

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:

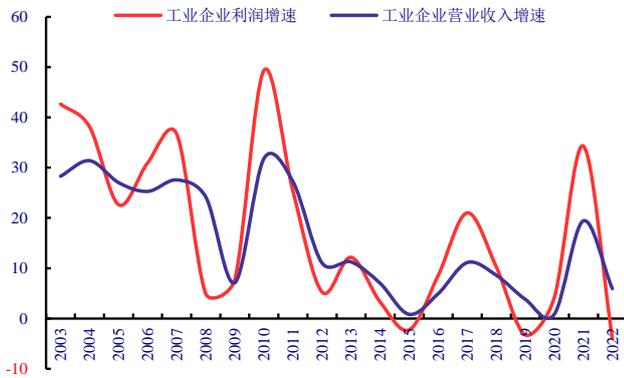
1. 地缘政治冲突加剧;
2. 高债务经济体信用风险;
3. 新冠病毒复阳概率过高。

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 |

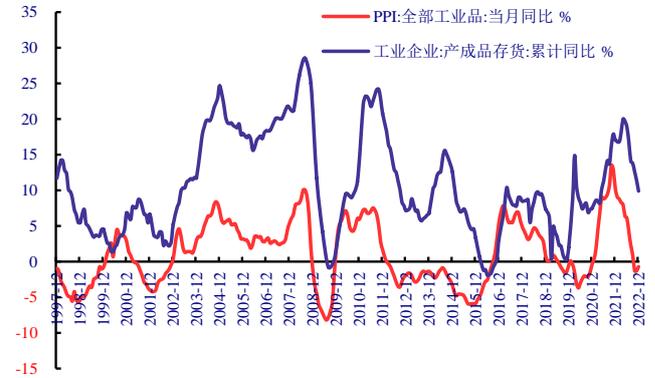
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 2：规模以上工业企业营业收入与利润增速：年度同比



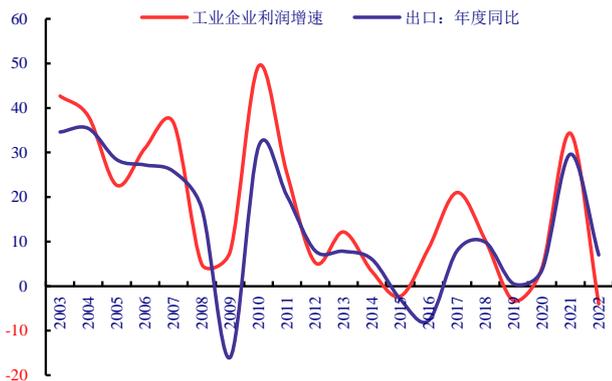
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 3：PPI 与工业产成品库存增速



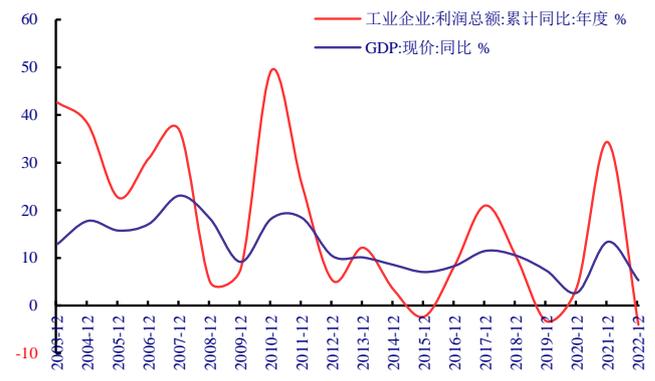
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

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

图表目录

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） 2

图 2：规模以上工业企业营业收入与利润增速：年度同比..... 3

图 3：PPI 与工业产成品库存增速..... 3

图 4：出口对工业企业利润增速影响较为显著 3

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 3

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn