

宏观点评 20231227

11月工业企业利润：到底“好”在哪？

2023年12月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **11月工业制造业端的数据似乎有些“分歧”**：与制造业PMI连续两月的降温不同，11月工业增加值反而已连续两个月呈现上升趋势，这自然就给11月工业制造业的运行情况“蒙上一层迷雾”。而今天公布的工业企业利润数据给11月工业表现“一锤定音”：工业制造业的复苏确实正在路上，但目前仅复苏到“回归正轨”的地步。虽然11月工业企业利润当月同比增速高达29.2%，但成功录得今年以来最高增速的背后其实受低基数影响颇多，考虑两年复合增速的话为8.5%，不过这确实比10月-3.2%的两年复合增速要好很多。那么11月工业企业利润究竟好在哪儿？

■ **一是好在利润率的好转**。虽然11月PPI再度转弱、继续成为工业企业利润的拖累，但工业生产仍是企业利润的支撑项。这也从侧面说明，目前工业企业利润的好转靠的更多是生产，并非需求。这次数据最大的“惊喜”的是此次营收利润率的大幅转正，从以往的最大“拖累项”一举成为11月企业利润的最大“拉动项”。这主要是因为工业企业生产节奏加快、规模效应不断增强，助力企业单位成本和费用的下降、也为利润率的上行打开空间。不过根据统计局解读，此次工业企业利润回升有投资权益集中入账的部分影响，因此29.2%的同比增速或存在一定的干扰性。

■ **二是好在全线不同类型企业利润的全线正增长**。11月国有企业、股份制企业、私营企业、外资的利润增速分别为55.6%、34.9%、23.4%、5.5%，四种企业类型的利润成功实现全线正增长，上次这种情形还是发生在2021年。近期国资委提出2024年央企国企效益要稳步提升，保持“一利稳定增长，五率持续优化”的政策方针不变。在经济复苏之路上，国企或发挥传统行业“领头羊”作用，这与11月工业上游行业利润的大幅上升似乎“不谋而合”。

■ **三是好在上游及公用事业板块“领衔”工业利润复苏**。11月工业上、中、下游行业利润增速分别为39.3%、28.9%、17.6%，上游行业为何“领衔”工业利润的复苏？除低基数影响外，还受到近期大宗商品价格回落、原材料成本下降的影响，这可以使上游行业利润空间进一步提升。其中黑色金属矿采选业、有色金属冶炼、化学纤维等行业都实现了利润的大幅正增长。

而中游行业的亮眼表现更受公用事业板块牵动。其实11月中游的大部分装备制造业利润表现都谈不上出彩，比如通用设备制造业在出口交货并不理想的情况下，其11月利润同比增速仅为2.9%；同时专用设备制造业利润增速也从10月的-1.4%进一步降至-20.3%。11月中游行业利润的亮眼表现，更多是靠公用事业板块拉动：电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增速全都表现为大幅正增长模式，这主要受到迎峰度冬电力保供，叠加燃料价格同比下降、成本降低等因素影响。除了公用事业板块以外，其他小部分中游行业利润增速也“紧随其后”，包括电子设备、运输设备制造业等等。11月电子设备制造业利润增速为62.6%，除低基数影响外，主要原因在于全球半导体周期至暗时刻即将过去、11月半导体出口符合预期。不过相较于韩国芯片出口的改善情况，我们认为这次电子设备制造业利润的复苏还并未到完全企稳阶段。此外，11月运输设备制造业利润增速录得42.9%的好成绩，这也主要受到出口的支持。

比起上游、中游不同行业利润复苏的“参差不齐”，下游不同行业的利润表现更“整齐”。其中汽车行业受产销加快、出口较快增长等因素带动，其11月利润增速也进一步上升至24.5%；11月社零中餐饮项的“逆势上行”也带动了食品制造业利润增速升至24.8%；同时纺织服装业的利润增速由负转正，从10月的-11.3%走高到11月的11.8%。

■ **除了工业企业利润增速的大幅上升，另一个“好消息”是可能越来越接近被动去库的末端**。根据工业企业营收和产成品存货的走势来看，目前库存周期仍处于被动去库的位置。虽然需求端的复苏尚未完全企稳，但目前库存已经接近底部位置。叠加政策效应逐步显现等利好因素的影响，我们认为补库开启的时点或将“现身”于明年一季度。

■ **风险提示**：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

相关研究

《寒冬下，经济运行态势如何？

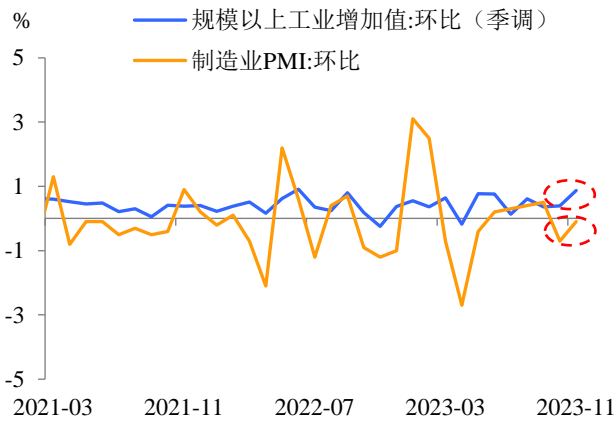
—国内宏观经济周报》

2023-12-24

《如何理解年末存款降息？》

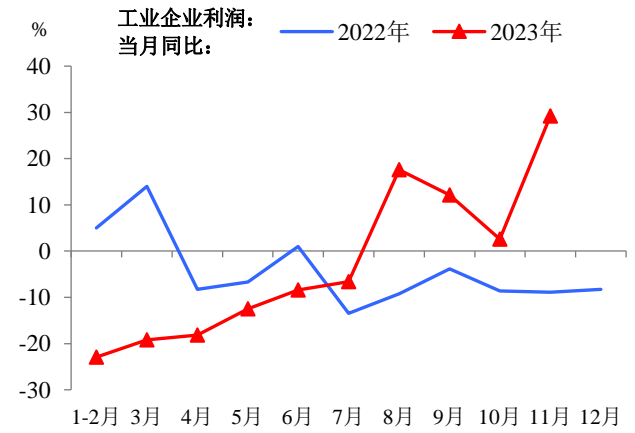
2023-12-22

图1: 工增环比正增, 而制造业 PMI 环比负增



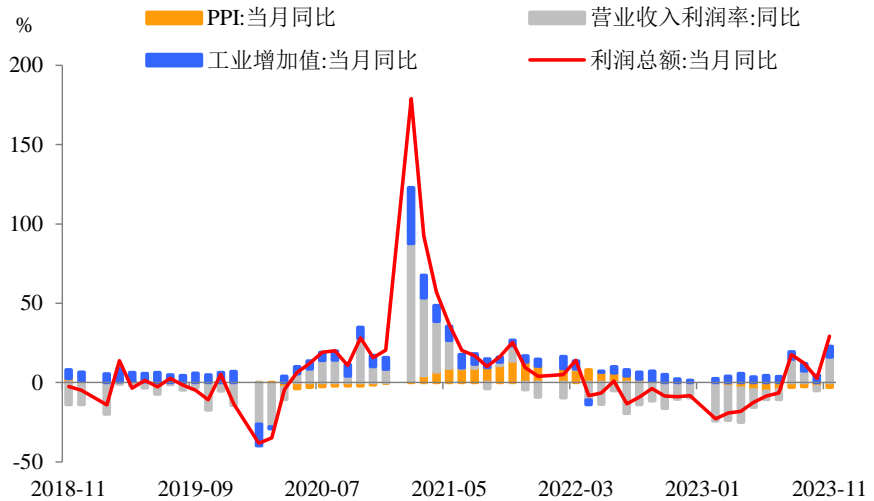
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 11月工业利润表现明显比10月更好



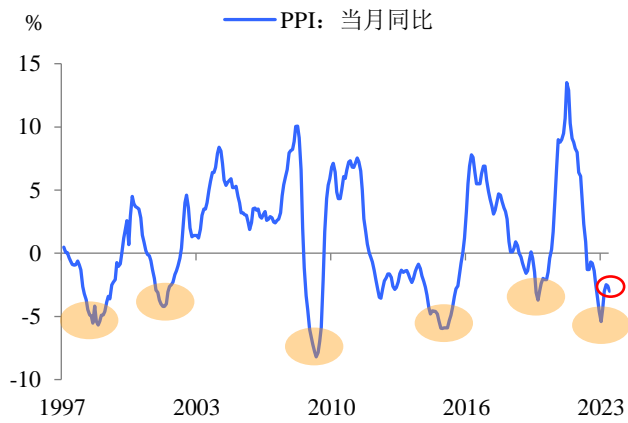
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 11月工业企业利润的最大拉动项是营收利润率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 11月PPI的情况并未完全好转



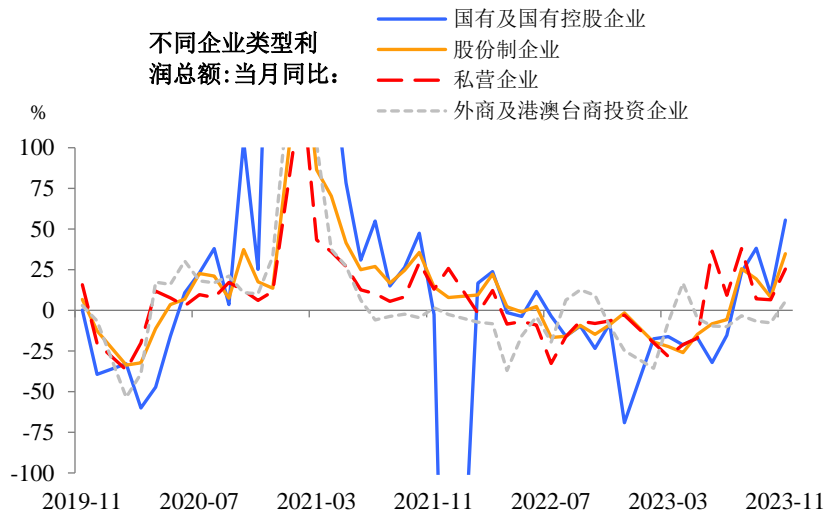
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 工业企业单位成本和费用不断下降



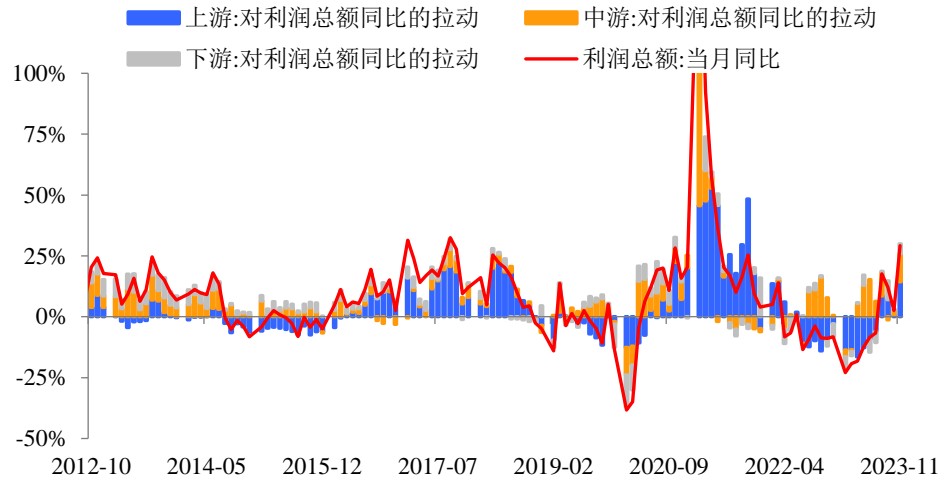
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 11月不同类型企业利润全线正增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：11月上游和中游均大幅拉动工业企业利润上升



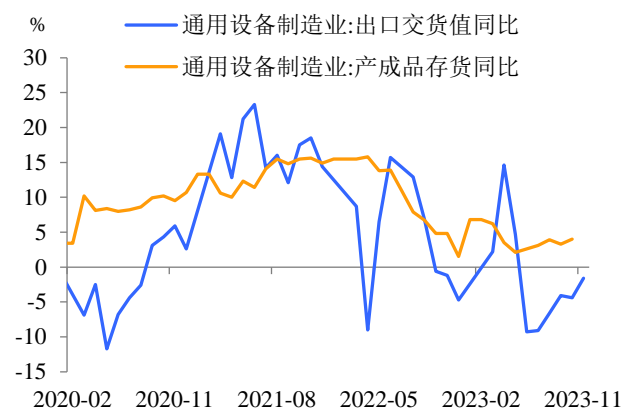
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：11月大宗商品价格回落



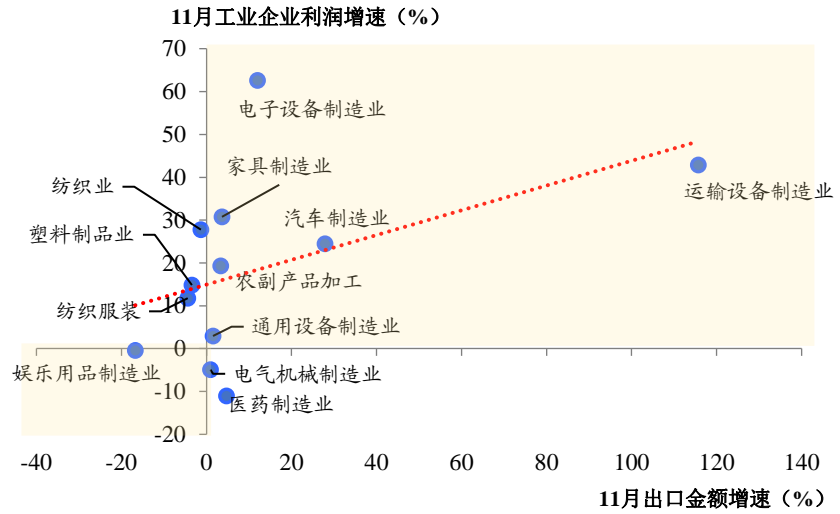
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：11月通用设备制造业在出口交货并不理想



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

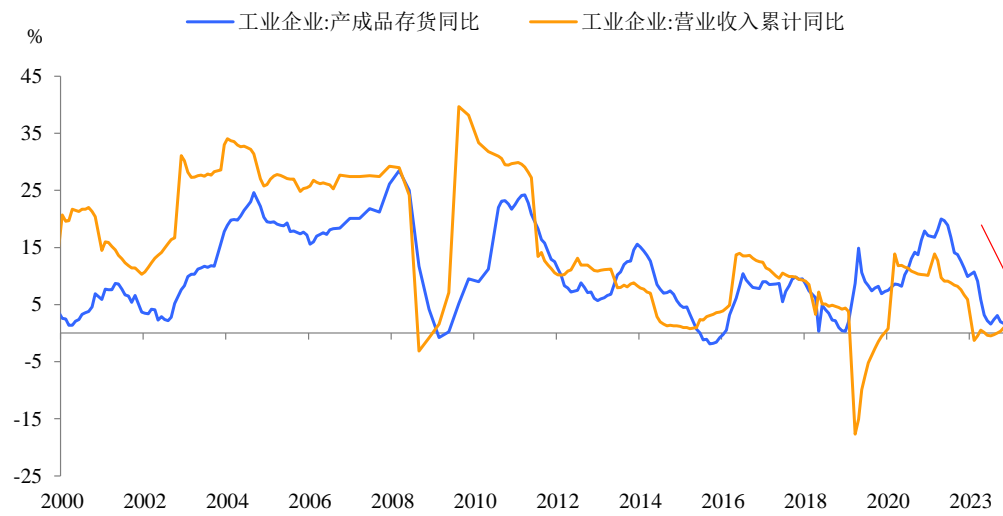
图10: 11月哪些行业利润受出口影响较大?



注: 黄色阴影部分表示受出口影响较大的行业。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 越来越临近被动去库末端



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 11月工业企业细分行业利润总额当月同比增速一览表

| 工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览表（单位：%） | | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2022-11 | 2022-10 |
|------------------------------|----------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 上游 | | | | | | | | | |
| 采矿 | 煤炭开采和洗选业 | -17.29 | -27.37 | -28.36 | -27.10 | -42.91 | -46.76 | -30.46 | -22.85 |
| | 石油和天然气开采业 | -3.88 | -4.02 | 2.99 | -6.56 | -6.81 | -23.30 | -22.75 | -9.62 |
| | 黑色金属矿采选业 | 767.63 | 93.28 | 127.46 | 71.24 | -675.74 | -42.39 | -38.80 | -32.06 |
| | 有色金属矿采选业 | 35.18 | 0.05 | 13.51 | 19.71 | 20.51 | -7.78 | -15.28 | -12.71 |
| | 非金属矿采选业 | 20.95 | 36.59 | -3.68 | -18.23 | -23.98 | -25.72 | -7.89 | 32.28 |
| 原料及加工 | 黑色金属冶炼和压延加工业 | -251.81 | -203.73 | -171.00 | -155.43 | -112.02 | 36.11 | -124.90 | -78.50 |
| | 有色金属冶炼和压延加工业 | 329.55 | 125.73 | 151.28 | 134.95 | 116.68 | 33.48 | -43.35 | -48.05 |
| | 非金属矿物制品业 | -18.68 | -24.97 | -25.95 | -12.68 | -43.00 | -29.85 | -21.13 | -18.41 |
| | 石油、煤炭及其他燃料加工业 | -189.23 | -1001.48 | -208.49 | -150.19 | -132.46 | -89.06 | -113.78 | -58.55 |
| | 化学纤维制造业 | 193.58 | 205.98 | 62.83 | -423.23 | 222.01 | 21.64 | -68.77 | -48.02 |
| | 化学原料和化学制品制造业 | 24.46 | -3.13 | 4.59 | -16.06 | -66.89 | -51.15 | -34.59 | -63.17 |
| | 橡胶和塑料制品业 | 14.83 | 26.72 | 13.69 | 29.81 | 20.44 | 45.98 | 8.85 | 38.41 |
| 上游总计 | | 39.26 | 1.68 | 21.03 | 25.89 | -18.54 | -34.88 | -29.11 | -36.98 |
| 中游 | | | | | | | | | |
| 装备制造业 | 通用设备制造业 | 2.92 | 6.04 | -0.23 | 4.32 | -1.18 | 1.62 | 31.13 | 63.48 |
| | 专用设备制造业 | -20.31 | -1.35 | -4.13 | 12.87 | -9.57 | 18.44 | 28.07 | 0.19 |
| | 电气机械和器材制造业 | -4.94 | -4.69 | -19.08 | 29.57 | 64.96 | 28.74 | 26.82 | 37.44 |
| | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 62.61 | -14.94 | -7.26 | 9.96 | -33.82 | 61.54 | -38.53 | -38.29 |
| | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 42.90 | -12.39 | -7.42 | 46.39 | 8.14 | 34.77 | 13.10 | 65.46 |
| | 仪器仪表制造业 | -3.50 | -10.69 | -15.87 | -1.85 | 21.64 | 2.18 | 26.62 | 27.05 |
| | 金属制品、机械和设备修理业 | 8.19 | 386.55 | -81.45 | 37.96 | -68.24 | 117.21 | 245.84 | -1380.50 |
| 公用事业 | 电力、热力生产和供应业 | 196.26 | 51.05 | 28.13 | 65.37 | 74.06 | 48.58 | 41.99 | 45.29 |
| | 燃气生产和供应业 | 124.31 | 90.45 | 23.19 | 4.07 | 9.19 | -5.51 | 18.72 | 7.34 |
| | 水的生产和供应业 | 37.89 | 34.26 | 18.81 | 24.84 | -8.63 | -18.80 | 28.96 | 17.33 |
| 其他中游制造业 | 金属制品业 | 21.78 | 17.68 | 3.47 | 9.12 | 19.70 | 5.58 | -6.21 | -4.34 |
| | 废弃资源综合利用业 | 45.30 | 56.09 | 60.18 | -8.66 | -201.41 | -13.92 | -83.77 | -61.63 |
| | 其他制造业 | 9.19 | -20.22 | -12.13 | -16.35 | -64.39 | 19.25 | -1.16 | -1.64 |
| 中游总计 | | 28.94 | 5.70 | -3.42 | 21.99 | 14.82 | 31.56 | 20.07 | 45.18 |
| 下游 | | | | | | | | | |
| 食品类 | 食品制造业 | 24.75 | -15.21 | 15.79 | 7.84 | -4.74 | 2.26 | 9.00 | 5.82 |
| | 酒、饮料和精制茶制造业 | 4.29 | 17.30 | 183.26 | -2.68 | -1.00 | -55.37 | 10.88 | 1.66 |
| | 农副食品加工业 | 19.35 | -23.24 | 103.08 | 25.25 | -28.60 | 9.84 | -53.65 | -83.64 |
| 衣物类 | 纺织服装、服饰业 | 11.80 | -11.27 | -10.09 | -10.52 | -20.25 | 12.58 | 47.51 | -35.47 |
| | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | -8.16 | -9.04 | -46.30 | 126.64 | -22.53 | 105.31 | 105.47 | -57.12 |
| | 纺织业 | 27.79 | 24.07 | 27.32 | 26.04 | 0.04 | -4.45 | -18.87 | -10.65 |
| 家庭设备用品 | 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | 44.36 | 14.67 | 32.82 | 64.55 | 10.71 | 12.55 | 4.29 | -32.05 |
| | 家具制造业 | 30.73 | 5.32 | -32.77 | -10.71 | -39.16 | 13.56 | 10.58 | -10.97 |
| 医疗保健 | 医药制造业 | -11.07 | -3.70 | -11.92 | -31.62 | -12.13 | 7.60 | -13.54 | -35.77 |
| 交通通信 | 印刷和记录媒介复制业 | 13.72 | 43.17 | 6.20 | 1.28 | -0.20 | 1.83 | -20.15 | -3.18 |
| | 汽车制造业 | 24.49 | 3.44 | -13.77 | 11.19 | -29.97 | -24.79 | 101.48 | 2005.19 |
| 文娱类 | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | -0.39 | -3.64 | 9.89 | -10.13 | -19.92 | 10.35 | -13.68 | 63.12 |
| | 烟草制品业 | 81.70 | 20.98 | 47.72 | -3.02 | -10.43 | 0.60 | 0.29 | -6.55 |
| | 造纸和纸制品业 | 132.56 | 88.92 | 58.78 | 41.89 | -65.71 | -7.94 | -55.75 | -73.51 |
| 下游总计 | | 17.58 | 1.69 | 25.71 | 2.26 | -18.44 | -20.93 | -8.34 | 1.87 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>