宏观动态报告 2023 年 2 月 1 日

第四次负增长创造的机遇

——工业企业利润周期与结构分析

核心内容：

1 月 31 日国家统计局发布，2022 年 1-12 月全国规模以上工业企业营业收入累计同比+5.9%（1-11 月同比+6.7%），利润累计同比-4.0%（1-11 月同比-3.6%）。

1. 分量和价来看，工业经济已进入探底阶段。数量层面，工业增加值实际增速从 9 月的 6.3%快速下降至 12 月的 1.3%，但疫情防控政策优化之后国内快速过峰，未来生产秩序将进一步修复。价格层面，PPI 从 2021 年 10 月的 13.5%开始下行，2022 年 10 月转负（-1.3%），到 12 月降幅收窄至-0.7%（前值为-1.3%）。2022 年 11 月以来，国际油价、铜价与国内螺纹钢价格都稳中有升，反映美联储加息幅度见顶，美国、欧元区四季度 GDP 增长好于预期，中国经济进入初步复苏阶段等新变化。综合而言，生产修复，价格稳中有升，都有助于工业企业利润增速转正。

2. 从周期视角来看，中国的基钦周期也将见底回升。本轮基钦周期的上行始于 2020Q3，2020 年下半年至 2021 年受到外需扩张、中国经济增速回升的双重驱动，总体趋于上行，但期间由于疫情冲击存在被动加库存的情况，导致工业品库存的增速对基钦周期的指示意义有所减弱。从 PPI 来看，工业利润增速早在 2021 年 11 月就开始回落。从出口来看，工业景气度的回落始于 2022 年初，2022 年 7 月开始加速下行。而工业品库存增速在 2022 年 4 月才见顶回落（对应上海封控），对基钦周期的指示意义有所减弱。根据我们前期报告预测，参考 PPI 走势的基钦周期见底时刻可能在今年上半年；参考出口走势的见底时刻可能在四季度。

3. 分所有制来看，2022 年仅国有及国有控股企业实现利润正增长：为+3.0%；而股份制工业企业-2.7%、私营工业企业-7.2%、外资及港澳台工业企业-9.5%。

4. 分行业来看：2022 年利润增速领先的行业集中在能源、电力行业，但增速比 2021 年有所回落。装备制造行业中，交通运输设备制造业受全球航运周期的带动，利润增幅达 44.5%；电气机械与器材制造业受新能源产业高景气带动，利润增幅达 31.2%，构成工业利润增长的最大动力；专用设备（3.4%）、汽车制造（0.6%）通用设备（0.4%）小幅增长；但计算机通信与电子设备制造业利润下降 13.1%。黑色金属（-91.3%）、有色金属（-16.1%）和非金属矿制品（-15.5%）等受房地产拖累利润显著回落。必需消费品行业利润平稳增长，但可选消费品利润回落明显，特别是受海外防疫物资需求回落的拖累，医药制造业、纺织业等利润跌幅较大。

5. 规模以上工业企业利润增速为负，在最近 10 年中出现过 4 次（2012、2015、2019、2022）。需要重视的是，PPI 见底回升是工业企业利润增速拐点的有效领先指标，也是股市有效买入信号。例如 2015 年工业企业利润增速累计同比-2.3%，2015 年 12 月 PPI 在-5.9%见底回升，带动工业企业利润同时转正，之后股市上行。2019 年工业企业利润累计同比-3.3%、2020 年前三季度工业企业利润累计同比-2.4%；但 2020 年 5 月 PPI 在-3.7%见底回升，带动工业企业利润转正并开始上行趋势，之后股市加速上行；2021 年 10 月 PPI 在 13.5%的峰值见顶回落，之后工业企业利润增速回落，股市同时开始趋弱。2022 年是工业企业利润的第四次负增长，但 2023 年上半年可能出现的“盈利底”需高度关注，PPI 见底回升则是关键信号。

分析师

高明
☎：18510969619
✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522120001

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

詹璐
☎：（86755）8345 3719
✉：zhanlu@chinastock.com.cn
分析师登记编码：0130522110001

特别感谢：于金潼、吕雷

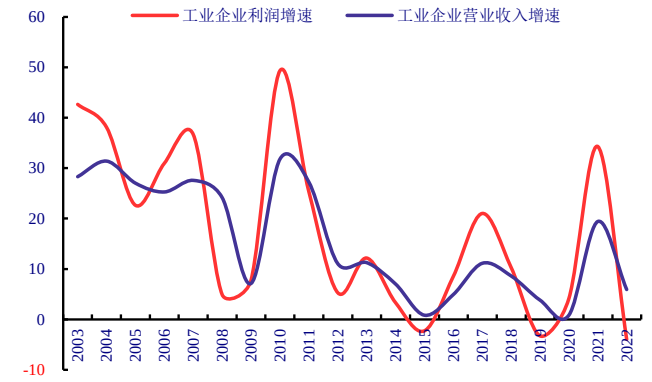
风险提示：
1.地缘政治冲突加剧；
2.高债务经济体信用风险；
3.新冠病毒复阳概率过高。

图 1：工业企业子行业年度利润增速——两个完整基钦周期（2015、2019、2022 三次谷底）

行业权重	4.9%	2.9%	0.9%	0.4%	0.3%	0.3%	8.2%	6.7%	1.1%	0.3%
利润增速	**采矿业**	煤炭开采	石油天然气开采	黑色金属矿采选	有色金属矿采选	非金属矿采选	**电热气水生产供应**	电力、热力	燃气	水
2022年	48.6	44.3	109.8	-22.0	37.3	6.2	41.8	86.3	-15.4	-11.3
2021年	190.7	212.7	584.7	113.5	44.5	23.3	-41.9	-57.1	18.4	4.8
2020年	-31.5	-21.1	-83.2	74.9	14.7	4.2	4.9	3.4	7.7	16.5
2019年	1.7	-2.4	1.8	396.5	-28.8	6.1	15.4	19.0	0.6	5.6
2018年	40.1	5.2	438.9	-34.4	0.2	14.9	4.3	3.1	9.5	7.1
2017年	261.6	290.5	0.0	43.8	23.5	2.7	-10.7	-15.4	11.9	26.6
2016年	-27.5	223.6	-158.9	-13.0	9.7	-6.5	-14.3	-17.5	7.7	14.3
2015年	-58.2	-65.0	-74.5	-43.9	-19.3	4.9	13.5	13.8	1.5	41.5
行业权重	86.9%	4.2%	1.6%	1.2%	0.9%	1.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
利润增速	**制造业**	农副食品加工	食品制造	酒、饮料和精制茶制造	烟草制品	纺织业	纺织服装服饰	皮毛羽制品和制鞋业	木竹藤棕草制品	家具制造
2022年	-13.4	0.2	7.6	17.6	11.9	-17.8	-6.3	3.3	7.1	7.9
2021年	31.6	-9.2	-0.1	24.1	3.3	4.1	14.4	1.5	13.1	0.9
2020年	7.6	5.9	6.4	8.9	25.4	7.9	-21.3	-20.7	-8.8	-11.1
2019年	-5.2	3.9	9.1	10.2	1.3	-10.9	-9.8	-1.9	-6.2	10.8
2018年	8.7	5.6	6.1	20.8	-4.6	5.3	10.8	4.2	-1.5	4.3
2017年	18.2	4.5	6.7	17.5	-6.3	3.6	2.9	6.9	1.5	9.3
2016年	12.3	5.5	8.2	5.0	-15.0	3.5	2.4	-2.7	2.0	7.9
2015年	2.8	6.4	9.1	7.5	-1.4	5.1	4.0	4.9	3.4	14.0
行业权重	1.1%	0.6%	1.0%	4.7%	6.6%	2.1%	0.8%	2.2%	4.8%	6.3%
利润增速	造纸及纸制品	印刷业和记录媒介	文体工美用品制造	石油、煤炭及其他燃料	化学原料及化学制品	医药制造	化学纤维制造	橡胶和塑料制品	非金属矿物制品	黑色金属冶炼加工
2022年	-29.8	-3.7	-2.2	-82.8	-8.7	-31.8	-62.2	-5.6	-15.5	-91.3
2021年	6.9	-0.4	19.2	224.2	87.8	77.9	149.2	-2.9	14.3	75.5
2020年	21.2	-5.7	-9.2	-26.5	20.9	12.8	-15.1	24.4	2.7	-7.5
2019年	-9.1	4.1	9.9	-42.5	-25.6	5.9	-19.8	12.0	7.5	-37.6
2018年	-8.5	6.1	7.1	10.7	15.9	9.5	10.3	3.6	43.0	37.8
2017年	36.2	6.9	6.7	27.0	40.9	17.8	38.3	3.7	20.5	177.8
2016年	16.1	-4.5	7.5	164.9	10.7	13.9	19.9	6.7	11.2	232.3
2015年	6.2	5.0	7.4	966.8	7.7	12.9	15.2	4.6	-9.0	-67.9
行业权重	5.5%	3.5%	3.5%	2.8%	6.7%	1.0%	7.5%	11.2%	0.7%	0.8%
利润增速	有色金属冶炼加工	金属制品	通用设备制造	专用设备制造	汽车制造	铁路船舶航空航天	电气机械及器材制造	计算机通信电子设备	仪器仪表制造	废弃资源综合利用
2022年	-16.1	-10.5	0.4	3.4	0.6	44.5	31.2	-13.1	4.3	-12.2
2021年	115.9	28.7	8.3	10.2	1.9	-15.9	12.2	38.9	11.0	44.7
2020年	20.3	4.1	13.0	24.4	4.0	-1.5	6.0	17.2	11.6	-5.2
2019年	1.2	5.9	3.7	12.9	-15.9	11.9	10.8	3.1	5.9	5.1
2018年	-9.0	8.0	7.3	15.8	-4.7	5.8	1.0	-3.1	6.9	31.6
2017年	28.6	5.4	13.5	29.3	5.8	-1.1	5.2	22.9	16.8	36.8
2016年	42.9	4.0	0.2	2.1	10.8	4.8	12.6	12.8	8.2	-1.5
2015年	-11.0	4.7	-0.6	-3.4	1.5	6.1	12.1	5.9	6.1	2.6

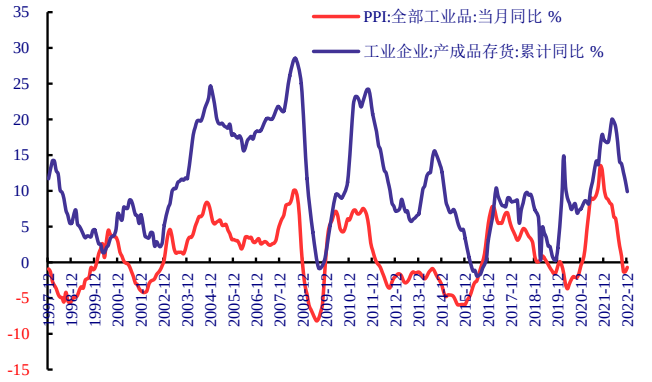
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 2：规模以上工业企业营业收入与利润增速：年度同比



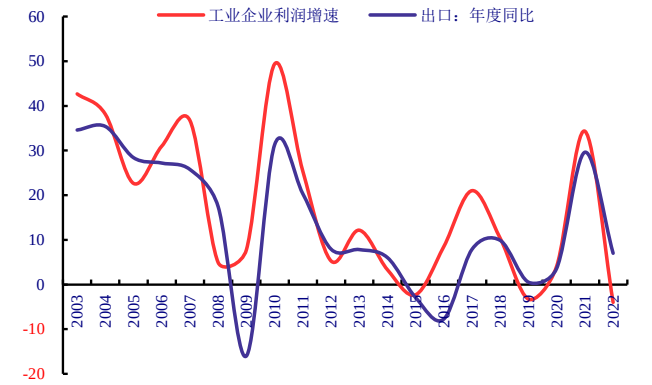
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 3：PPI 与工业产成品库存增速



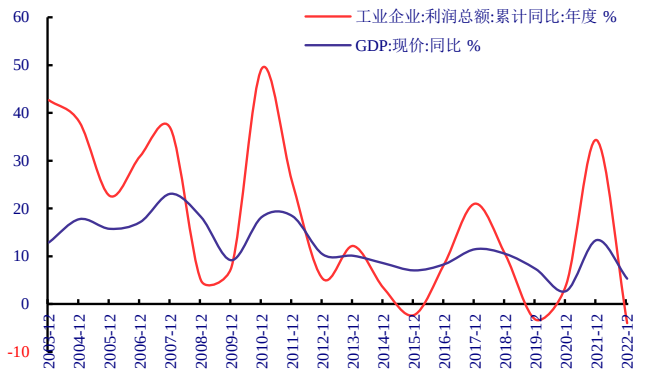
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 4：出口对工业企业利润增速影响较为显著



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 5：最近两个基钦周期中工业企业利润波动性大于名义 GDP



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

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_51836