

宏观点评

警惕过度去库风险

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

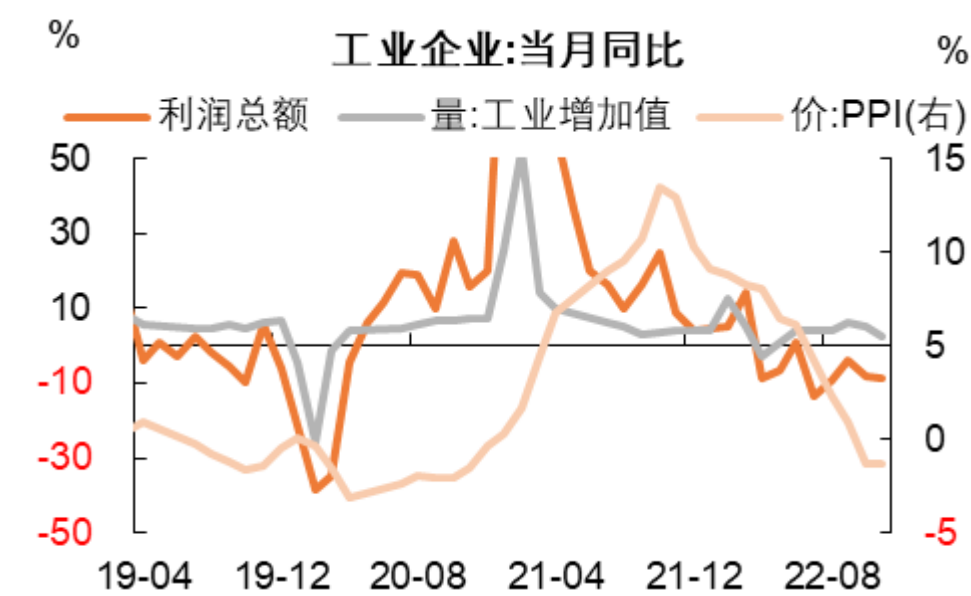


平安观点：

- 工业企业生产走弱，驱动利润跌幅走阔，而价格和利润率有企稳迹象。11月工业企业利润单月同比下降8.9%，对比看10月同比下降8.4%；营业收入单月同比收缩0.9%，较快下滑。拆分来看，工业企业利润跌幅走阔主因生产走弱，11月工业增加值单月同比环比下滑2.8个百分点至2.2%；价格、利润率均有企稳迹象，PPI单月同比、营收利润率的累计值基本持平于上月。**从影响利润率的因素看**，工业企业成本进一步下行，但因费用自低位回升的抵消，营收利润率基本持平于上月。**分行业看**，制造业企业营收利润率稳中有升，而采矿业与水电燃气行业营收利润率边际走弱。
- 工业企业处“主动去库存”阶段。库存周期方面，考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近年PPI增速波动较大，剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速小幅回落、库存增速显著下滑”的“主动去库存”特征。二季度以来，在需求偏弱的背景下，库存积压在一定程度上挤占企业现金流，工业企业开工率偏低，或在主动调减生产、降低库存。**资产负债率方面**，11月工业企业资产负债率环比略有抬升，结束了此前连续3个月持平的态势。各所有制企业中，国企、股份制及外资企业资产负债率有所上行；私营企业资产负债率持平于上月，“去杠杆”态势有所缓和。
- 分行业看，中游制造板块的利润占比升至近两年高位，工业行业间利润分配格局仍在持续改善中。边际上，11月有13个行业利润的累计同比增速较上月回升：中游制造板块占3个（共7个）、下游制造板块占6个（共14个）；采矿及原材料板块占4个（共12个），其中3个子行业处石化链条。**从累计利润的占比看**：一是，上游采掘利润占比缓慢回落，绝对水平仍处历史高位。二是，原材料板块利润占比进一步压缩，已降至历史偏低水平。与之相对的是，中下游制造板块的利润占比提升，延续修复态势。目前看，中游制造板块的利润占比已自低位回升三个季度，但下游消费制造板块的利润占比仍处低位。
- 11月工业企业需求承压，且有主动去库存行为，这使其生产走弱，拖累盈利跌幅加大。站在当前时点，**有必要警惕部分行业“过度去库存”带来的潜在通胀风险**。一方面，11月以来房地产企业融资和疫情防控政策均有较大程度的优化，当前国内需求或已临近于底部区域。待国内疫情较快迈过第一波高峰后，如果稳增长政策也超出预期，部分行业需求或在短时间集中释放。另一方面，在疫情冲击反复、预期转弱的拖累下，原材料板块以螺纹钢、电解铝为代表的产品库存处于低位，下游部分消费制造行业过去两年投资步伐放缓。如果需求在短时间内集中释放，部分行业可能因库存处于低位、潜在产能不足，出现阶段性价格上行压力。

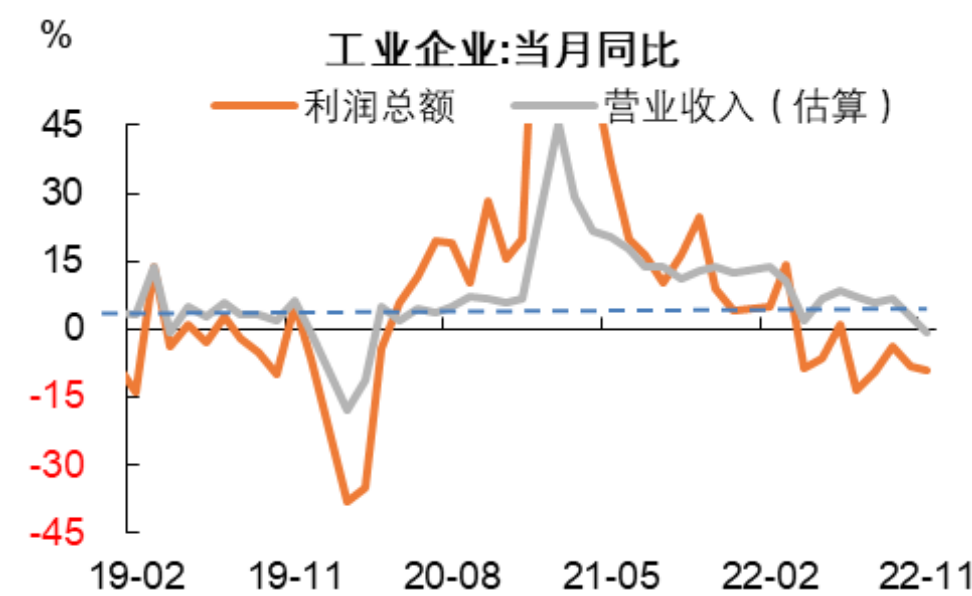
工业企业生产走弱，带动利润跌幅走阔，不过价格和利润率呈企稳迹象。我们测算，11月工业企业利润单月同比下降8.9%，对比看10月同比下降8.4%；11月营业收入单月同比收缩0.9%，自10月的2.7%较快下滑。工业企业利润等于量×价×利润率，可用工业增加值、PPI和营业收入利润率三个指标观察工业企业利润增速的变动原因。11月工业企业利润跌幅走阔，主要受生产走弱的影响，不过价格、利润率均有企稳迹象。具体看，11月工业增加值单月同比增速下滑2.8个百分点至2.2%，PPI单月同比增速持平于-1.3%的低位；同时，工业企业营业收入的累计利润率基本持平于上月，同比跌幅略有收窄。

图表 1 11月工业企业利润单月同比跌幅走阔



资料来源：wind，平安证券研究所

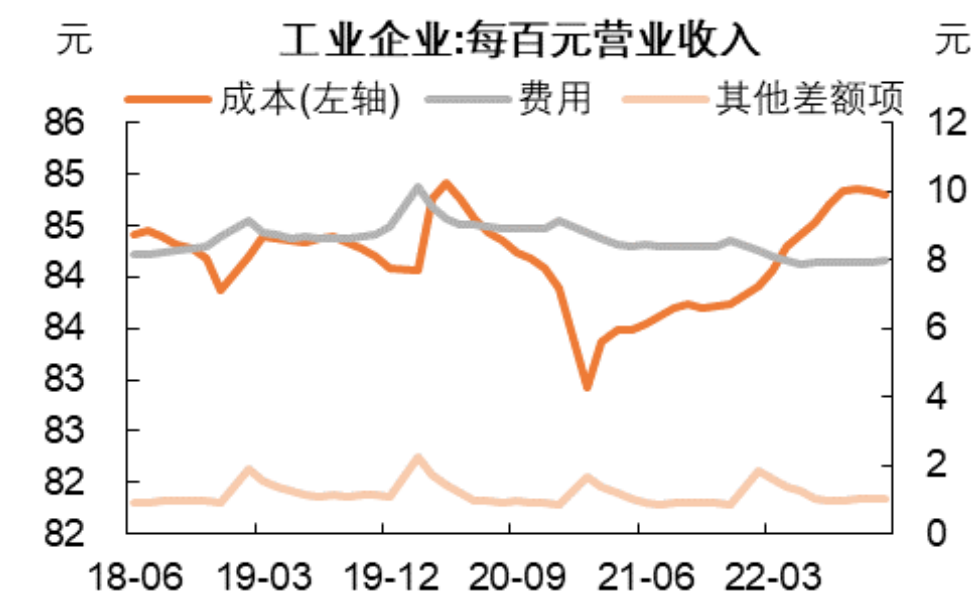
图表 2 11月工业企业营业收入单月同比增速下滑



资料来源：wind，平安证券研究所

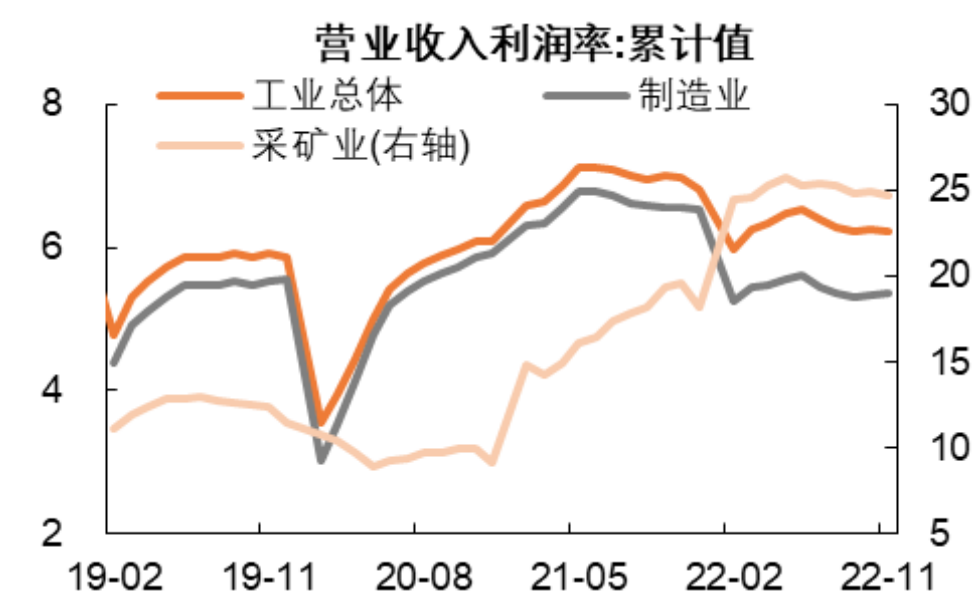
工业企业成本进一步下行，但因费用自低位回升的抵消，营收利润率基本持平于上月。1-11月工业企业营业收入利润率6.2%，基本持平于上月。具体来看：**1）成本有所下行。**1-11月工业企业每百元营业收入的成本较前10个月微降0.04元。**2）费用低位回升。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较前10个月提升0.05元。从前10个月数据（1-11月数据尚未公布）看，今年以来工业企业财务费用、销售费用同比分别收缩18.9%、收缩3.2%，而管理费用同比增长1.5%。**3）其他差额项持平。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。该项目在二季度随留抵退税政策的较快推进压降较快，目前留抵退税、减税降费政策接近尾声，因此其他差额项目保持稳定。**分行业看，**制造业企业营收利润率稳中有升，采矿业与水电燃气行业营收利润率边际走弱。

图表 3 工业企业营收中，成本的累计占比进一步下行



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 1-11月制造业企业营收利润率环比稳中有升



资料来源：wind，平安证券研究所

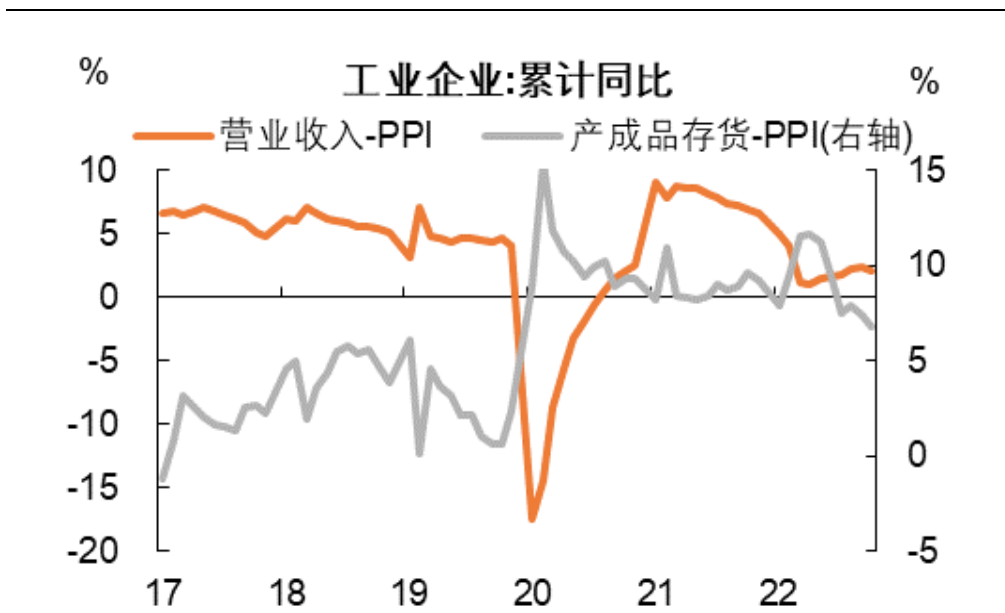
库存周期方面，目前处于“主动去库存”阶段。1-11月工业企业营业收入同比增速下滑0.9个百分点至6.7%；产成品存货增速下滑1.2个百分点至11.4%。但考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近年来PPI增速的波动较大，需用PPI累计同比增速来做平减处理。剔除价格因素后，工业企业呈现“营收增速小幅回落、库存增速显著下滑”的“主动去库存”特征。二季度以来，在需求偏弱的背景下，库存积压在一定程度上挤占了企业的现金流，工业企业开工率处于偏低位置，主动调减生产、降低库存。

资产负债率方面，11月工业企业资产负债率环比略有抬升，而此前连续3个月皆持平。各所有制企业中，国企、股份制及外资企

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

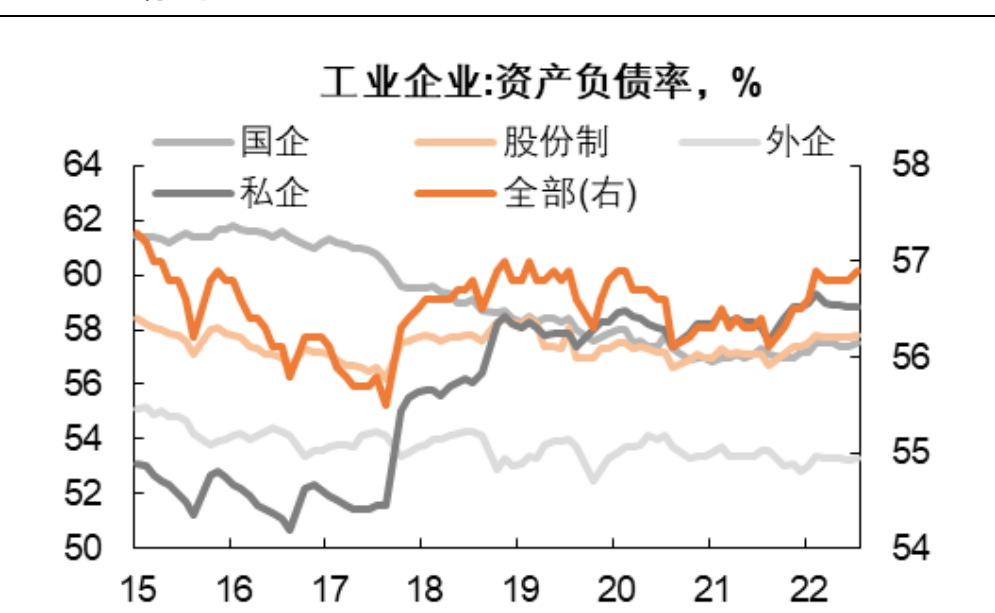
业均“加杠杆”，资产负债率有所上行；私营企业资产负债率持平于上月，“去杠杆”态势有所缓和。

图表 5 剔除价格因素后，11月工业企业“主动去库存”



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 11月除私营企业外的其他所有制企业资产负债率多数环比抬升



资料来源：wind，平安证券研究所

分行业看，11月行业间的利润分配格局仍在持续改善，中下游制造业板块累计利润的占比提升。

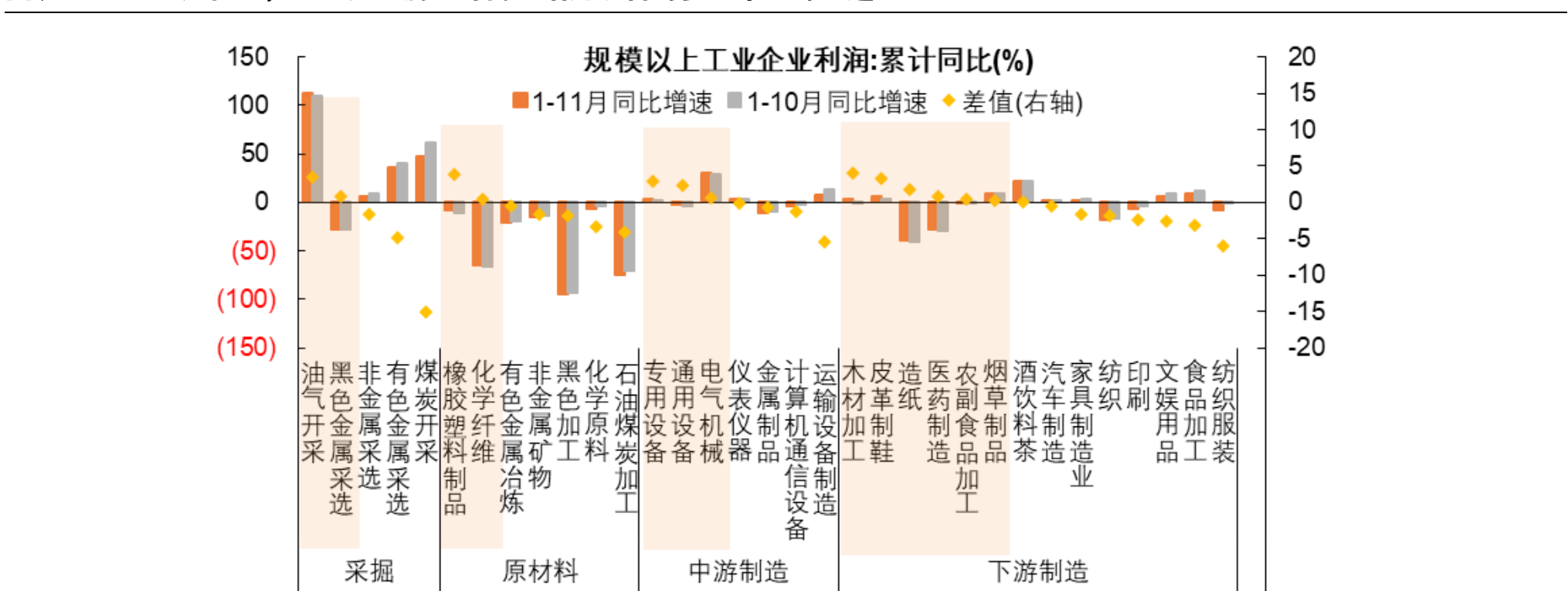
从利润同比增速的变化看，和1-10月相比，2022年1-11月利润增速回升的有13个行业（共33个行业），其中中游制造板块占3个（共7个），下游消费制造板块占6个（共14个）；采矿板块、原材料板块占4个（共12个行业），主要是石化产业链相关的油气开采、橡胶塑料制品和化学纤维制造业利润增速上行，黑色金属矿采选业利润跌幅收窄。

从利润同比增速的绝对水平看，2022年1-11月共16个行业的利润同比增速为正，其中：上游采掘板块除黑色金属矿采选外的4个行业皆正增长，能源价格支撑其今年以来利润表现；属于下游的14个子行业中有8个正增长，其中酒饮料茶、烟草制品和食品加工3个必选消费行业利润增速均超8%，汽车制造、文娱用品、纺织服装等5个可选消费行业录得正增长；中游制造7个子行业中有4个正增长，新能源相关的电气机械行业表现最为亮眼，前11个月的利润同比增速达29.7%。原材料板块的7个子行业今年前11个月的利润均同比收缩。

从累计利润的占比看，上游采掘利润占比自高位缓慢回落，原材料板块利润占比进一步压缩，利润继续向中下游制造板块转移。

一是，上游采矿板块利润占比仍处高位，1-11月采掘板块占工业企业利润的比重降至19.7%，仍处2013年以来偏高位置。二是，原材料板块的利润占比进一步压缩。1-11月中游原材料板块占工业企业利润的比重回落0.4个百分点，绝对水平已较2013年以来的历史均值低1.9个百分点。与之相对的是，中下游制造业板块累计利润的占比进一步提升，延续修复态势。和2022年1-10月相比，1-11月中游制造和下游制造板块占工业企业利润的比重分别上行0.8和0.2个百分点。目前看，中游制造板块的利润占比升至2021年年初以来新高，绝对水平已较2013年以来的历史均值高出2.8个百分点；下游制造板块的利润占比仍处低位，绝对水平低于2013年以来的历史均值低8.4个百分点。

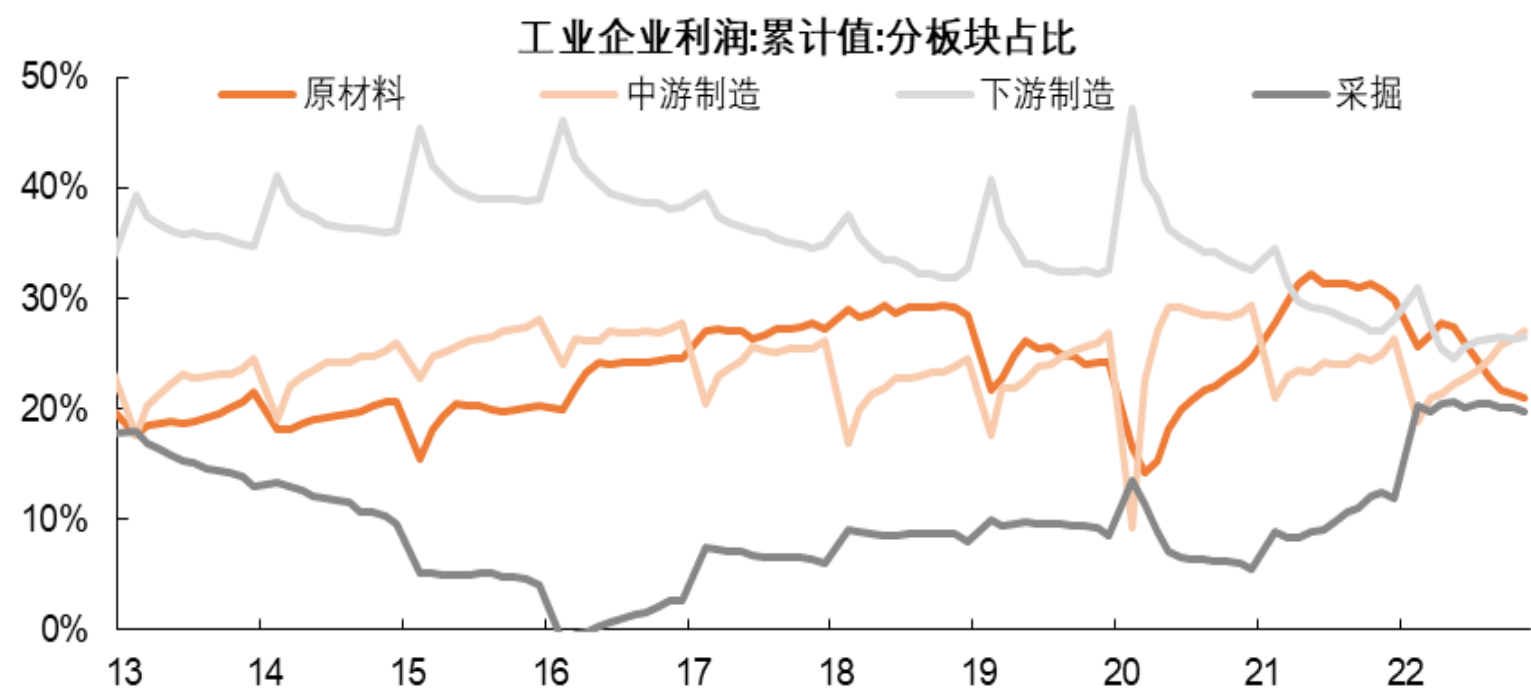
图表 7 和1-10月相比，1-11月利润累计同比增速改善的多为中下游制造业



资料来源：wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

图表 8 和1-10月相比，1-11月中下游制造板块的利润占比进一步提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

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_50596

