

2022年11月28日

“两个延后”加强中游设备制造确定性——10月企

宏观研究团队

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

宏观研究

宏观经济点评

开源证券 证券研究报告

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%。

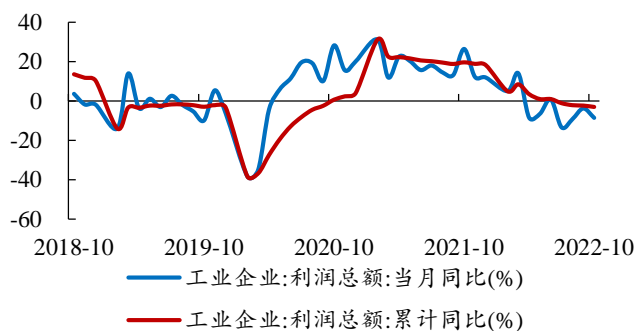
(2) “国民”分化改善不足，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间。1-10月国企、民企利润累计同比分别为1.1%、-8.1%，“国民”增速差较前值收窄了2.7个百分点至9.2%。9月我们观察到民企利润见底回升贡献了一部分的“国民”分化收窄，但10月民企利润未能延续回升态势，同时利润总量仍负增，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间和预期引导。预计四季度制造业将小幅稳步加杠杆，但年内制造业投资增速难有显著抬升。

图1：工业企业效益指标分拆

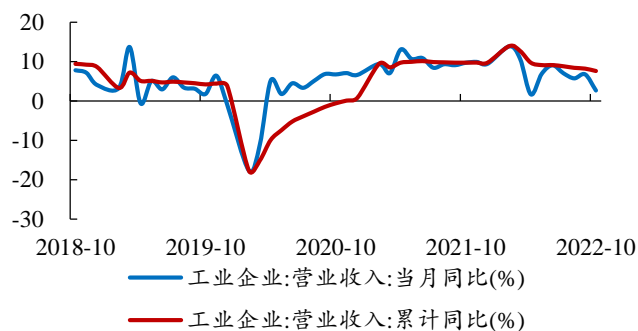
工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022										
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10						
量																																																											
营收:累计同比*	[Heatmap]																																			7.6																							
工业增加值:累计同比*	[Heatmap]																																			4.0																							
出口交货值:累计同比*	[Heatmap]																																			8.7																							
价																																																											
PPI:同比	[Heatmap]																																			-1.3																							
利																																																											
利润总额:当月同比*	[Heatmap]																																			-8.6																							
利润总额:累计同比*	[Heatmap]																																			-3.0																							
销售毛利率	[Heatmap]																																			15.2																							
营业利润率	[Heatmap]																																			6.2																							
PPI-PPIRM	[Heatmap]																																			-1.6																							
费																																																											
工业企业:费用率(逆序)	[Heatmap]																																			7.9																							
库存																																																											
产成品存货:累计同比(逆序)	[Heatmap]																																			12.6																							
存货周转天数(逆序)	[Heatmap]																																			18.2																							
营收增速与存货增速剪刀差	[Heatmap]																																			-5.0																							

*表示2021年为两年累计同比增速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

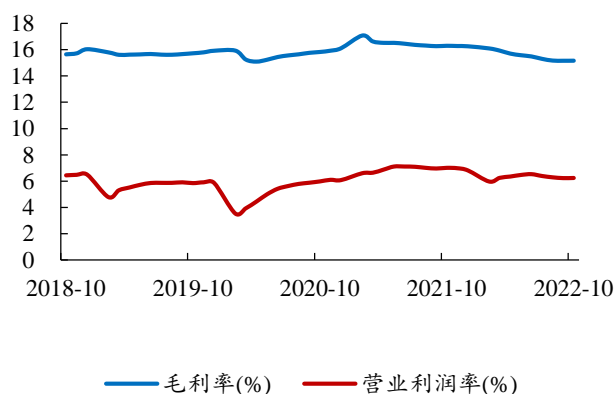
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润继续探底


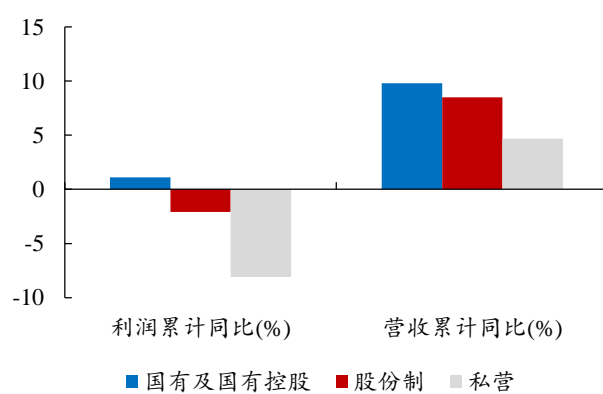
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

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

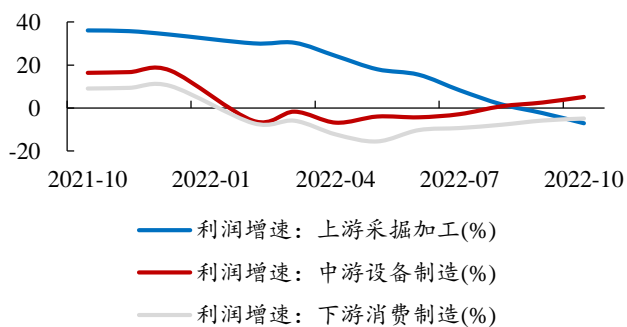
2、疫情小幅阻滞利润结构改善，中游设备制造主导，下游消费费部分改善

(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

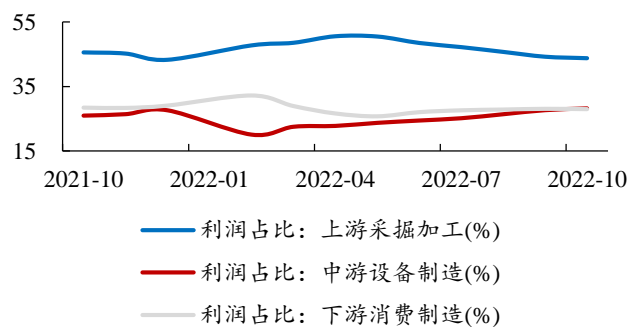
料、食品制造、文体娱用品、烟草利润水平仍高，边际上来看，农副食品加工、木材加工、汽车制造较上月分别改善了 6.5、3.4、2.7 个百分点。值得一提的是汽车制造利润累计同比从 2022 年 5 月的-37.5%改善至 10 月的正增长，本身兼具设备制造和消费制造两种属性，在当下利润传导的中间阶段同时享受“需求改善+成本回落”双重利好。总体来看，目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游。

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
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

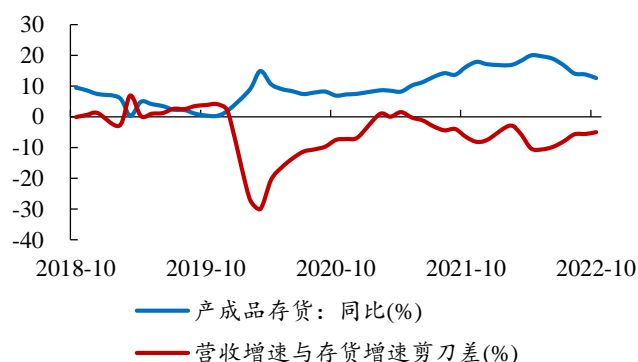
3、两种修正方法判断主动去库存仍在行进中，明年 Q2 或步入

库存周期新阶段

2022 年 1-10 月工业企业产成品存货累计同比为 12.6%、较前值下行了 1.2 个百分点；剔除 PPI 同比后，1-10 月实际存货累计同比为 13.9%、较前值回升了 1.0 个百分点。对于两个指标的差异，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？

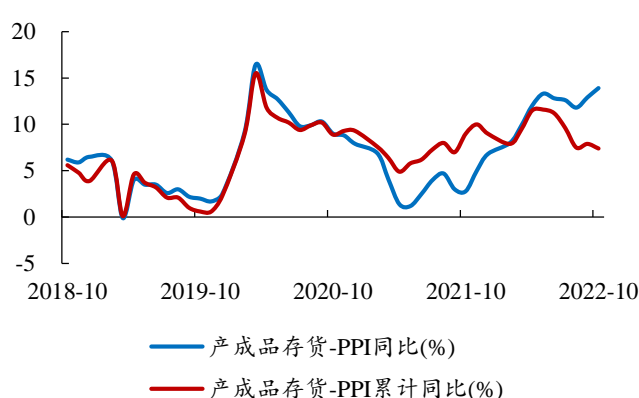
方法一：改用存货平减 PPI 累计同比。考虑到存货是过去一段时间成本价格的集合，则存货平减 PPI 累计同比理论上比平减 PPI 同比更为有效。我们观察到，2022 年两个平减指标的走势发生明显分化，尤其是在 9 月和 10 月，平减 PPI 同比为累库、平减 PPI 累计同比为去库，我们认为平减 PPI 累计同比向下更符合会计核算；**方法二：构造剪刀差指标。**营收与存货均包含价格因素，则构造两者增速剪刀差能在一定程度上能够剔除价格水平剧烈波动对存货指标的扰动。营收与存货增速剪刀差从 2022 年 4 月的-10.3%收窄至 10 月的-5.0%，表明存货增速下行快于营收增速。从两种修正方法的结果来看，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。

图9：存货下行快于营收



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图10：存货平减 PPI 累计同比或较有效



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn