

2022 年 12 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

11 月工业企业：盈利探底，中游制造利润修复

—工业企业利润宏观点评报告

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

1—11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 77179.6 亿元，同比下降 3.6%，下降幅度较上月继续扩大。

投资要点

■ 整体表现：延续下行，量价齐跌

11 月工业企业利润累计同比增速较上月进一步下行，同比下滑 3.6%。拆分来看，呈现量价齐跌的态势。工业增加值、PPI 和营收利润率累计同比分别为 3.8%/4.6%/-10.7%，较 10 月分别环比-0.2pct，-0.6pct，+0.2pct，受疫情反弹和需求不足等因素影响，工业生产进一步放缓。

■ 库存水平：实际库存去化再提速

产成品存货增速连续七个月下行，实际库存去化再提速。11 月产成品存货同比增速为 11.4%，相较上月环比下滑 1.2 个百分点，连续七个月出现同比增速的下行。剔除 PPI 变动的实际库存同比增速在连续两个月上行后在 11 月再度下行，预计 2023 年库存周期将由主动去库转为主动去库。

■ 利润分配：中游制造占比持续提升

中游制造利润占比持续稳步提升，上游资源材料让利趋势确立。中游制造占比相较上月环比提升 0.8 个百分点，中游制造连续七个月实现利润占比提升，下游消费占比小幅回升 0.1 个百分点，而上游采矿/上游原材料/公共事业分别相较上月环比下滑 0.38/0.24/0.24 个百分点。

■ 细分行业：油气、有色改善幅度较大

油气、有色利润边际改善幅度较大，中游制造盈利增速整体高位回落。从边际变化来看，11 月上游油气开采、有色冶炼、有色开采的利润增速边际改善幅度较大，下游消费中烟草制品、酒类饮料景气回升亦较为明显。

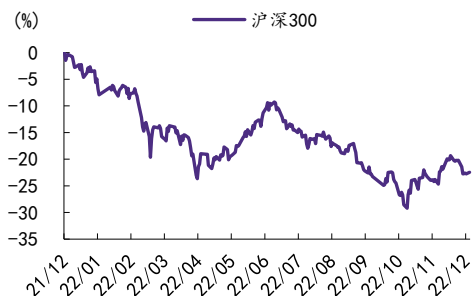
■ 景气预测：电力热力边际改善幅度较大

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 20 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

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《10 月工业企业：盈利再度承压，中游制造景气改善》2022-11-28

正文目录

事件：3

评论：3

1、 整体表现： 延续下行， 量价齐跌3

2、 库存水平： 实际库存去化再提速3

3、 利润分配： 中游制造占比持续提升4

4、 细分行业： 油气、 有色改善幅度较大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： 11 月工业企业利润累计同比增速进一步下行 3

图表 2： 实际库存同比增速在连续两个月上行后在 11 月再度下行 4

图表 3： 中游制造利润占比稳步提升 4

图表 4： 11 月股份制与私营工业企业利润占比继续上行 5

图表 5： 10 月油气、 有色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：

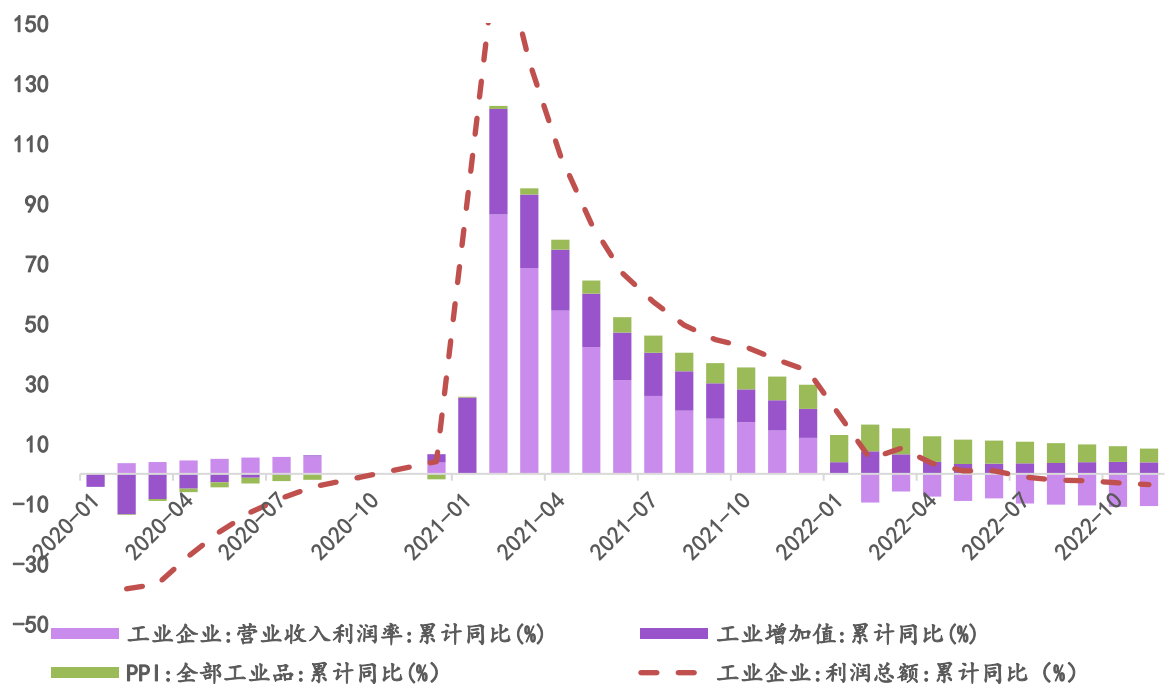
1—11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 77179.6 亿元，同比下降 3.6%，下降幅度较上月继续扩大。

评论：

1、整体表现：延续下行，量价齐跌

11 月工业企业利润累计同比增速较上月进一步下行，同比下滑 3.6%。拆分来看，呈现量价齐跌的态势。工业增加值、PPI 和营收利润率累计同比分别为 3.8%/4.6%/-10.7%，较 10 月分别环比-0.2pct，-0.6pct，+0.2pct，受疫情反弹和需求不足等因素影响，工业生产进一步放缓。

图表 1： 11 月工业企业利润累计同比增速进一步下行



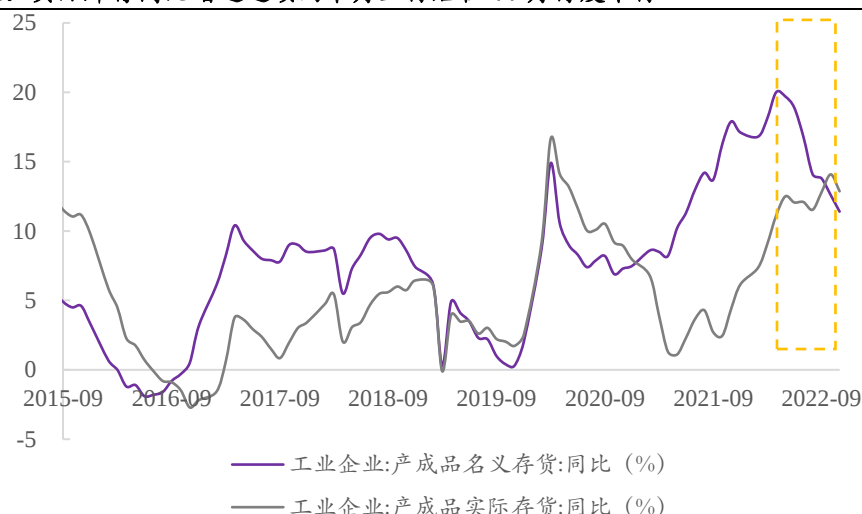
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、库存水平：实际库存去化再提速

产成品存货增速连续七个月下行，实际库存去化再提速。11 月产成品存货同比增速为 11.4%，相较上月环比下滑 1.2 个百分点，连续七个月出现同比增速的下行。若将价格因素考虑在内，剔除 PPI 变动的实际库存同比增速连续两个月上行后在 11 月再度下行。考虑到

当年库存水位仍高，预计进入 2023 年库存周期将由主动去库转为主动去库。

图表 2：实际库存同比增速连续两个月上行后在 11 月再度下行

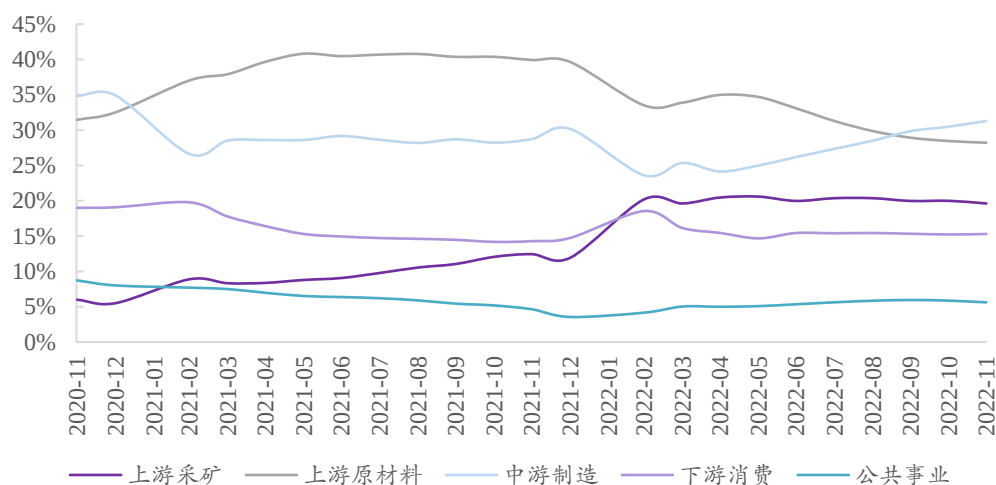


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、利润分配：中游制造占比持续提升

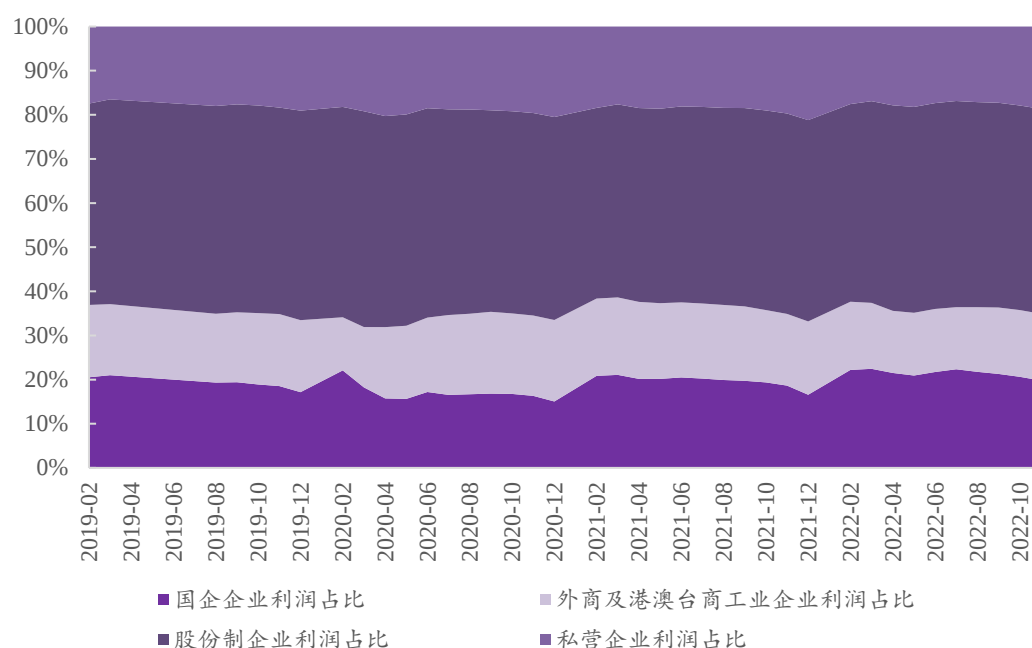
中游制造利润占比持续稳步提升，上游资源材料让利趋势确立。从上下游利润分配角度，中游制造占比相较上月环比提升 0.8 个百分点，受益于原材料成本下降与供应链的逐步畅通，中游制造连续七个月实现利润占比提升，下游消费占比小幅回升 0.1 个百分点，而上游采矿/上游原材料 /公共事业分别相较上月环比下滑 0.38/0.24/0.24 个百分点。从不同类型企业来看，中小企业纾困解难相关政策持续发力，股份制企业与私营工业企业利润占比继续上行，国有与外商企业占比则有回落。

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 4：11 月股份制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：油气、有色改善幅度较大

油气、有色利润边际改善幅度较大，中游制造盈利增速整体高位回落。从边际变化来看，11 月上游油气开采、有色冶炼、有色开采的利润增速边际改善幅度较大，下游消费中烟草制品、酒类饮料景气回升亦较为明显。反观中游制造板块增速较 10 月出现一定的高位下行，其中汽车制造业当月利润同比增速由正转负，下滑较为明显。

拆分来看，黑色采矿业量增明显，煤炭采选价格回升。拆分量价利来看，11 月工业增加值同比增速明显上行的行业是黑色采矿业，明显下行的行业是汽车制造与电子通信，PPI 同比增速明显上行的行业是煤炭采选，明显下行的是油气开采。利润率明显上行的油气开采，明显下行的是电力热力。

图表 5：11 月油气、有色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 11 月	2022 年 10 月	利润增速变化	2022 年 11 月	2022 年 10 月	数量增速变化	2022 年 11 月	2022 年 10 月	PPI 增速变化	2022 年 11 月	2022 年 10 月	利润率增速变化
上游采矿业	煤炭采选	-29.1	-24.5	-4.5	5.5	3.0	2.5	-11.5	-16.5	5.0	-13.3	-6.1	-7.2
	油气开采	140.4	87.1	53.4	7.2	6.7	0.5	16.1	21.0	-4.9	95.8	52.8	43.0
	黑色采矿	-75.0	-6.7	-68.3	25.8	16.7	9.1	-15.7	-18.9	3.2	-63.8	38.5	-102.3
	有色采矿	55.3	22.8	32.5	-3.0	-2.1	-0.9	4.6	4.4	0.2	27.5	9.2	18.3
	非金属采矿	-1.6	5.0	-6.6	-5.0	-3.6	-1.4	4.2	4.9	-0.7	-4.6	-4.9	0.3
上游原材料加工	燃料加工	-148.0	-97.9	-50.1	-3.2	-2.8	-0.4	6.9	8.6	-1.7	-145.4	-97.9	-47.5
	化工制造	-36.0	-34.8	-1.2	10.8	9.8	1.0	-6.0	-4.4	-1.6	-35.1	-39.0	4.0
	医药制造	-18.9	-27.3	8.5	-3.2	1.6	-4.8	-0.3	0.1	-0.4	-21.7	-28.5	6.8
	化纤制造	-59.9	-81.1	21.2	2.4	6.9	-4.5	-3.7	-1.1	-2.6	-61.6	-81.4	19.8
	橡胶塑料	25.4	10.1	15.3	-3.4	-0.8	-2.6	-2.2	-1.3	-0.9	33.0	7.6	25.4
	非金属矿物制品	-24.6	-30.8	6.2	1.6	3.1	-1.5	-8.9	-7.6	-1.3	-19.2	-29.1	9.9
	黑色冶炼	-180.7	-104.0	-76.7	9.4	10.2	-0.8	-18.7	-21.1	2.4	-191.7	-104.9	-86.9
	有色冶炼	-26.6	-54.9	28.3	9.4	6.8	2.6	-6.0	-7.8	1.8	-30.8	-54.8	24.0
	金属制品	-12.1	-4.0	-8.1	-0.3	-3.1	2.8	-3.0	-2.3	-0.7	-10.8	-10.7	-0.1
中游制造业	通用设备	16.0	28.0	-12.0	-0.9	2.0	-2.9	0.1	0.1	0.0	17.7	22.5	-4.8
	专用设备	35.4	34.8	0.6	2.3	3.0	-0.7	0.2	0.1	0.1	16.6	12.5	4.1
	汽车制造	-3.2	25.3	-28.5	4.9	18.7	-13.8	-0.5	-0.3	-0.2	-9.6	3.7	-13.3
	交运设备	-14.0	45.4	-59.4	-2.9	0.5	-3.4	1.0	1.0	0.0	-8.2	41.8	-50.0
	电气机械	32.0	54.8	-22.9	12.4	16.3	-3.9	2.5	2.5	0.0	12.4	29.6	-17.2
	电子通信	-13.8	24.2	-38.1	-1.1	9.4	-10.5	1.2	0.6	0.6	-12.6	6.6	-19.2
下游消费	农副产品	4.6	61.5	-56.8	-2.9	-2.0	-0.9	7.9	8.7	-0.8	-3.9	47.5	-51.4
	食品制造	-9.9	35.4	-45.2	-2.0	0.3	-2.3	2.4	3.2	-0.8	-9.3	33.6	-43.0
	酒类饮料	19.8	2.0	17.9	-0.7	1.5	-2.2	1.4	1.5	-0.1	28.9	7.9	20.9
	烟草制品	16.1	-25.4	41.6	4.0	5.4	-1.4	0.4	0.5	-0.1	18.0	-28.5	46.5
	纺织	-27.6	-23.4	-4.2	-4.7	-4.2	-0.5	-1.8	-0.2	-1.6	-24.7	-18.8	-5.9
	纺织服装	-28.8	-12.7	-16.1	-12.4	-10.0	-2.4	1.3	1.7	-0.4	-6.6	5.3	-11.9
	木材加工	28.3	19.4	8.8	0.1	-2.5	2.6	-0.3	0.3	-0.6	27.0	19.7	7.3
	造纸	-21.5	-19.4	-2.1	-2.1	-0.4	-1.7	-1.7	-0.5	-1.2	-22.9	-17.8	-5.1
	印刷	-16.1	8.3	-24.4	-4.7	-1.9	-2.8	0.3	0.8	-0.5	-14.7	6.0	-20.7
公用事业	电力热力	-260.3	70.6	-330.9	-1.0	4.1	-5.1	7.7	9.1	-1.4	-258.0	47.5	-305.5
	燃气生产	-17.9	-23.8	6.0	-7.9	3.4	-11.3	12.5	15.3	-2.8	-25.8	-39.9	14.1

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_50612

