

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。

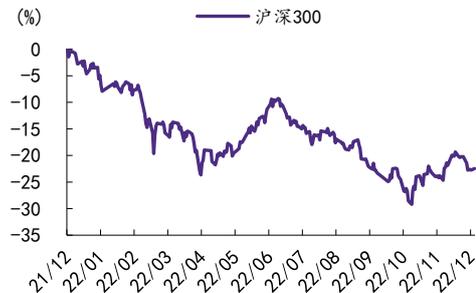
### 景气预测：电力热力边际改善幅度较大

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：

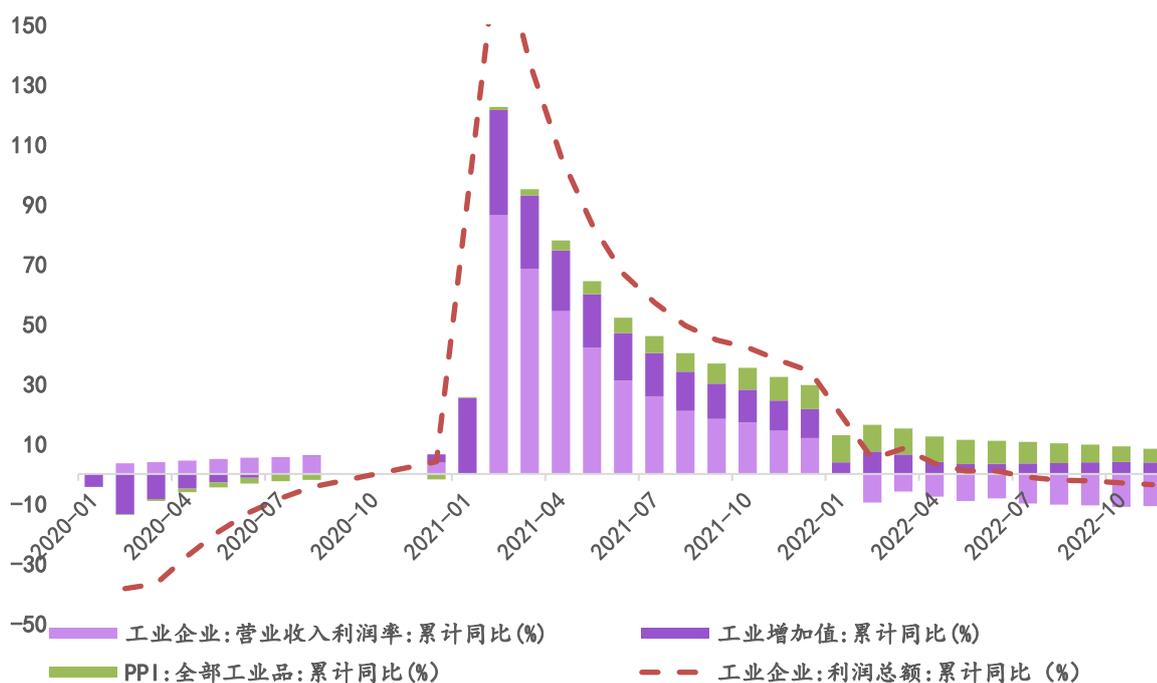
1—11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 77179.6 亿元，同比下降 3.6%，下降幅度较上月继续扩大。

## 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



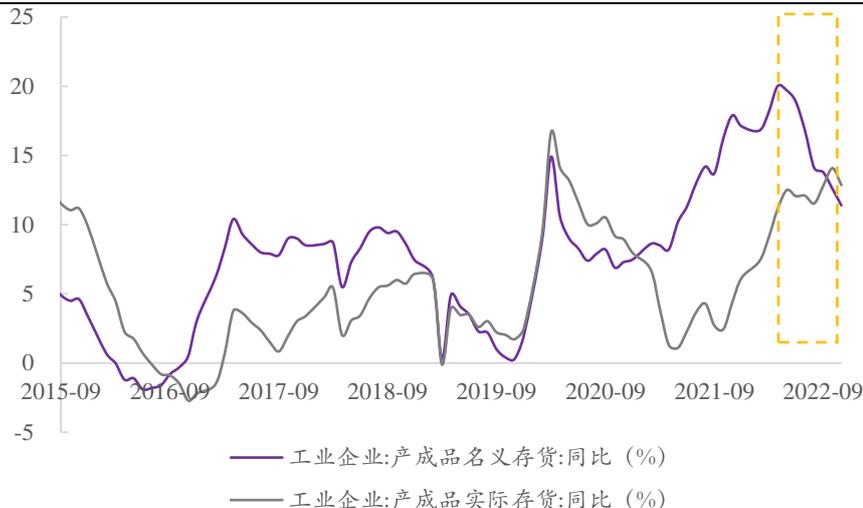
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 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

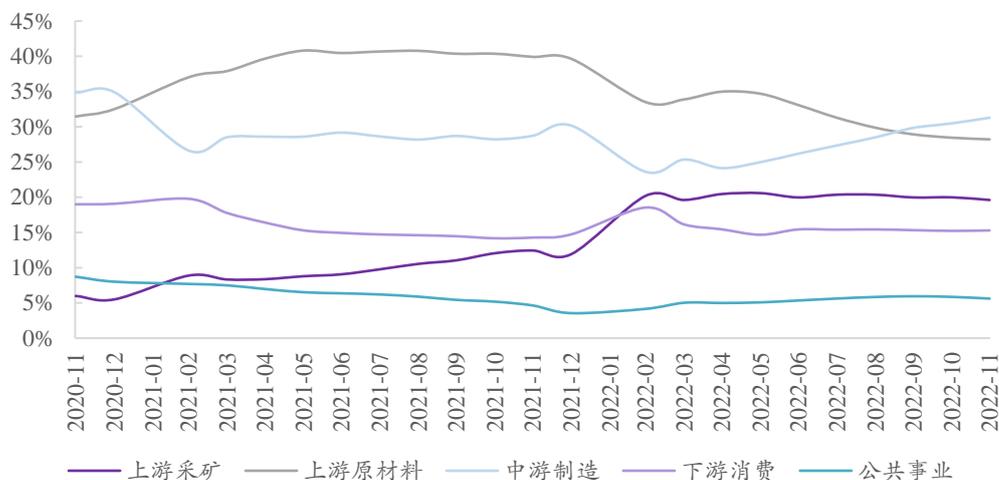


资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3、利润分配：中游制造占比持续提升

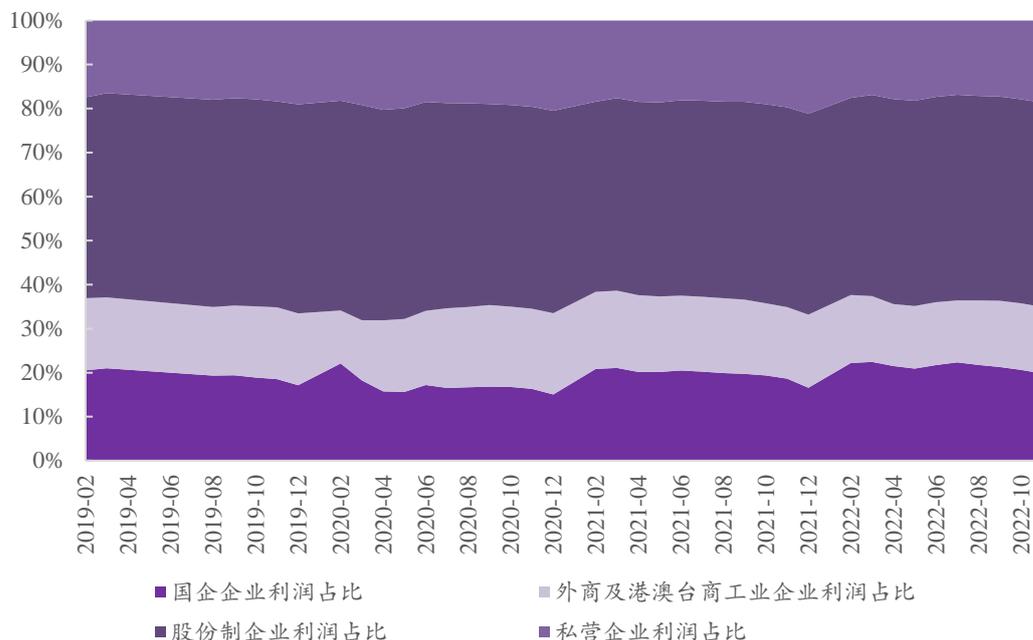
中游制造利润占比持续稳步提升，上游资源材料让利趋势确立。从上下游利润分配角度，中游制造占比相较上月环比提升 0.8 个百分点，受益于原材料成本下降与供应链的逐步畅通，中游制造连续七个月实现利润占比提升，下游消费占比小幅回升 0.1 个百分点，而上游采矿/上游原材料 /公共事业分别相较上月环比下滑 0.38/0.24/0.24 个百分点。从不同类型企业来看，中小企业纾困解难相关政策持续发力，股份制企业与私营工业企业利润占比继续上行，国有与外商企业占比则有回落。

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
	水的生产供应	-15.1	-5.3	-9.8	1.4	3.9	-2.5	1.0	1.0	0.0	-20.8	-14.4	-6.4

资料来源: Wind, 华鑫证券研究(注: 仅列示公布 PPI 同比数据的 32 个行业)

## 5、景气预测: 电力热力边际改善明显

电力、热力的生产和供应业预测利润边际改善幅度较大。根据之前的专题报告《从工业数据看中观行业景气度》提供的景气预测方法, 我们可以给出 13 个景气相关性较高行业的盈利预测, 其中多数行业在 11 月出现景气下行, 其中:

环比改善幅度较大的行业主要为电力、热力的生产和供应业, 随着煤炭保供稳价工作

持续推进，电力行业成本压力趋缓，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。

纺织服装/家具的边际下行幅度相对较大，分别对应申万行业的纺织制造/家居用品。

从绝对景气水平来看，电力、热力的生产和供应业/电气机械及器材制造业景气占优，对应于申万行业的火力发电/热力服务/水力发电和电网设备/光伏。

图表 6：电力热力景气边际改善幅度较大

行业	2022M11E: %	2022M11E-2022M10E: %
金属制品业	-49.8	-2.7
汽车制造	4.1	-0.4
橡胶和塑料制品业	-7.8	9.0
非金属矿物制品业	22.6	-3.4
电力、热力的生产和供应业	55.1	20.0
电气机械及器材制造业	41.0	0.7
仪器仪表制造业	18.1	-0.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.9	-1.9
医药制造业	-12.9	0.6
酒、饮料和精制茶制造业	24.9	0.0
化学原料及化学制品制造业	23.8	-2.9
纺织服装、服饰业	-7.6	-11.6
家具制造业	16.6	-7.2

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 6、风险提示

- (1) 经济修复不及预期
- (2) 疫情出现反复

## ■ 宏观策略组介绍

**谭倩：**11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

**朱珠：**会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

**杨芹芹：**经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**周灏：**金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

**李刘魁：**金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

**张帆：**金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。