



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 库存仍将去化，利润结构或继续改善

——2022年11月工业企业利润数据点评

固定收益分析师：

2022年12月28日

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

### 事件：

12月27日，统计局公布工业企业利润数据，1-11月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%。

### 点评：

**在利润增速降幅扩大中价格因素为主导。**1-11月全国规模以上工业企业利润增速同比下降3.6%，降幅较1-10月扩大0.6个百分点。以PPI进行平减剔除价格因素后，1-11月全国规模以上工业企业利润增速同比下降-7.84%，降幅较1-10月仅扩大0.05个百分点，说明利润增速下降中价格因素占主导，而从量上看利润增速或已经出现底部企稳迹象。

**中下游利润放缓，装备制造业利润继续恢复。**1-11月41个工业大类行业中，20个行业利润总额同比增长，21个行业下降。整体看，利润仍集中于上游行业，中下游受需求不足和疫情影响仍然较大。值得注意的是，装备制造业利润继续恢复，1-11月份装备制造业利润同比增长3.3%，增速较1-10月份加快0.1个百分点；装备制造业利润占规模以上工业的比重为33.1%，较1-10月份、上半年分别提高0.9和5.5个百分点。

**库存仍在去化过程中。**1-11月工业企业产成品库存同比增长11.4%，较1-10月回落1.2个百分点，剔除价格因素后的1-11月产成品实际同比增长6.5%，较1-10月回落0.53个百分点。此外，从PMI的库存指标看，产成品库存和原材料库存仍然在萎缩，整体说明目前企业库存仍然在去化过程中。

**企业盈利仍然承压，但工业企业利润行业结构或将继续改善。**从11月情况看，工业企业利润和营收增速均进一步下滑，显示企业盈利仍然承压，但亮点在于剔除价格因素后的实际增速要好于名义增速，这可能一定程度说明目前总需求不足的情况已经达到阶段性底部，然而工业企业库存仍在去化过程中，且从历史情况看，目前的产成品增速尚未达到历史偏低水平，因此我们认为去库存可能仍将持续。另一方面，考虑到PPI持续回落，上游利润或将向中下游转化，使得工业企业利润行业结构有所改善。

**风险提示：**疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

## 事件：

12月27日，统计局公布工业企业利润数据，1-11月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%。

## 点评：

**1、在利润增速降幅扩大中价格因素为主导。**1-11月全国规模以上工业企业利润增速同比下降3.6%，降幅较1-10月扩大0.6个百分点。从单月情况看，11月单月利润增速同比降幅扩大至-8.9%，考虑到去年4季度同期基数走低的背景，11月工业企业利润增速下滑说明当前需求不足以及疫情冲击对经济的影响仍然存在。不过以PPI进行平减剔除价格因素后，1-11月全国规模以上工业企业利润增速同比下降7.84%，降幅较1-10月仅扩大0.05个百分点，说明利润增速下降中价格因素占主导，而从量上看利润增速或已经出现底部企稳迹象。

这一情况从营收数据也可得到印证。1-11月业务收入同比增速为6.7%，较1-10月回落0.9个百分点，以PPI进行平减剔除价格因素后，1-11月主营业务收入实际增速为2.01%，较1-10月回落0.27个百分点。

**2、中下游利润放缓，装备制造业利润继续恢复。**1-11月41个工业大类行业中，20个行业利润总额同比增长，21个行业下降。整体看，利润仍集中于上游行业，中下游受需求不足和疫情影响仍然较大。具体看，石油和天然气开采业利润总额同比增长1.13倍、煤炭开采和洗选业增长47.0%、汽车制造业增长0.3%、农副食品加工业下降0.5%、纺织业下降18.2%、黑色金属冶炼和压延加工业下降94.5%。值得注意的是，装备制造业利润继续恢复，1-11月份装备制造业利润同比增长3.3%，增速较1-10月份加快0.1个百分点；装备制造业利润占规模以上工业的比重为33.1%，较1-10月份、上半年分别提高0.9和5.5个百分点。

**3、库存仍在去化过程中。**1-11月工业企业产成品库存同比增长11.4%，较1-10月回落1.2个百分点，剔除价格因素后的1-11月产成品实际同比增长6.5%，较1-10月回落0.53个百分点。此外，从PMI的库存指标看，产成品库存和原材料库存仍然在萎缩，整体说明目前企业库存仍然在去化过程中。

**4、企业盈利仍然承压，但工业企业利润行业结构或将改善。**从11月情况看，工业企业利润和营收增速均进一步下滑，显示企业盈利仍然承压，但亮点在于剔除价格因素后的实际增速要好于名义增速，这可能一定程度说明目前总需求不足的情况已经达到阶段性底部，然而工业企业库存仍在去化过程中，且从历史情况看，目前的产成品增速尚未达到历史偏低水平，因此我们认为去库存可能仍将持续。另一方面，考虑到PPI持续回落，上游利润或将向中下游转化，使得工业企业利润行业结构有所改善。

图 1: 工业企业利润累计同比



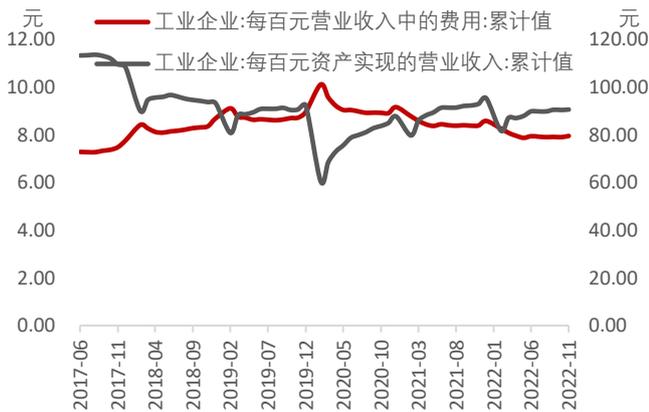
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 2: 工业企业营收累计同比



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 3: 每百元营收费用及每百元资产实现的营收



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 工业企业产成品名义和实际同比



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

**风险提示:** 疫情超预期变化; 全球经济持续恶化; 中美关系全面恶化, 全球地缘冲突加剧等; 国内经济增长超预期回落导致企业违约加速; 通胀压力有可能进一步加大, 将对货币政策操作空间构成制约; 美联储超预期加息对全球债市扰动; 全球出现黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究与发展部，10年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层