

## 盈利预期真正改善要等 PPI 转正

### ——11月工业企业利润分析

#### 核心要点：

12月27日国家统计局发布：1-11月，规模以上工业企业利润总额累计同比-4.4%（前值-7.8%），当月同比+29.5%（前值+2.7%）；1-11月营业收入累计同比+1.0%（前值+0.3%）。

1. 11月工业企业营收和利润均有所改善。营收累计同比+1.0%（前值0.3%），两年复合增速3.81%（前值3.89%）；利润累计同比-4.4%（前值为-7.8%），两年复合增速-4.0%（前值-5.43%），11月当月同比29.5%（前值+2.7%），较前值大幅改善并连续第4个月正增长。

2. 此前已经发布的11月部分经济指标也出现改善情况。可以看到，此前11月工业增加值环比同比+6.6%（前值+4.6%）。其中汽车制造业增速达到+20.7%（前值+10.8%），出现了连续加速。出口同比+0.5%（前值-6.4%），由负转正。但PPI的下行依然制约了工业企业利润的进一步改善，11月PPI回落至-3.0%（前值-2.6%）。

3. 11月工业利润改善可能是因为年末企业投资收益相对集中入账，及汽车等年末产销加快所致。但CPI与PPI仍为负值，PMI仍在收缩区间等依然表明有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱的问题仍然存在。从12月CRB指数同比继续回落来看，12月PPI将继续在-3.0%左右低位震荡，不利于工业企业利润修复。

4. 库存名义增速与扣除PPI的库存实际增速继续回落。工业企业进一步加库存要等到2024年国内政策效果陆续释放、美联储结束加息之后全球总需求见底回升，PPI进一步收窄降幅，工业企业盈利预期明显改善之后。

5. 11月工业企业资产负债增速继续回落。资产负债率连续第六个月维持在57.6%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。

6. 分行业来看，上游黑色金属加工业受基数效应利润大幅提升，中游制造业持续改善。采矿业维持负增长但已连续4个月改善；制造业恢复保持强劲，接近转正；冬季供暖再次推高公共事业利润的高速增长。细分行业来看，黑色金属冶炼加工累计利润同比大幅提升至275.6%（前值37.0%），主要原因是低基数，目前黑色金属冶炼利润率依然为0.5%，利润依然受PPI下行影响。中游制造业利润已连续改善，汽车制造行业受年末产销加快、出口较快增长等因素带动利润增速加快；铁路船舶航空航天和化学纤维制造利润改善明显。下游消费继续边际改善。酒饮料和茶制造企业利润连续两个月正增长。

7. PPI由负转正之时才是工业企业利润趋于改善，工业品库存周期启动上行之时。当前价格指数回升已经成为政策目标。CPI从4月以来一直维持在0%左右，10月、11月分别下降至-0.2%、-0.5%；PPI在6月到达-5.4%的底部，9月收窄降幅至-2.5%，但10月、11月再次降至-2.6%、-3.0%，截至目前PPI负值已经持续14个月之久。从国内政策与全球环境来看，我们预测2024年PPI全年趋于上行，二季度之后能实现由负转正，CPI全年稳定运行在1.0%左右。主要逻辑是美元指数回落之后，全球总需求将见底回升，带动中国出口，同时国内政策效果也将进一步释放，中国经济“有效需求不足、部分行业产能过剩”的情况将得以缓解。

#### 分析师

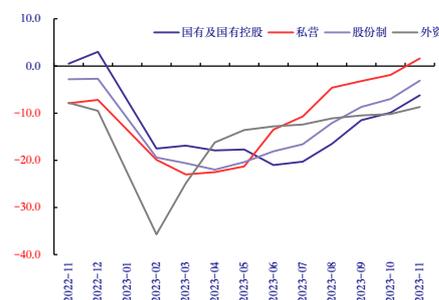
高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

图：私营企业利润增速转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 风险提示：

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

## 一、11月工业利润改善反弹

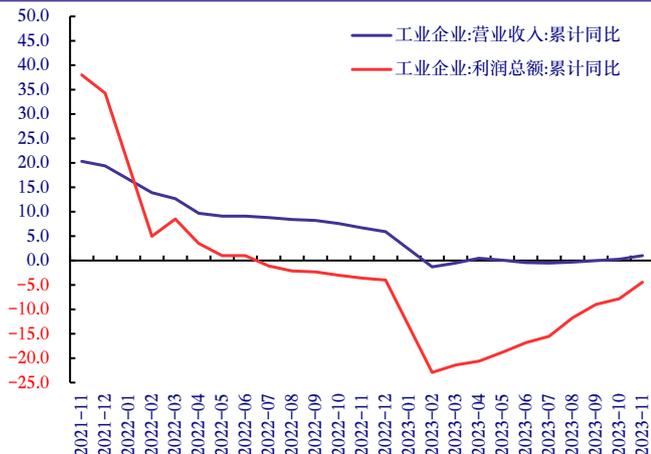
工业企业营收增速正增长扩大，利润增速的也边际改善（图1至2）。1-11月规模以上工业企业营业收入累计同比+1.0%（前值0.3%），两年复合增速3.85%（前值3.89%）；1-11月利润累计同比-4.4%（前值为-7.8%），两年复合增速为-4.0%（前值-5.43%），11月当月同比29.5%（前值+2.7%），较前值大幅改善并连续第4个月正增长。虽然利润累计同比为负，但降幅已逐渐收窄，且当月同比大幅改善。

此前已经发布的11月经济指标出现了改善的情况。可以看到，此前11月工业增加值环比+0.87%，同比+6.6%（前值+4.6%）。其中汽车制造业增加值增速达到+20.7%（10月为+10.8%），出现了连续加速；电气机械与器材制造业增速达到10.2%（10月为+9.8%）。出口同比+0.5%（前值-6.4%），由负转正。但PPI的下行依然制约了工业企业利润的进一步改善，11月PPI-3.0%（前值-2.6%）。

11月工业利润改善可能是因为年末企业投资收益相对集中入账，叠加汽车等中下游制造业年末冲销量所致。但PPI下行，以及PMI展现供过于求加剧，同期服务业生产指数、投入和销售价格等指标依然预示着需求还需改善。

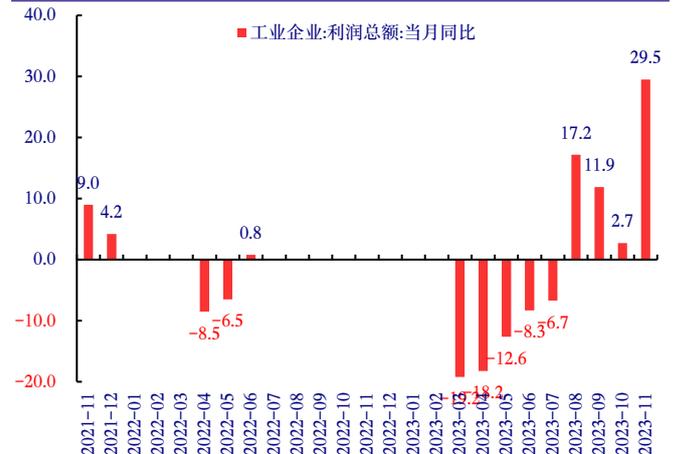
展望2024年，预测中国经济增速将达到5.2%左右，基建投资增长10%以上，PPI、出口在二季度之后相继转正。2023年中央经济工作会议提出要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。财政政策方面，我们预计支出节奏前置，支撑一季度经济“开门红”。考虑专项债提前下达机制及特殊国债的发行使用，我们测算财政一季度用于基建的支出规模在3.5万亿以上，较2023年的2.76万亿提升15.9%。明年财政政策对于基建和保障房建设将力度均将有所提升，以稳定经济增长，防范化解地产和债务风险，兼具调节住房结构，对工业企业利润的改善有托底的作用。货币政策方面，总量工具将保持宽松，以保持经济合理增长为目标，注重政策持续性、配合财政政策，以及风险化解。结构性工具聚焦经济转型，围绕“五篇大文章”展开。金融总体呈现“宽货币、宽信用”格局，预计社会融资存量增速上行至10.1%。

图1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

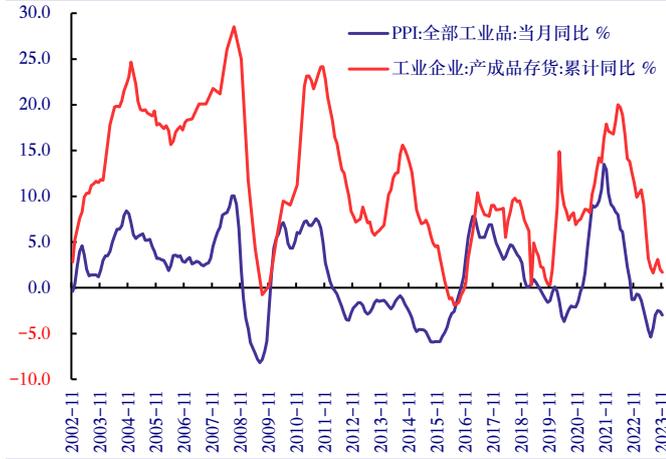
图2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

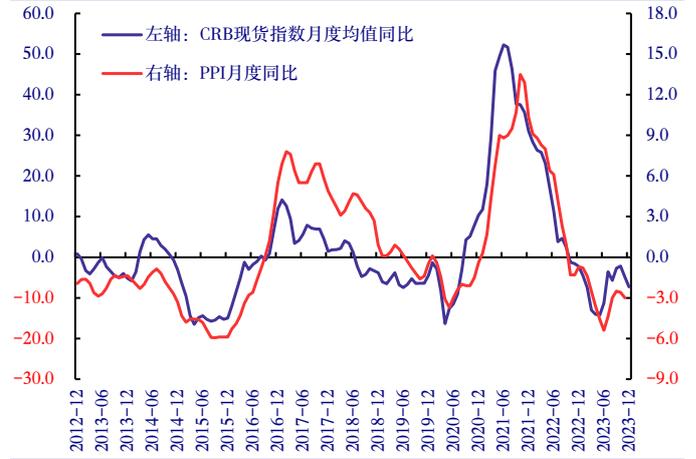
工业品库存继续回落。1-11月工业产成品存货累计同比1.7%（前值+2.0%）；扣除PPI的实际库存增速也出现回落（图3）。短期而言，12月CRB指数同比继续回落，可能导致PPI继续在-3.0%左右的低位震荡（图4），不利于工业企业利润进一步改善。但进入2024年之后，预计随着美联储结束加息之后全球经济见底回升；国内政策效果陆续释放之后PPI进一步收窄降幅，工业企业盈利预期将逐步改善，内需回暖，工业企业将进一步加库存。

图 3. 11 月工业产成品存增速与 PPI 都出现回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 根据 11 月 CRB 指数走势预测 11 月 PPI 将继续震荡

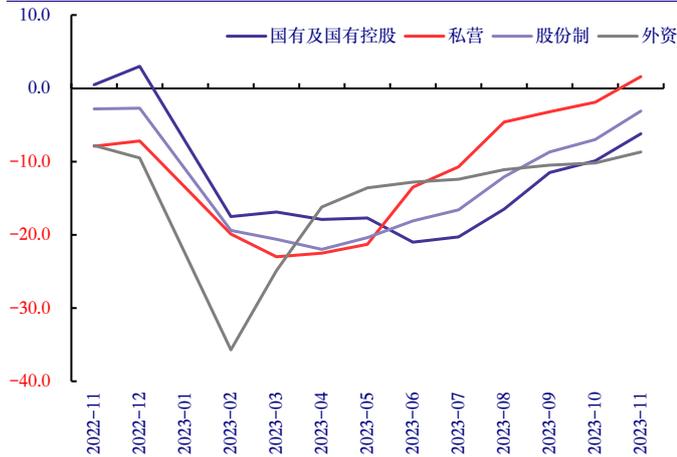


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

各所有制工业企业利润增速继续收窄降幅，民营企业转正（图 5）。1-11 月国有及国有控股企业利润累计同比-6.2%（前值-9.9%），股份制企业利润累计同比-3.1%（前值-7.0%），民营企业利润累计同比转正至 1.6%（前值-1.9%），外资及港澳台企业利润累计同比-8.7%（前值-10.2%），都呈现持续收窄降幅的趋势。

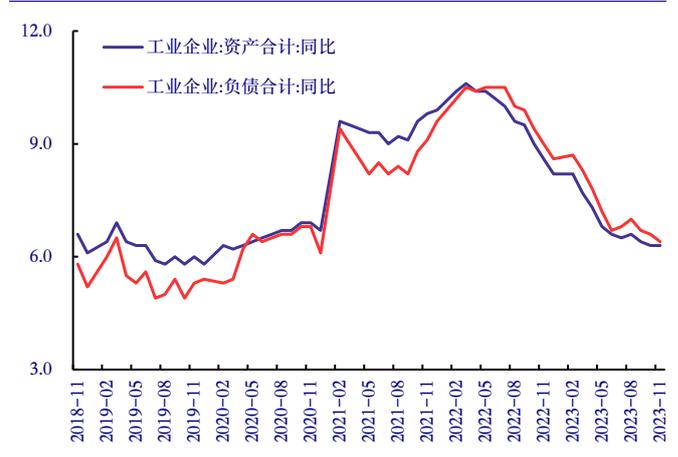
11 月工业企业资产负债增速继续回落。此前在 8 月，工业企业试探性扩张资产负债表。但 11 月工业企业负债同比 6.4%（前值 6.6%），资产同比 6.3%（前值 6.3%），增速连续三个月小幅回落。资产负债率连续六个月维持在 57.6%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。利润的改善传导至企业扩张决策需要时间，需求测还需持续改善才能持续改善企业扩张信心。

图 5. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 11 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)

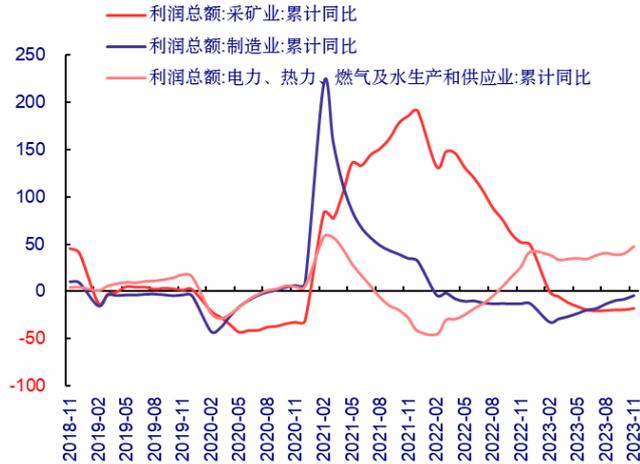


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、工业企业分行业利润增速：上游大幅改善、中游保持景气，下游开始复苏

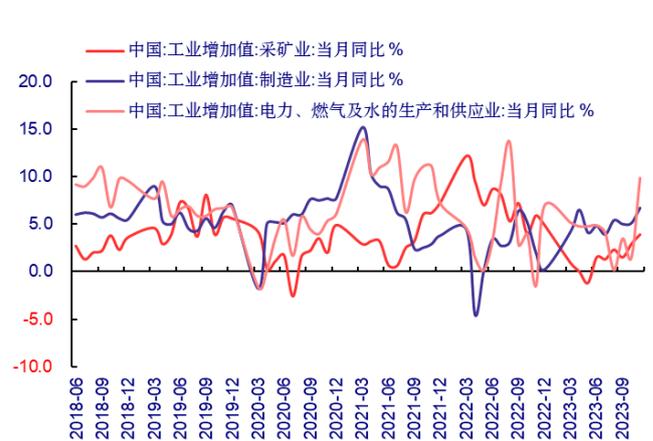
分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-18.3%（前值-19.7%）、-4.7%（前值-8.5%）和 47.3%（前值 40%）。采矿业受去年高基数影响同比增速依然维持-20%左右的负增长但已连续 4 个月改善；制造业恢复保持强劲，接近转正；冬季供暖再次推高公共事业利润的高速增长。

图 7. 工业三大类别：利润累计同比增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 工业三大类别：工业增加值：当月同比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**上游黑色和有色金属加工业利润大幅改善，主要原因是去年低基数导致，利润率依然偏低。**黑色、有色金属冶炼加工利润大幅改善并带动整体工业企业利润增长，分别为 275.6%（前值 37.0%）和 21.8%（前值 -3.7%），但主要原因是低基数导致，去年黑色金属加工业在 11 月份的利润为负增长，目前黑色金属冶炼利润率依然为 0.5%，利润依然受 PPI 下行影响；原材料方面，有色采选利润同比继续增长 7.6%（前值 4.5%），黑色采选利润修复转正至 2.6%（前值 -13.5%）；油气开采、石油煤炭及燃料加工边际改善，同比录得 -8.5%（前值 -8.9%）和 -14.1%（前值 -27.0%）；其他行业上，木材加工正增长扩大为 17.4%（前值 11.2%）、造纸及纸制品转正为 2.4%（前值 -13.6%）。橡胶利润增速边际回落至 16%（前值 16.2%）但依然保持较高速度；非金属矿物制品维持 -25.6%（前值 -26.5%）；非金属矿采选和金属制品增速转正至 0.9%（前值 -1.8%）、3.0%（前值 -0.1%）。公用设备方面继续保持利润正增长，冬季供暖使得电力热力利润增长 58.2%（前值 50.1%）、水的生产和供应 11.5%（前值 8.8%）、燃气生产和供应增长扩大至 14.8%（前值 8.0%）。

**随着产业升级深化，中游制造业利润已连续改善，汽车制造利润改善。**汽车制造行业受年末产销加快、出口较快增长等因素带动利润增速上升至 2.9%（前值 0.5%）；铁路船舶航空航天和化学纤维制造利润改善明显，分别为 22.3%（前值 19.1%）和 17.4%（前值 2.3%）、机械和设备修理小幅改善 3.8%（前值 3.2%）；前期利润高速增长的行业有所边际下降，电气机械 17.2%（前值 20.8%）、通用设备 9.4%（前值 10.4%）、专用设备制造转负 -1.0%（前值 2.0%）、仪器仪表 2.3%（前值 3.3%）；其他负增长的行业已经出现明显边际改善，计算机通信和电子设备利润累计同比 -11.2%（前值 -18.2%）、其他制造 -22.5%（前值 -25.9%）、家具制造 -6.3%（前值 -11.8%）。

**下游消费继续边际改善。**酒饮料和茶制造企业利润连续两个月正增长，录得至 6.1%（前值 6.2%），烟草制品增幅提升至 8.7%（前值 6.2%）；食品制造扩大为 2.2%（前值 0.1%）；纺织业降幅收窄 -4.8%（前值 -6.1%）、医药制造 -15.9%（前值 -16.4%）和文教工美体育娱乐用品 -4.5%（前值 -5.1%）连续收窄降幅。农副食品加工降幅扩大至 -11.8%（前值 -16.5%）

图 9. 工业企业子行业利润增速：累计同比

行业		规上工业企 业整体	计算机通信 和电子设备	电气机械及 器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶 炼加工	化学原料化 学制品	有色金属冶 炼加工	石油煤炭及 燃料加工	非金属矿物 制品
营收占比		100.0%	11.3%	8.2%	7.2%	7.6%	6.4%	6.6%	5.7%	4.6%	4.2%
利润累 计同比 (%)	2023-11	-4.4	-11.2	17.2	58.2	2.9	275.6	-38.5	21.8	-14.1	-25.6
	2023-10	-7.8	-18.2	20.8	50.1	0.5	37.0	-42.8	-3.7	-27.0	-26.5
	2023-09	-9.0	-18.6	24.9	50.0	0.1	-1.8	-46.5	-15.1	-40.4	-26.7
行业		农副食品加 工	通用设备制 造	金属制品	煤炭开采和 洗选	专用设备制 造	橡胶和塑料 制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		4.1%	3.5%	3.4%	2.6%	2.7%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.1%
利润累 计同比 (%)	2023-11	-11.8	9.4	3.0	-25.9	-1.0	16.0	-15.9	-1.8	2.2	8.7
	2023-10	-16.5	10.4	-0.1	-26.6	2.0	16.2	-16.4	-6.1	0.1	6.2
	2023-09	-15.1	11.0	-2.8	-26.5	2.4	14.8	-17.5	-10.2	2.2	5.5
行业		燃气生产和 供应	酒饮料和茶 制造	文教工美体 育娱乐用品	造纸及纸制 品	纺织服装、 服饰	铁路船舶航 空航天	石油和天然 气开采	化学纤维制 造	废弃资源综 合利用	仪器仪表制 造
营收占比		1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%
利润累 计同比 (%)	2023-11	14.8	6.1	-4.5	2.4	-4.8	22.3	-8.5	17.4	-7.5	2.3
	2023-10	8.0	6.2	-5.1	-13.6	-7.7	19.1	-8.9	2.3	-15.0	3.3
	2023-09	2.8	5.6	-5.3	-25.3	-7.2	24.7	-9.4	-10.8	-23.5	5.2
行业		皮毛羽和制 鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录 媒介	黑色金属矿 采选	有色金属矿 采选	非金属矿采 选	水的生产和 供应	其他制造	机械和设备 修理
营收占比		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%
利润累 计同比 (%)	2023-11	-1.1	17.4	-6.3	0.1	2.6	7.6	0.9	11.5	-22.5	3.8
	2023-10	-0.1	11.2	-11.8	-1.9	-13.5	4.5	-1.8	8.8	-25.9	3.2
	2023-09	1.1	10.5	-14.0	-7.4	-18.5	5.0	-6.6	5.5	-26.5	-23.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比 (%) .....	2
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份 (%) .....	2
图 3. 工业产成品存货名义增速与实际增速都出现回落 (%) .....	3
图 4. 根据 11 月 CRB 指数走势预测 11 月 PPI 将继续震荡 .....	3
图 5. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%) .....	3
图 6. 10 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%) .....	3
图 7. 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%) .....	4
图 8. 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比 .....	4
图 9. 工业企业子行业利润增速: 累计同比 .....	5

## 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。**

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn