



Research and
Development Center

中下游制造业盈利连续向好

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

中下游制造业盈利连续向好

2022年12月27日

摘要: 1-11月工业企业利润总额同比下降3.6%，降幅连续5个月扩大。但盈利结构持续改善，中下游制造业盈利表现持续向好，行业利润占比上升。

- **四季度工业企业盈利持续受挫。**四季度疫情多发，内需收缩，1-11月工业企业利润同比下降3.6%，较1-10月扩大0.6个百分点。11月同比降幅较10月收窄约2.3个百分点，但仍处下行低位。三因子分解看，1-11月工业增加值和PPI增幅下降，利润率降幅未见明显收窄，对盈利的拖累依然显著。分企业类型看，国有工企、股份制工企、外资国企利润增速下滑，私营工企利润仅有小幅收窄，仍处低谷，12月处于防疫优化后的过渡期，工企盈利可能难有明显好转。
- **工企去库压力出现减弱势头，但绝对压力仍然较大。**工业企业产成品存货同比增速连续多月下降，但库销比（产成品存货/营业收入）仍居高位，1-11月工企产成品周转天数较1-10月持平。近几个月库存增速下降可能依靠的是对前期工业订单的消化。需求收缩下，企业新订单不足，四季度工企可能在主动去库存。
- **原材料加工业和中下游制造业盈利进一步分化，后者持续向好。**1-11月大类行业（从上游到下游依次为采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润增幅虽连续下降但仍居高位；原材料加工业的利润降幅连续扩大；中下游制造业的利润降幅则连续收窄，已逼近正区间；消费品行业的利润在正区间内比较稳定。行业利润率方面，中下游制造业连续回升，原材料加工业则连续回落。采掘业和消费品行业利润率比较稳定。
- **中下游制造业的行业利润占比连续提升。**由于大类行业间的不同盈利表现，1-11月行业间的利润分配较前10月进一步分化。消费品行业和采掘业利润占比总体保持稳定。原材料加工业的利润空间依然受到上游高成本和下游需求不足的挤压，盈利表现不佳，行业利润占比连续下降。中下游制造业利润增速和利润率都持续向好，行业利润占比连续提升。
- **风险因素:** 新冠高致死率病毒重现、国际形势超预期演变

目录

一、四季度工业企业盈利连续承压	3
二、工业企业库存压力仍然较大	5
三、中下游制造业盈利连续向好	6
风险因素	9

图目录

图 1: 1-11 月工业企业利润降幅延续扩大势头	3
图 2: 各类型企业利润增速普遍下滑	3
图 3: 疫情期利润率对工企盈利造成持续拖累	4
图 4: 各类型企业营收利润率较去年同期全面下滑	4
图 5: 工业企业存货同比增速连续下降	5
图 6: 工企整体去库压力仍然较大	5
图 7: 制造业利润增速逼近正区间	6
图 8: 制造业利润率持续提升	7
图 9: 制造业和加工业的利润占比持续分化	7

表目录

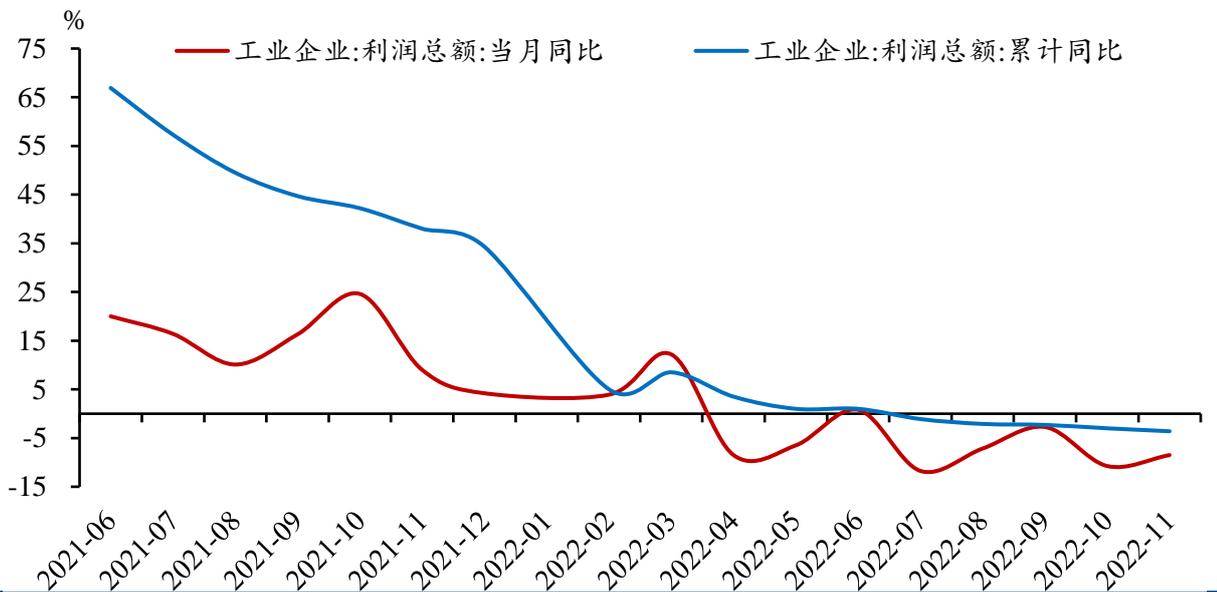
附表: 细分行业利润率	8
-------------------	---

一、四季度工业企业盈利连续承压

四季度，疫情多发，消费低迷，下游需求不足，1-11月工业企业利润同比下降3.6%，降幅较1-10月扩大了0.6个百分点，11月同比下降约8.5%，降幅较10月收窄约2.3个百分点，在下行中仍处低位。总体上看，今年工业经济频繁受到各类超预期因素的冲击，盈利表现不佳。

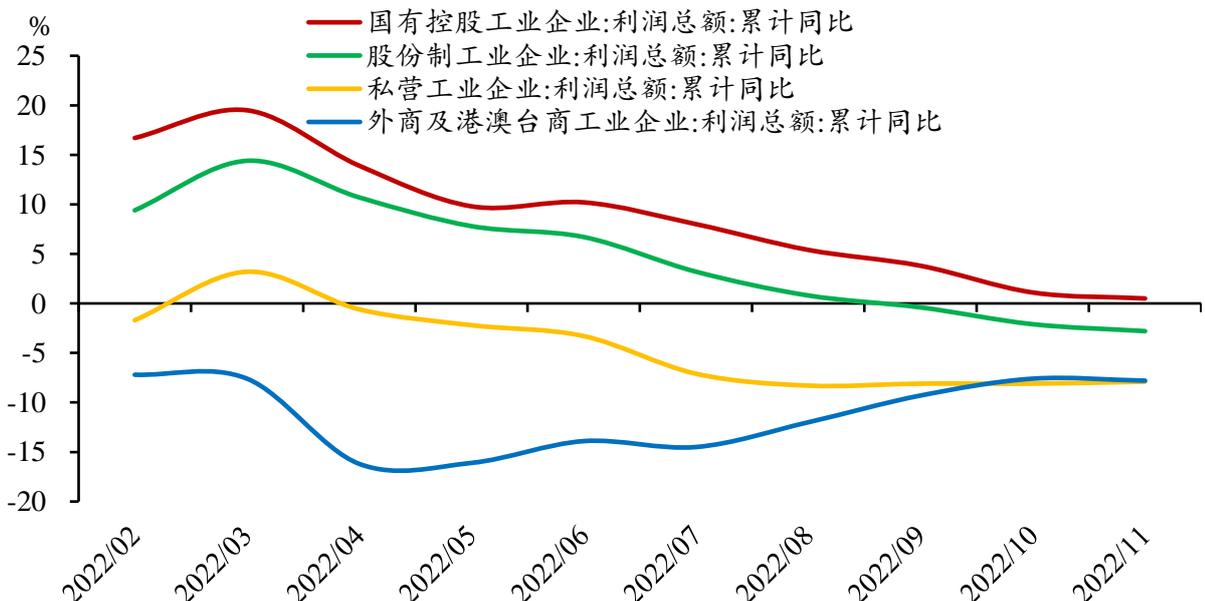
各类型工业企业盈利受到全面冲击。1-11月国有工业企业利润总额同比上升0.5%，增速较1-10月下滑0.6个百分点；股份制工业企业利润总额同比下降2.8%，降幅较1-10月扩大0.7个百分点；私营工业企业利润总额同比下降7.9%，降幅较1-10月仅收窄0.2个百分点；外资及港澳台工业企业利润总额同比下降7.8%，降幅较1-10月扩大0.2个百分点。

图1：1-11月工业企业利润降幅延续扩大势头



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

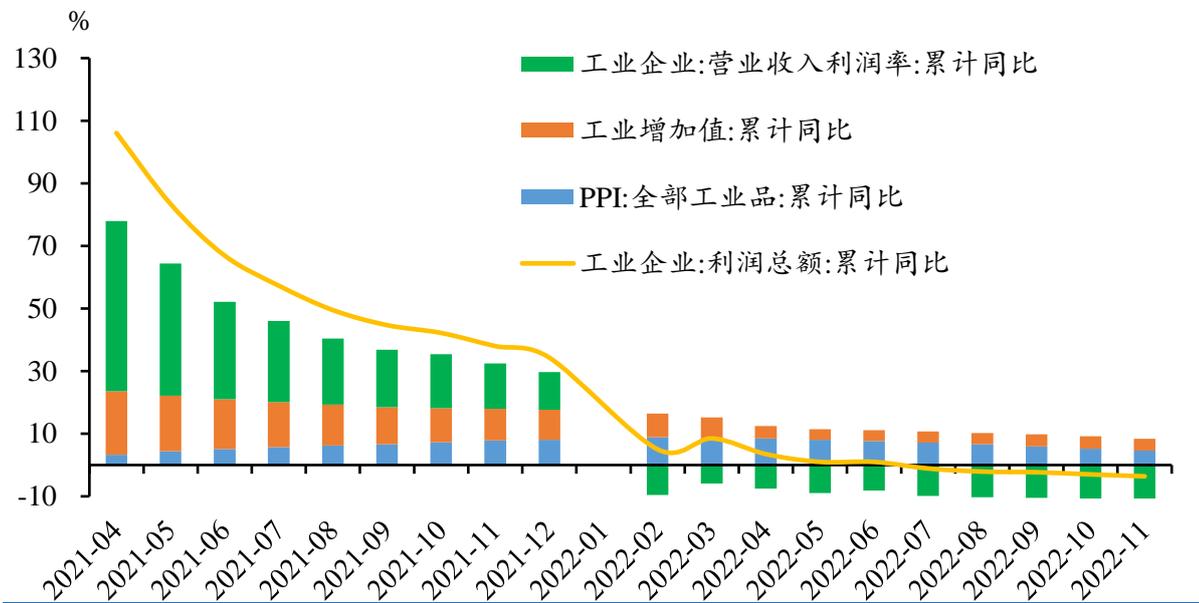
图2：各类型企业利润增速普遍下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

产量和价格因素贡献下降，利润率持续拖累工企盈利。在工业盈利的三因子框架中，1-11月工业增加值同比增长3.8%，较1-10月增速下降了0.2个百分点；PPI同比增长4.6%，降幅较1-10月下降了0.6个百分点；工业企业利润率同比下降10.7个百分点，已经连续4个月达到两位数降幅。由于三个因子的表现都不佳，导致工业利润持续下行。

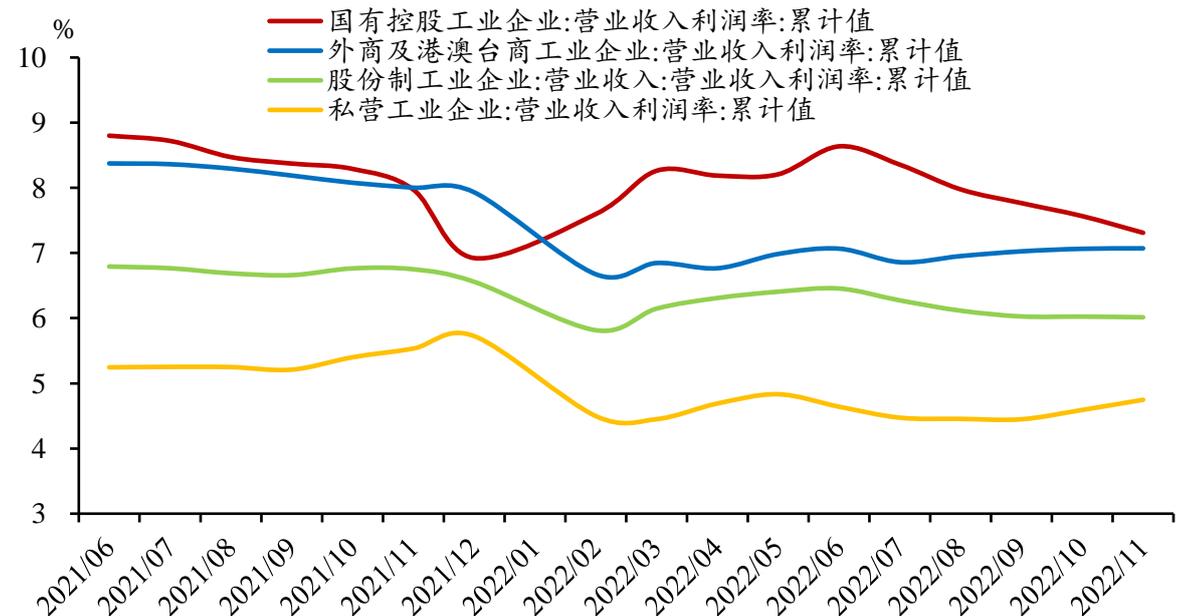
图3：疫情期利润率对工企盈利造成持续拖累



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总利润率下降的同时，各类型工业企业利润率和去年同期比较也都全面下降。1-11月国有工业企业、股份制工业企业、外资及港澳台工业企业和私营工业企业的利润率分别为7.31%、6.01%、7.07%和4.75%，1-10月对应的数值为7.57%、6.02%、7.06%和4.59%。去年1-11月对应的数值分别为7.97%、6.75%、8.00%和5.53%。各类型企业的利润率均较去年同期明显下降。

图4：各类型企业营收利润率较去年同期全面下滑

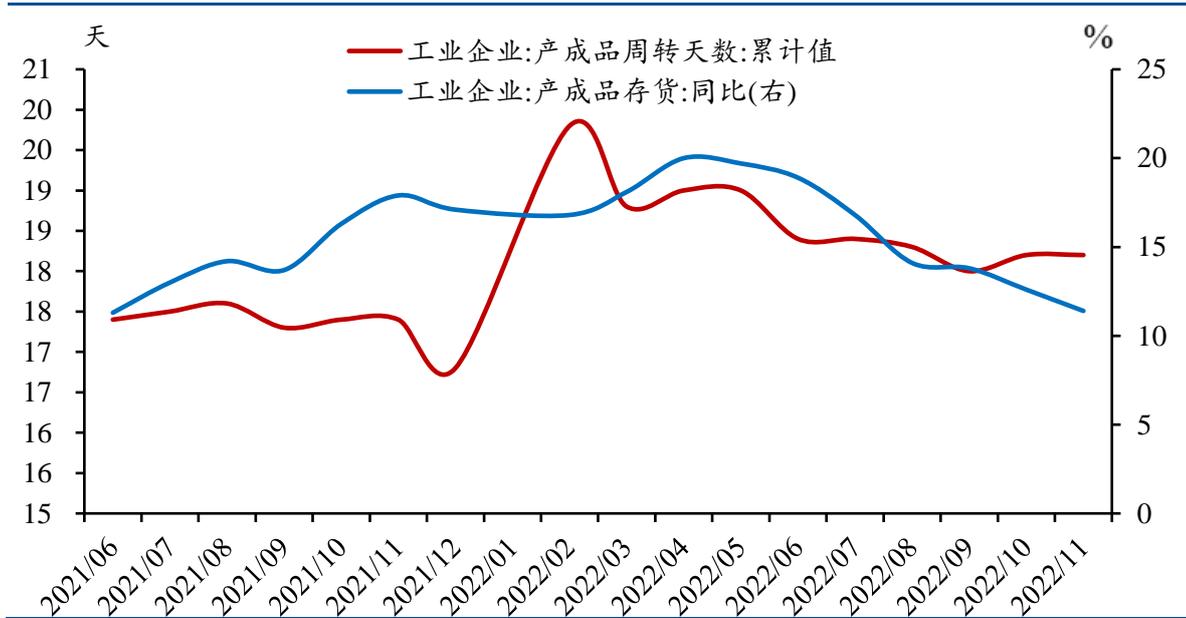


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、工业企业库存压力仍然较大

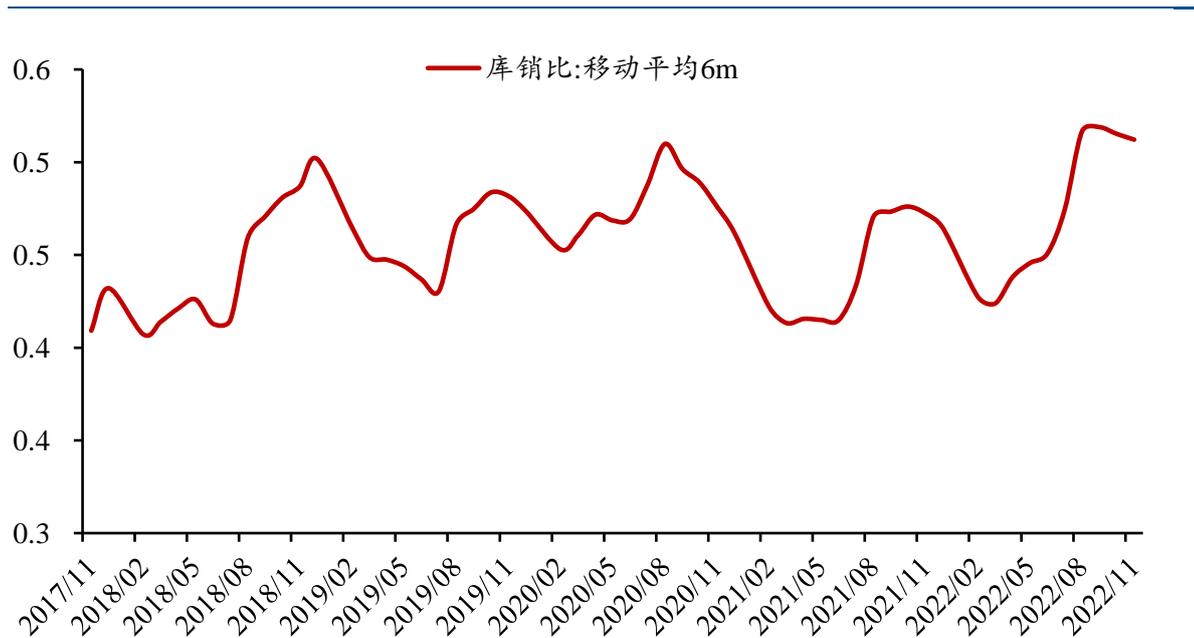
库销比仍居高位，已显现下滑趋势，工企主动去库存。1-11月工业企业产成品周转天数与1-10月持平，11月工业企业产成品存货同比增速较10月下降了1.2个百分点，已经连续7个月下滑。库销比也有下降势头，但仍居高位，需求收缩下，工企的去库压力仍存在。12月疫情防控优化力度加大，频繁释放防疫积极信号，明年若内需逐渐回暖，企业去库压力大概率会明显缓解。当前库存增速下降可能依靠的是对前期订单的消化，加上新订单不足，补库存的积极性不高，也就是需求下降，供给动能欠缺，四季度工企可能在主动去库存。

图5：工业企业存货同比增速连续下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：工企整体去库压力仍然较大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、中下游制造业盈利连续向好

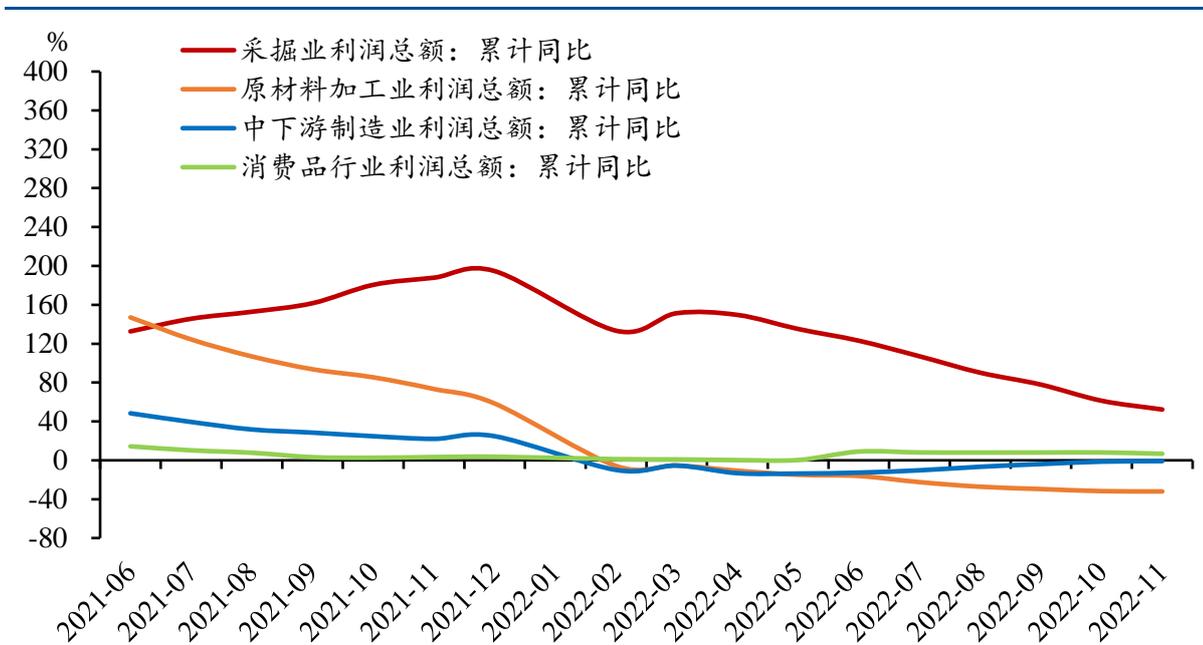
大类行业（采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润增幅虽连续下滑但仍居高位；原材料加工业的利润降幅连续探底下行，未见好转；中下游制造业的利润降幅连续收窄，渐近正区间；消费品行业的利润增速比较稳定。

原材料加工业中，1-11月石油、煤炭及其他燃料加工业，化学纤维制造业和黑色金属冶炼及压延加工业的利润降幅最大，同比增速分别为-74.9%、-65%和-94.5%。

中下游制造业中，1-11月专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械及器材制造业，仪器仪表制造业的利润增幅表现较好，同比增速分别为3.2%、8.2%、29.7%和3.3%。

消费品行业中，1-11月食品制造业，酒饮料茶制造业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业的利润增幅表现较好，同比增速分别为8.4%、21.5%和5.9%。

图7：制造业利润增速渐近正区间



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_50598

