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
量																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																														
营收:累计同比*																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																														

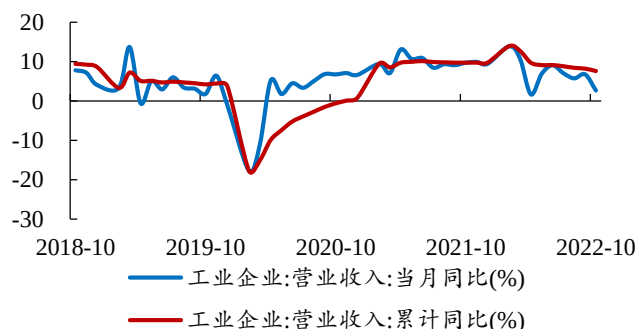
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润继续探底



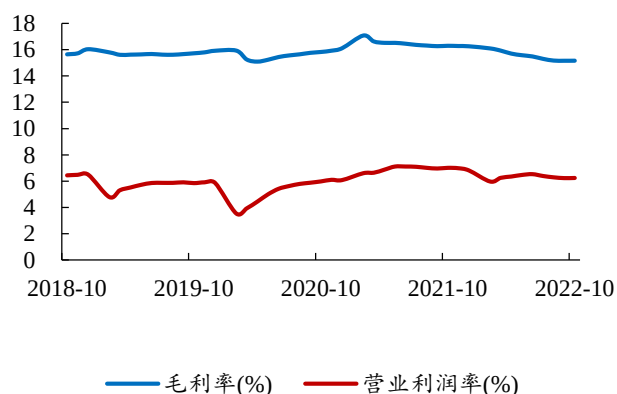
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比大幅下行



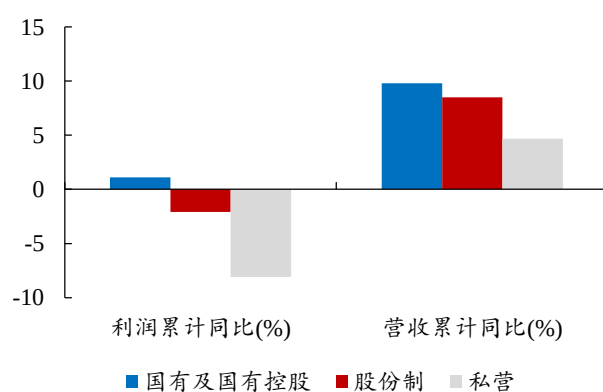
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图4：毛利率、营业利润率持平前值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：“国民”分化连续3个月收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

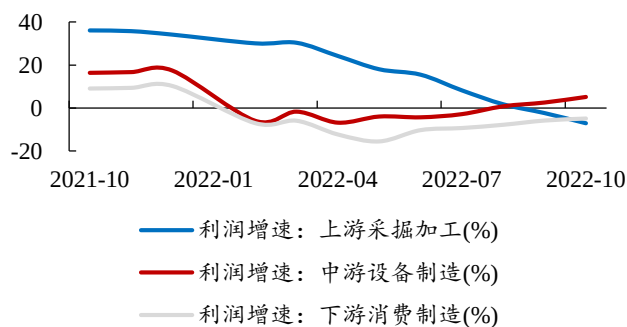
2、疫情小幅阻滞利润结构改善，中游设备制造主导，下游消费部分改善

(1)从利润占比来看，工业企业“中间升、两头降”。1-10月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为43.8%、28.2%、28%，分别较前值变动了-0.5、0.6、-0.1个百分点。疫情多发散发叠加常态化防控，消费需求复苏弹性偏弱可能在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

(2)从利润增速来看，上游继续负增、中游强势向上、下游跌幅收窄。上游采掘加工工业连续2个月负增，1-10月上游利润累计同比为-7.1%，较前值降低了4.7个百分点。其中，煤炭采选、有色金属冶炼压延、化学原料制品利润增速下行居前，较上期分别减少了26.8、5.6、5.2个百分点，多数行业降幅走扩；中游设备制造全线改善，1-10月中游利润增速为5.1%、较前值提高了2.6个百分点，其中交运设备制造、电气机械、通用设备、计算机通信电子改善了4.2、3.7、2.8、2.5个百分点；下游消费制造部分改善。1-10月下游利润累计为-4.9%，降幅收窄了0.9个百分点。茶酒饮

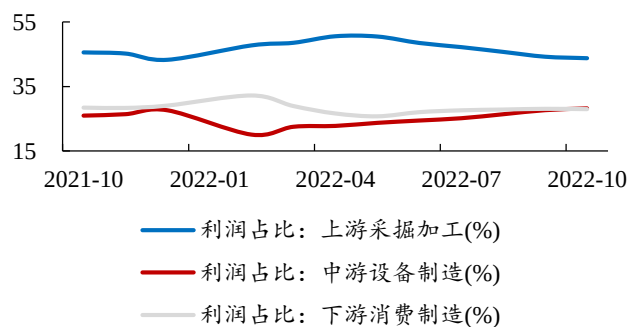
料、食品制造、文体娱用品、烟草利润水平仍高，边际上来看，农副食品加工、木材加工、汽车制造较上月分别改善了 6.5、3.4、2.7 个百分点。值得一提的是汽车制造利润累计同比从 2022 年 5 月的-37.5%改善至 10 月的正增长，本身兼具设备制造和消费制造两种属性，在当下利润传导的中间阶段同时享受“需求改善+成本回落”双重利好。总体来看，目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游。

图6：中游利润增速强势向上



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图7：利润分配呈“中间升、两头降”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：分行业利润增速变动情况

工业行业大类	主要工业行业	1-10月利润总额： 累计同比%	Δ 较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	109.7	-2.3
	煤炭开采和洗选业	62.0	-26.8
	有色金属矿采选业	40.5	-3.6
	化学原料及化学制品制造业	-3.6	-5.2
	橡胶和塑料制品业	-11.5	1.5
	非金属矿物制品业	-13.3	-2.8
	有色金属冶炼及压延加工业	-20.0	-5.6
	黑色金属矿采选业	-28.4	0.5
	化学纤维制造业	-65.5	-2.1
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-70.9	-3.2
	黑色金属冶炼及压延加工业	-92.7	-1.3
中游设备制造	电气机械及器材制造业	29.0	3.7
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.7	4.2
	仪器仪表制造业	3.4	1.1
	专用设备制造业	0.3	1.6
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.9	2.5
	通用设备制造业	-4.4	2.8
	金属制品业	-9.7	0.3
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	21.5	-1.2
	食品制造业	11.5	2.0
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	8.5	-2.1
	烟草制品业	8.4	-2.4
	家具制造业	3.8	-1.0
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.7	1.3
	汽车制造	0.8	2.7
	农副食品加工业	-1.0	6.5
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.2	3.4
	纺织服装、服饰业	-1.4	-3.2
	印刷业和记录媒介的复制	-3.6	-5.2
	纺织业	-16.4	-1.1
	医药制造业	-29.3	0.0
	造纸及纸制品业	-40.3	1.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

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_49364

