

## 宏观点评

## 警惕过度去库风险

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

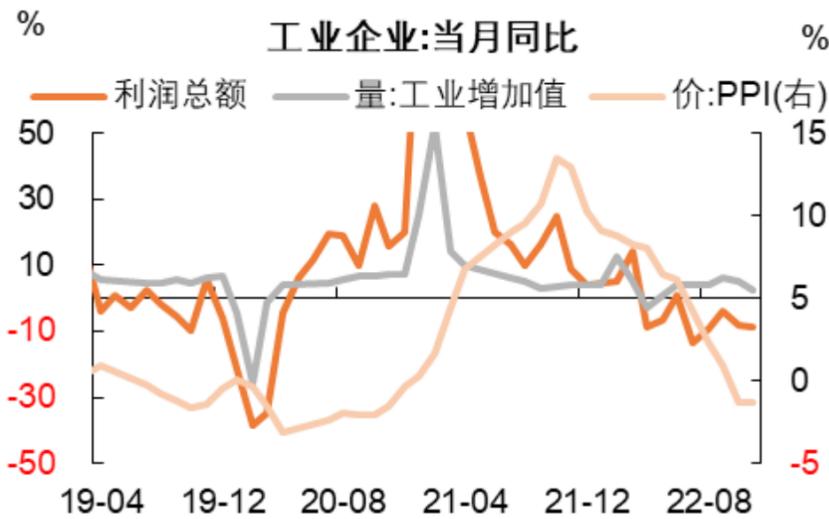


## 平安观点：

- **工业企业生产走弱，驱动利润跌幅走阔，而价格和利润率有企稳迹象。**11月工业企业利润单月同比下降8.9%，对比看10月同比下降8.4%；营业收入单月同比收缩0.9%，较快下滑。拆分来看，工业企业利润跌幅走阔主因生产走弱，11月工业增加值单月同比环比下滑2.8个百分点至2.2%；价格、利润率均有企稳迹象，PPI单月同比、营收利润率的累计值基本持平于上月。**从影响利润率的因素看**，工业企业成本进一步下行，但因费用自低位回升的抵消，营收利润率基本持平于上月。**分行业看**，制造业企业营收利润率稳中有升，而采矿业与水电燃气行业营收利润率边际走弱。
- **工业企业处“主动去库存”阶段。库存周期方面**，考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近年PPI增速波动较大，剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速小幅回落、库存增速显著下滑”的“主动去库存”特征。二季度以来，在需求偏弱的背景下，库存积压在一定程度上挤占企业现金流，工业企业开工率偏低，或在主动调减生产、降低库存。**资产负债率方面**，11月工业企业资产负债率环比略有抬升，结束了此前连续3个月持平的态势。各所有制企业中，国企、股份制及外资企业资产负债率有所上行；私营企业资产负债率持平于上月，“去杠杆”态势有所缓和。
- **分行业看，中游制造板块的利润占比升至近两年高位，工业行业间利润分配格局仍在持续改善中。边际上**，11月有13个行业利润的累计同比增速较上月回升：中游制造板块占3个（共7个）、下游制造板块占6个（共14个）；采矿及原材料板块占4个（共12个），其中3个子行业处石化链条。**从累计利润的占比看**：一是，上游采掘利润占比缓慢回落，绝对水平仍处历史高位。二是，原材料板块利润占比进一步压缩，已降至历史偏低水平。与之相对的是，中下游制造板块的利润占比提升，延续修复态势。目前看，中游制造板块的利润占比已自低位回升三个季度，但下游消费制造板块的利润占比仍处低位。
- 11月工业企业需求承压，且有主动去库存行为，这使其生产走弱，拖累盈利跌幅加大。站在当前时点，**有必要警惕部分行业“过度去库存”带来的潜在通胀风险**。一方面，11月以来房地产企业融资和疫情防控政策均有较大程度的优化，当前国内需求或已临近于底部区域。待国内疫情较快迈过第一波高峰后，如果稳增长政策也超出预期，部分行业需求或在短时间集中释放。**另一方面**，在疫情冲击反复、预期转弱的拖累下，原材料板块以螺纹钢、电解铝为代表的产品库存处于低位，下游部分消费制造行业过去两年投资步伐放缓。如果需求在短时间内集中释放，部分行业可能因库存处于低位、潜在产能不足，出现阶段性价格上行压力。

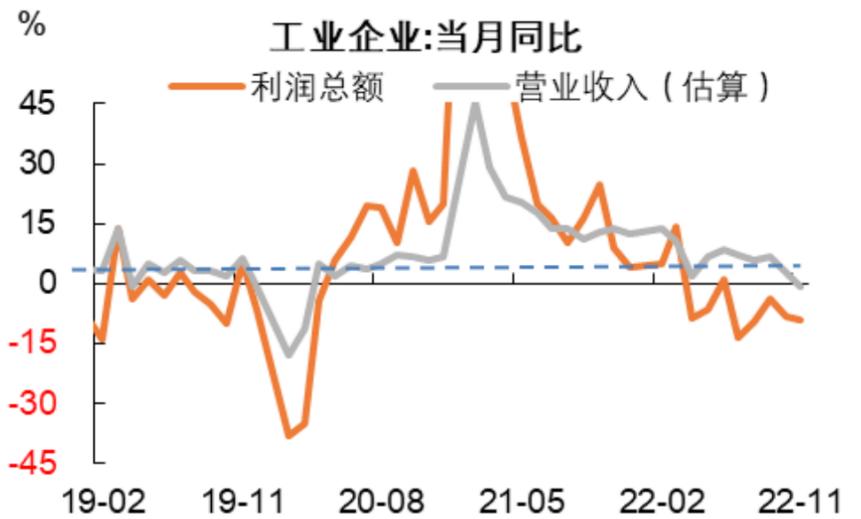
工业企业生产走弱，带动利润跌幅走阔，不过价格和利润率呈企稳迹象。我们测算，11月工业企业利润单月同比下降8.9%，对比看10月同比下降8.4%；11月营业收入单月同比收缩0.9%，自10月的2.7%较快下滑。工业企业利润等于量×价×利润率，可用工业增加值、PPI和营业收入利润率三个指标观察工业企业利润增速的变动原因。11月工业企业利润跌幅走阔，主要受生产走弱的影响，不过价格、利润率均有企稳迹象。具体看，11月工业增加值单月同比增速下滑2.8个百分点至2.2%，PPI单月同比增速持平于-1.3%的低位；同时，工业企业营业收入的累计利润率基本持平于上月，同比跌幅略有收窄。

图表 1 11月工业企业利润单月同比跌幅走阔



资料来源: wind, 平安证券研究所

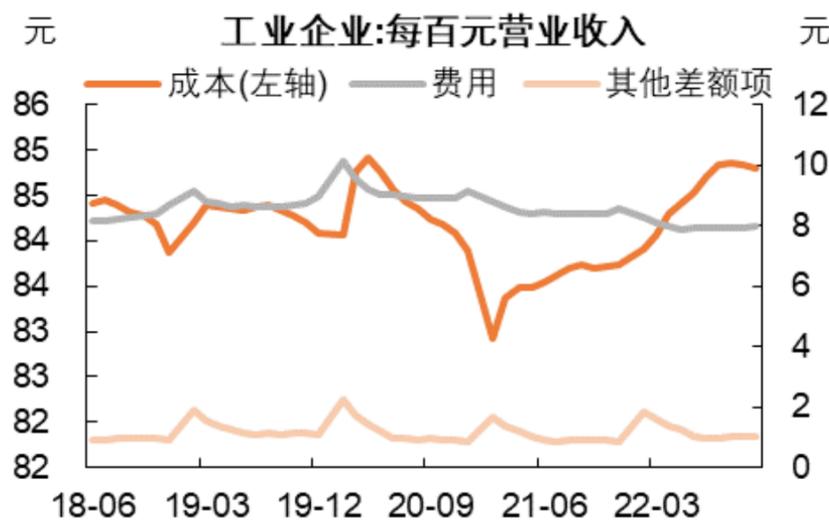
图表 2 11月工业企业营业收入单月同比增速下滑



资料来源: wind, 平安证券研究所

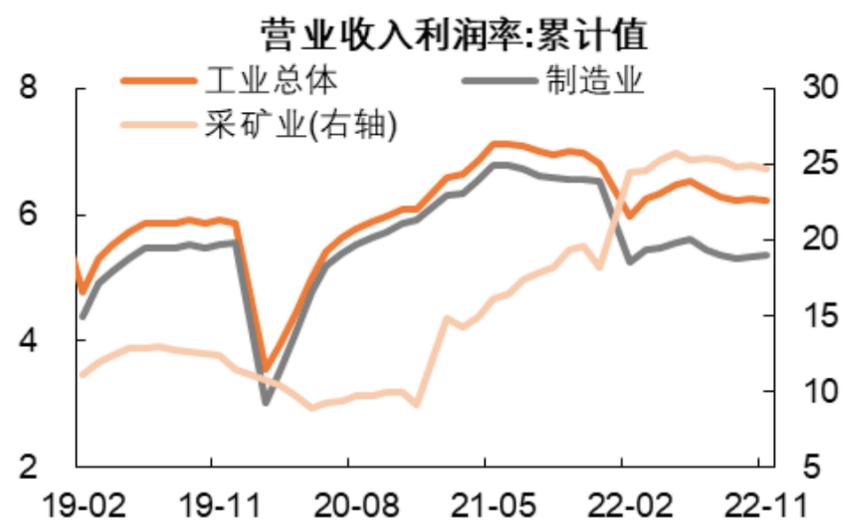
工业企业成本进一步下行，但因费用自低位回升的抵消，营收利润率基本持平于上月。1-11月工业企业营业收入利润率6.2%，基本持平于上月。具体来看：**1）成本有所下行。**1-11月工业企业每百元营业收入的成本较前10个月微降0.04元。**2）费用低位回升。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较前10个月提升0.05元。从前10个月数据（1-11月数据尚未公布）看，今年以来工业企业财务费用、销售费用同比分别收缩18.9%、收缩3.2%，而管理费用同比增长1.5%。**3）其他差额项持平。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。该项目在二季度随留抵退税政策的较快推进压降较快，目前留抵退税、减税降费政策接近尾声，因此其他差额项目保持稳定。**分行业看，**制造业企业营收利润率稳中有升，采矿业与水电燃气行业营收利润率边际走弱。

图表 3 工业企业营收中，成本的累计占比进一步下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 4 1-11月制造业企业营收利润率环比稳中有升



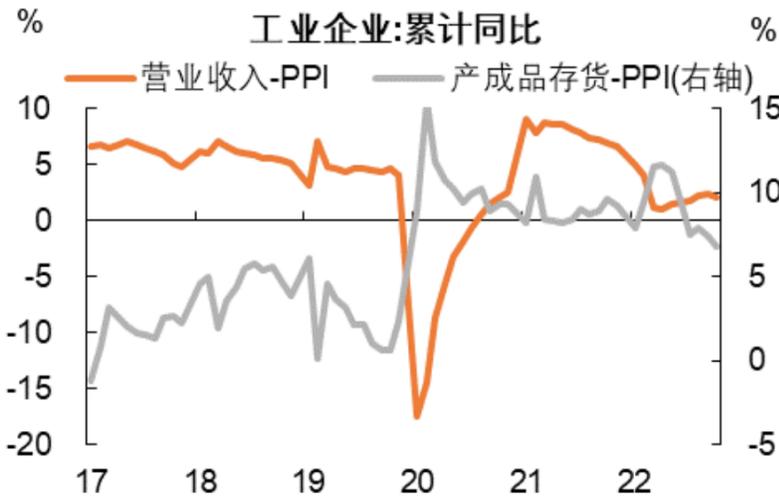
资料来源: wind, 平安证券研究所

库存周期方面，目前处于“主动去库存”阶段。1-11月工业企业营业收入同比增速下滑0.9个百分点至6.7%；产成品存货增速下滑1.2个百分点至11.4%。但考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近年来PPI增速的波动较大，需用PPI累计同比增速来做平减处理。剔除价格因素后，工业企业呈现“营收增速小幅回落、库存增速显著下滑”的“主动去库存”特征。二季度以来，在需求偏弱的背景下，库存积压在一定程度上挤占了企业的现金流，工业企业开工率处于偏低位置，主动调减生产、降低库存。

资产负债率方面，11月工业企业资产负债率环比略有抬升，而此前连续3个月皆持平。各所有制企业中，国企、股份制及外资企

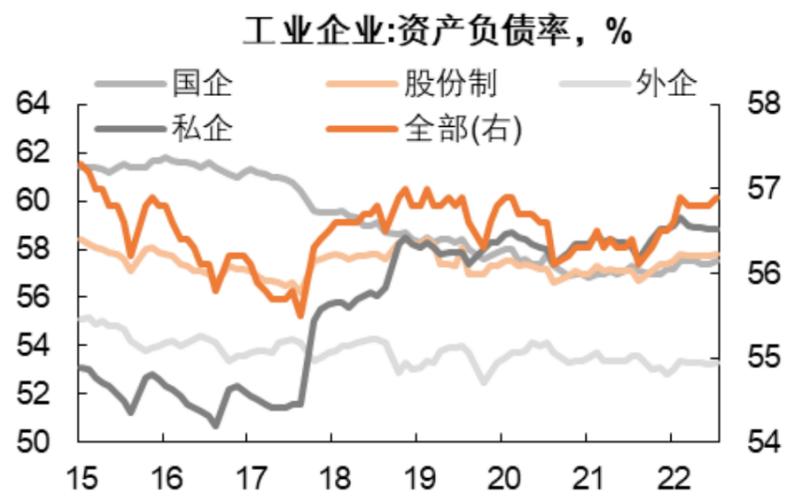
业均“加杠杆”，资产负债率有所上行；私营企业资产负债率持平于上月，“去杠杆”态势有所缓和。

图表5 剔除价格因素后，11月工业企业“主动去库存”



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 11月除私营企业外的其他所有制企业资产负债率多数环比抬升



资料来源: wind, 平安证券研究所

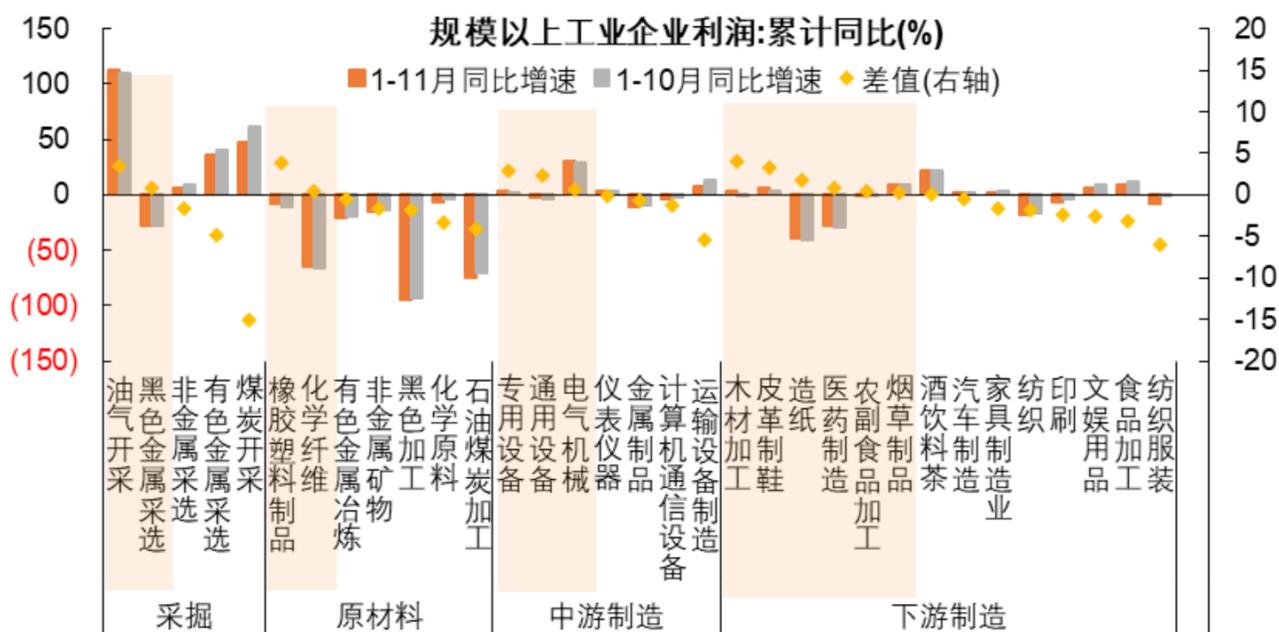
分行业看，11月行业间的利润分配格局仍在持续改善，中下游制造业板块累计利润的占比提升。

从利润同比增速的变化看，和1-10月相比，2022年1-11月利润增速回升的有13个行业（共33个行业），其中中游制造板块占3个（共7个），下游消费制造板块占6个（共14个）；采矿板块、原材料板块占4个（共12个行业），主要是石化产业链相关的油气开采、橡胶塑料制品和化学纤维制造业利润增速上行，黑色金属矿采选业利润跌幅收窄。

从利润同比增速的绝对水平看，2022年1-11月共16个行业的利润同比增速为正，其中：上游采掘板块除黑色金属矿采选外的4个行业皆正增长，能源价格支撑其今年以来利润表现；属于下游的14个子行业中有8个正增长，其中酒饮料茶、烟草制品和食品加工3个必选消费行业利润增速均超8%，汽车制造、文娱用品、纺织服装等5个可选消费行业录得正增长；中游制造7个子行业中有4个正增长，新能源相关的电气机械行业表现最为亮眼，前11个月的利润同比增速达29.7%。原材料板块的7个子行业今年前11个月的利润均同比收缩。

从累计利润的占比看，上游采掘利润占比自高位缓慢回落，原材料板块利润占比进一步压缩，利润继续向中下游制造板块转移。一是，上游采矿板块利润占比仍处高位，1-11月采掘板块占工业企业利润的比重降至19.7%，仍处2013年以来偏高位置。二是，原材料板块的利润占比进一步压缩。1-11月中游原材料板块占工业企业利润的比重回落0.4个百分点，绝对水平已较2013年以来的历史均值低1.9个百分点。与之相对的是，中下游制造业板块累计利润的占比进一步提升，延续修复态势。和2022年1-10月相比，1-11月中游制造和下游制造板块占工业企业利润的比重分别上行0.8和0.2个百分点。目前看，中游制造板块的利润占比升至2021年年初以来新高，绝对水平已较2013年以来的历史均值高出2.8个百分点；下游制造板块的利润占比仍处低位，绝对水平低于2013年以来的历史均值低8.4个百分点。

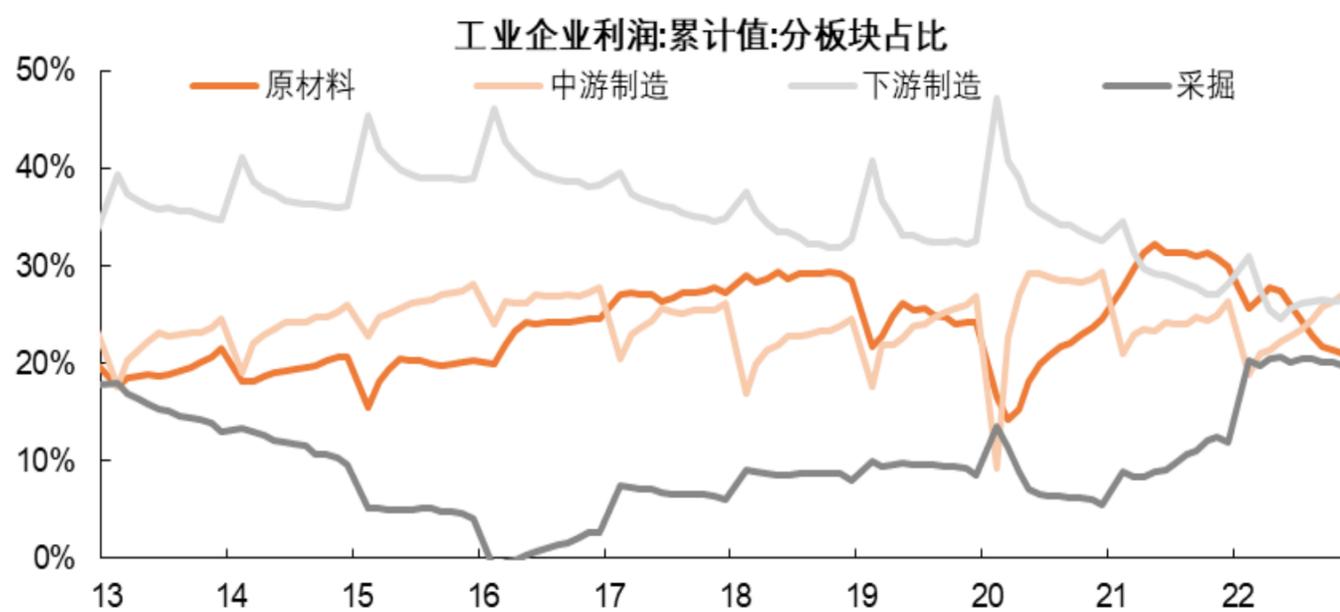
图表7 和1-10月相比，1-11月利润累计同比增速改善的多为中下游制造业



资料来源: wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

图表 8 和1-10月相比，1-11月中下游制造板块的利润占比进一步提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033