

1-11月工业企业利润数据点评

原材料加工业盈利改善

投资发力，拉动工业企业盈利表现。原材料加工业盈利改善。装备制造业盈利贡献继续收窄。

■ 国家统计局网站12月27日信息显示，2023年1-11月，全国规模以上工业企业实现利润总额69822.8亿元，同比下降4.4%，降幅较1-10月继续收窄3.4个百分点；11月规模以上工业企业利润同比上涨29.5%，增幅较10月明显加速26.8个百分点。

营业收入、成本方面，1-11月工业企业营业收入同比增长1.0%，较1-10月继续改善0.7个百分点，每百元资产实现的营业收入为80.8元，较1-10月上升0.6元。1-11月工业企业营业成本同比增长1.1%，增速较1-10月加快0.5个百分点。

盈利能力方面，规模以上工业企业1-11月营业收入利润率实现5.8%，较1-10月继续上升0.2个百分点；工业企业利润总额同比下降4.4%，降幅较1-10月继续收窄3.4个百分点。

从“量”、“价”角度看，生产活动修复是当月利润增速的主要贡献项，11月工业增加值同比增速实现6.6%，较10月明显加快2.0个百分点。但需注意的是，价格端仍维持相对弱势，11月工业品价格表现稳中有降，PPI、生产资料PPI同比降幅均较10月走扩0.4个百分点。11月工业生产量增价减，一定程度上说明工业企业下游需求温和修复，带动企业经营效益改善。

■ 制造业方面，1-11月制造业利润总额同比下降4.7%，降幅较1-10月继续收窄3.8个百分点，其在规模以上工业企业利润总额中占比继续小幅上升至73.0%，续创年内最高水平，工业企业盈利结构继续改善。具体到子行业，1-11月原材料加工业盈利延续改善，对工业企业利润总额累计同比增速的负贡献收窄至3.5个百分点，较1-10月继续收窄2.2个百分点；黑色、有色金属冶炼及压延加工业是重要贡献项，拉动当期工业企业利润总额累计同比增速0.8和0.6个百分点。

■ 投资发力，拉动工业企业盈利表现。11月工业企业盈利结构继续改善，制造业利润占比继续回升。在趋势上，利润结构继续向制造业倾斜，而制造业内部利润结构延续分化。

我们认为，投资端正在积极推动工业企业利润表现回暖。上游方面，1-11月，原材料加工业利润同比增速整体延续修复，黑色、有色金属加工业正贡献明显；除制造业、基建投资的有力支撑外，地产新开工或正在发挥积极作用，1-11月房屋住宅新开工面积同比下降21.5%，降幅已连续4个月收窄，保障房建设等三大工程有望在需求端起到积极稳定作用。中下游方面，据我们测算，1-11月中下游工业企业利润实际增速为3.2%，与上月继续持平；随着特别国债等投资端政策积极落地生效，明年投资蓄势待发，中下游企业盈利改善的重点将更多落在消费端，“促消费”政策需进一步发力。

■ 风险提示：海外衰退风险；地缘关系的不确定性。

相关研究报告

《10月美国国际资本流动报告点评》20231225

《转债市场下跌，新券发行增加》20231224

《大类资产交易周报》20231224

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业企业利润当月同比增速明显回升

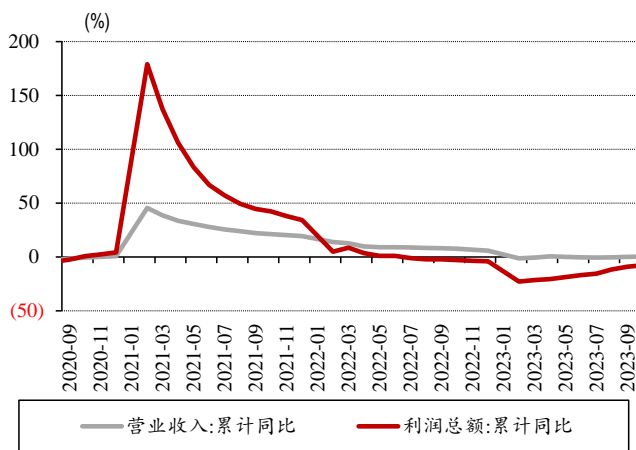
国家统计局网站 12 月 27 日信息显示，2023 年 1-11 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 69822.8 亿元，同比下降 4.4%，降幅较 1-10 月继续收窄 3.4 个百分点；11 月规模以上工业企业利润同比上涨 29.5%，增幅较 10 月明显加速 26.8 个百分点。

营业收入、成本方面，1-11 月工业企业营业收入同比增长 1.0%，较 1-10 月继续改善 0.7 个百分点，每百元资产实现的营业收入为 80.8 元，较 1-10 月上升 0.6 元。1-11 月工业企业营业成本同比增长 1.1%，增速较 1-10 月加快 0.5 个百分点。

盈利能力方面，规模以上工业企业 1-11 月营业收入利润率实现 5.8%，较 1-10 月继续上升 0.2 个百分点；工业企业利润总额同比下降 4.4%，降幅较 1-10 月继续收窄 3.4 个百分点。

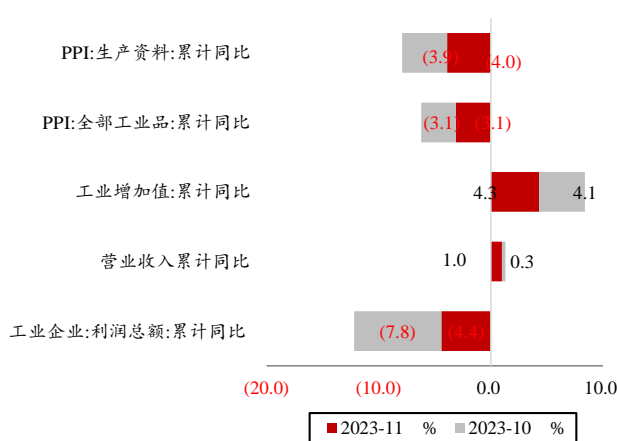
从“量”、“价”角度看，生产活动修复是当月利润增速的主要贡献项，11 月工业增加值同比增速实现 6.6%，较 10 月明显加快 2.0 个百分点。但需注意的是，价格端仍维持相对弱势，11 月工业品价格表现稳中有降，PPI、生产资料 PPI 同比降幅均较 10 月走扩 0.4 个百分点。11 月工业生产量增价减，一定程度上说明工业企业下游需求温和修复，带动企业经营效益改善。

图表 1. 工业企业收入和利润增长情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 从量价角度分析工业企业利润



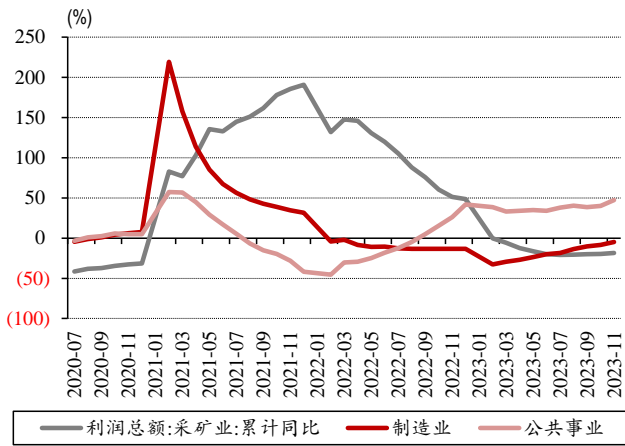
资料来源: Wind, 中银证券

利润结构延续改善

制造业利润占比延续回升，公用事业维持正贡献。1-11 月采矿业、制造业及公用事业在工业企业利润总额中占比分别为 17.6%、73.0%和 9.4%，较 1-10 月分别变动-0.6、0.8 和-0.2 个百分点。

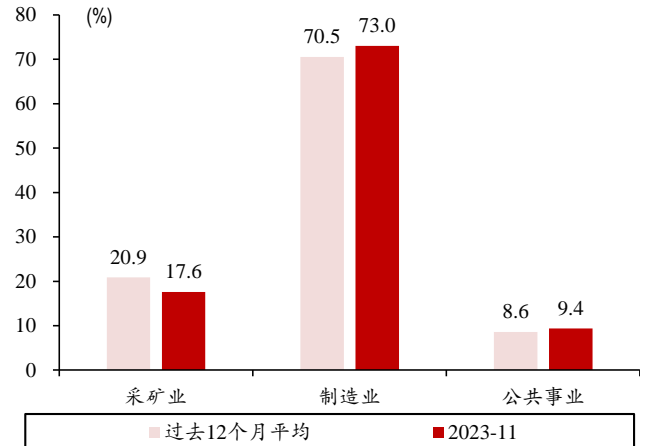
1-11 月，公用事业利润占比小幅下滑，但仍维持对工业企业利润增速的较高正贡献；据我们测算，1-11 月公用事业累计拉动规模以上工业企业利润同比增长 2.7 个百分点，增幅较 1-10 月走扩 0.3 个百分点，正贡献仍主要来自电力、热力行业。11 月国内用电需求全面回升，工业、服务业及居民用电需求均较旺盛，第二、三产业及居民生活用电量当月同比增速分别实现 9.8%、20.9%和 10.0%，分别拉动全社会用电量当月同比增速 6.9、3.4 和 1.3 个百分点。

图表 3. 三大行业利润总额增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 三大行业在 1-11 月工业企业利润结构中占比



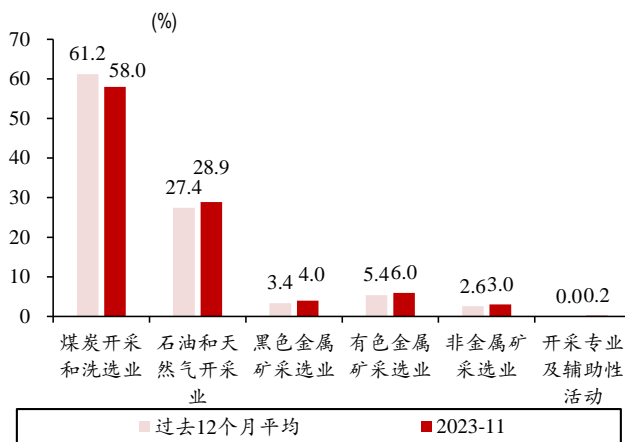
资料来源: Wind, 中银证券

1-11 月, 采矿业利润总额同比下降 18.3%, 降幅较 1-10 月继续收窄 1.4 个百分点。子行业中, 除煤炭加工洗选业外, 其余行业利润总额占比均高于过去 12 个月平均水平, 黑色、有色等多数子行业利润同比增速表现较 1-10 月延续改善。值得注意的是, 尽管 11 月煤炭开采洗选业占比仍在过去 12 个月平均水平以下, 但行业利润总额同比累计降幅较 10 月有所收窄, 当前国内需求延续修复, 叠加供暖季到来, 行业盈利水平有望延续修复。

原材料加工业盈利改善。制造业方面, 1-11 月制造业利润总额同比下降 4.7%, 降幅较 1-10 月继续收窄 3.8 个百分点, 其在规模以上工业企业利润总额中占比继续小幅上升至 73.0%, 续创年内最高水平, 工业企业盈利结构延续改善。具体到子行业, 1-11 月原材料加工业盈利延续改善, 对工业企业利润总额累计同比增速的贡献收窄至 3.5 个百分点, 较 1-10 月继续收窄 2.2 个百分点; 黑色、有色金属冶炼及压延加工业是重要贡献项, 拉动当期工业企业利润总额累计同比增速 0.8 和 0.6 个百分点。

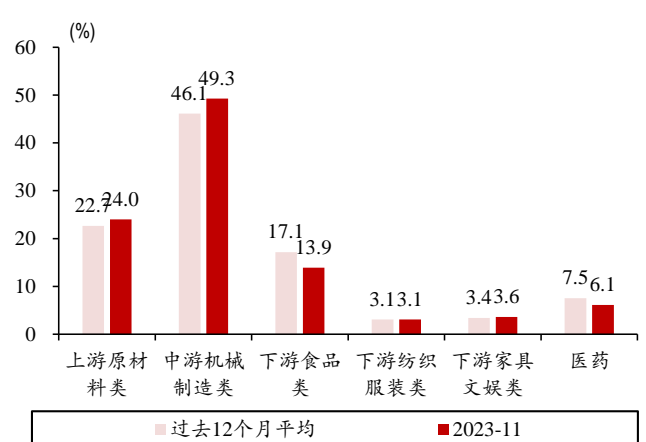
装备制造制造业盈利贡献继续收窄。据我们测算, 1-11 月, 装备制造制造业对工企利润累计同比增速的正贡献实现 2.2 个百分点, 较 1-10 月下滑 0.2 个百分点, 通用及专用设备制造业同比增速表现均较 1-10 月有所下降。但需注意的是, 当前特别国债资金及其配套项目正在积极落地, 明年初投资蓄力待发, 或对装备制造制造业盈利能力有所保证。

图表 5. 1-11 月采矿业利润结构表现



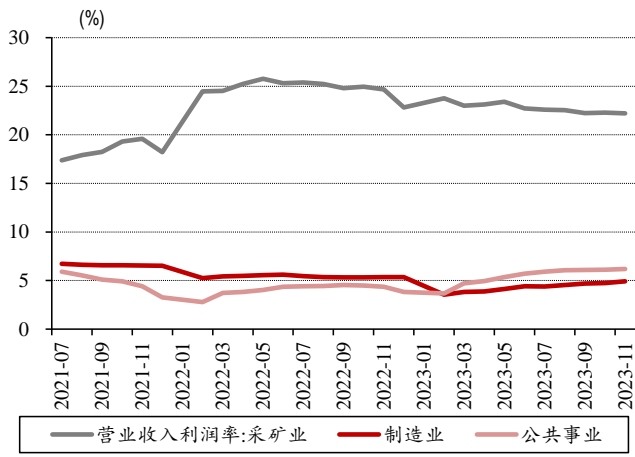
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 1-11 月制造业利润结构表现



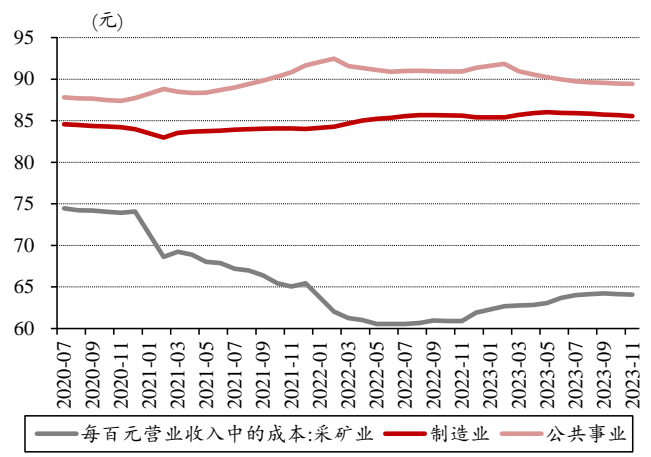
资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 三大行业营收利润率累计同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 三大行业营业成本表现



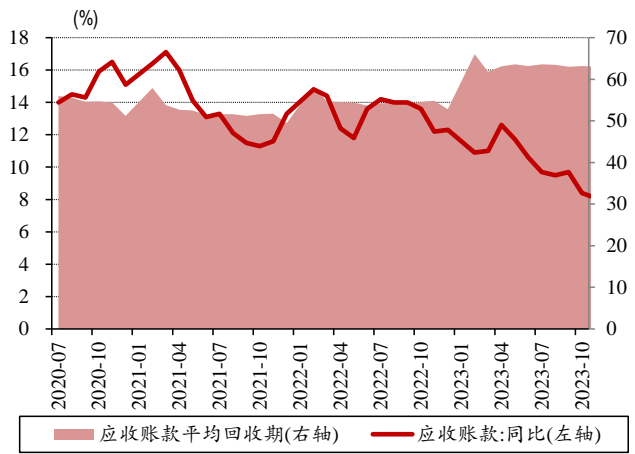
资料来源: Wind, 中银证券

其他重要财务指标表现

资产负债率维持稳定。1-11月,国内工业企业资产同比增长6.3%,与1-10月持平;负债同比分别增长6.4%,较1-10月下降0.2个百分点;资产负债率为57.6%,与1-10月持平,工业企业资产负债率维持稳定。

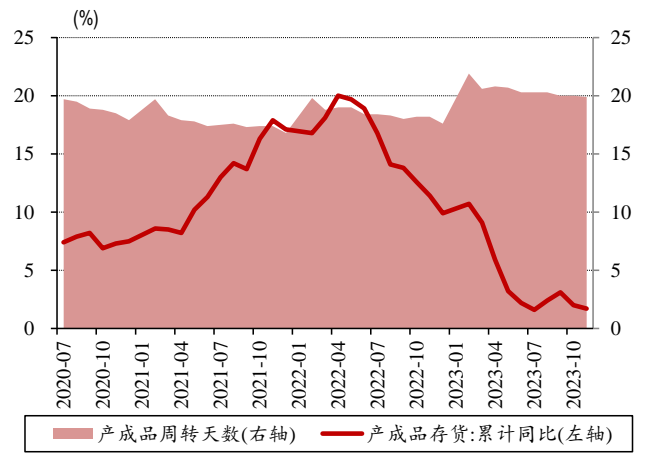
产成品库存继续回落。1-11月,工业企业应收账款同比增长8.1%,较10月下降0.3个百分点;应收账款平均回收期为63.0天,较10月缩短0.2天。1-11月产成品存货累计同比增长1.7%,较10月继续下降0.3个百分点;工业企业产成品周转天数为19.9天,较10月缩短0.1天。

图表 9. 应收账款同比增速和周转天数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 产成品存货同比增速和周转天数



资料来源: Wind, 中银证券

结论

投资发力, 拉动工业企业盈利表现。11月工业企业盈利结构继续改善,制造业利润占比继续回升。在趋势上,利润结构继续向制造业倾斜,而制造业内部利润结构延续分化。

我们认为,投资端正在积极推动工业企业利润表现回暖。上游方面,1-11月,原材料加工业利润同比增速整体延续修复,黑色、有色金属加工业正贡献明显;除制造业、基建投资的有力支撑外,地产新开工或正在发挥积极作用,1-11月房屋住宅新开工面积同比下降21.5%,降幅已连续4个月收窄,保障房建设等三大工程有望在需求端起到积极稳定作用。中下游方面,据我们测算,1-11月中下游工业企业利润实际增速为3.2%,与上月继续持平;随着特别国债等投资端政策积极落地生效,明年投资蓄势待发,中下游企业盈利改善的重点将更多落在消费端,“促消费”政策需进一步发力。

风险提示: 海外衰退风险; 地缘关系的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371