

宏观点评 20240127

12月工业企业利润：同比增速 16.8%？或许并不止

2024年01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

相关研究

《看好黄金价格 2024 年再创新高》

2024-01-25

《降准稳市场的“未完待续”》

2024-01-24

- 12月工业企业利润同比增速或许高于官方公布的 16.8%。回顾 2023 年，工业企业利润复苏之路走得并不容易，三季度末才终于“峰回路转”、同比增速成功实现由负转正。12 月工业企业利润 16.8% 的同比增速在“情理之中”、却似乎又在“意料之外”——“情理之中”在于从 2023 年三季度起，受低基数效应等因素影响，工业利润的上行空间已打开，而 12 月工业利润很大概率会延续较高同比增速；“意料之外”在于官方公布的 16.8% 与实际计算得出的 24.9% 出现了 2023 年年内的首次明显背离，且官方同比增速低于实际计算增速的幅度也创了历史新高。

那么究竟是 2022 年 12 月数据的上修、还是 2023 年 12 月数据的下修，导致了官方公布的工业企业利润同比增速低于实际计算的同比增速？换句话说，2022 年 12 月工业利润到底“差”在哪儿、2023 年 12 月又到底“好”在哪儿？我们试着从各细项数据一探究竟：

- 2022 年 12 月“差”在国有企业运营亏损，而 2023 年 12 月实现正利润。由于 2022 年 12 月工业国有企业亏损、利润总额规模为负，所以其利润同比增速跌至 -69.0%。在低基数影响下，2023 年 12 月国有企业利润同比增速“狂飙”至 144.7%，若考虑两年复合同比增速的话为 12.9%。国企利润 12.9% 的两年复合同比增速高于股份制企业的 9.9%、高于私营企业的 0.6%、更高于外资的 -6.2%。

这与 PMI 数据传达出来的信号一致——在大、中、小企业中，大型企业 PMI 是 12 月唯一没有跌落荣枯线以下的。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。

- 2022 年 12 月“差”在利润率是最大拖累，而 2023 年 12 月利润率转为主要拉动项。2022 年 12 月工业企业利润的最大拖累项当属利润率，而随着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，利润率也逐步从以往的拖累项转为现在的拉动项。

利润率实现了“完美”蜕变，但价格却没有——量、价、利润率拆解来看，2023 年 12 月表现为“量上价下、利润率正增”的形势，价格对利润的拖累已长达 14 个月之久。低通胀“破冰”成为 2024 年的重中之重，我们在之前的报告《中国式“再通胀”：靠什么？怎么干？》中说过，在“再通胀”路上需求的发力尤其重要，而这离不开政策端的“加持”。

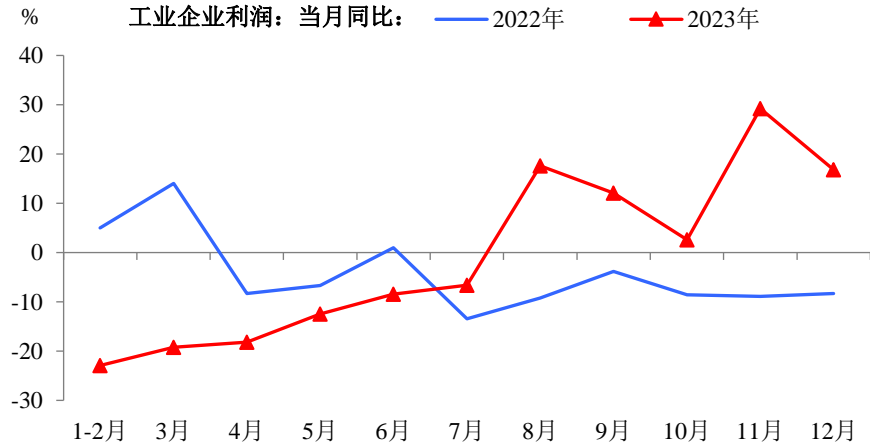
- 2022 年 12 月“差”在上、中、下游行业利润大多在“匍匐前行”，而 2023 年 12 月成功实现全线正增长。2023 年 12 月工业上、中、下游行业企业利润同比增速分别为 27.7%、25.1%、22.0%，已连续三个月表现为“全员”正增长模式，这比 2022 年年底的情况要好很多。

除低基数影响外，上游行业的亮眼表现主要是受到近期大宗商品价格回落、原材料成本下降的影响。对于中下游行业来说，出口仍是“绕不开”的主题——汽车、运输设备、通用设备等行业在出口并不弱的情况下也实现了较高利润同比增速。不过不同于以往的是，12 月公用事业板块利润同比增速大幅转负，一方面是因为 12 月工业生产进度放缓；另一方面是因为 12 月煤价上涨，公用事业生产商获利空间变窄。

- 除此之外，2023 年 12 月“好”在补库迹象正在出现。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末期、主动补库初期的位置。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 2024 年一季度。

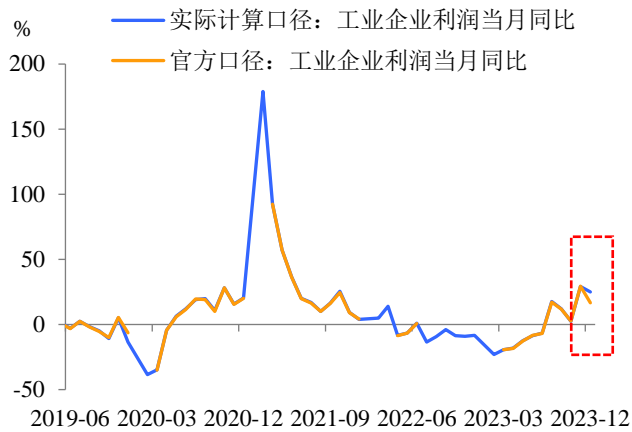
- 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 低基数效应下, 2023年三季度起工业企业利润同比增速由负转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

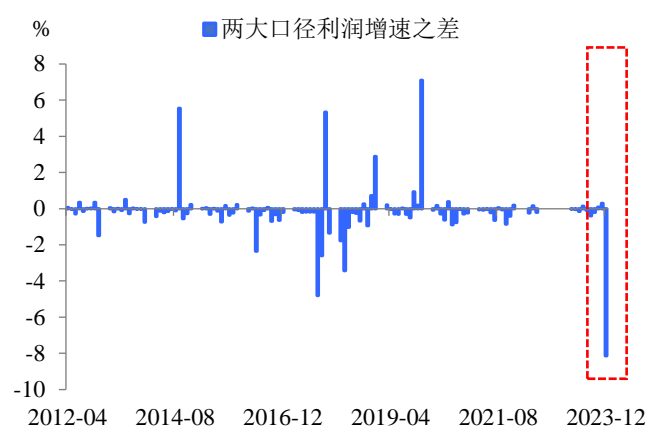
图2: 两大口径利润增速出现了2023年年内的首次背离



注: 1、由于工业企业利润调查样本每年均在发生变化, 所以在计算当月同比时可利用官方公布的当期累计值、累计同比计算去年同期值, 以统一调查样本。
 2、实际计算口径具体计算步骤为: (1) 用官方公布的累计值去计算出当月值; (2) 用官方公布的累计值、累计同比计算出去年同期的累计值、再计算出去年同期的当月值; (3) 用步骤(1)、(2) 计算出的当月值、去年同期当月值, 计算出当月同比。
 3、官方对工业企业利润当月同比的公布时而“断更”。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

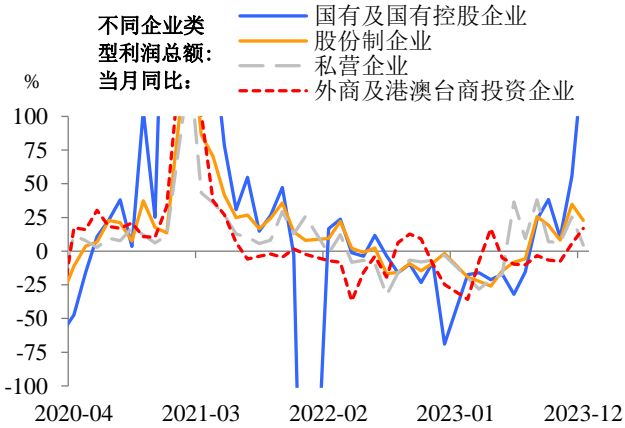
图3: 历史上这样的背离形式并不多见



注: 图中由官方口径下的工业企业利润当月同比减去实际计算口径下的工业企业利润当月同比。

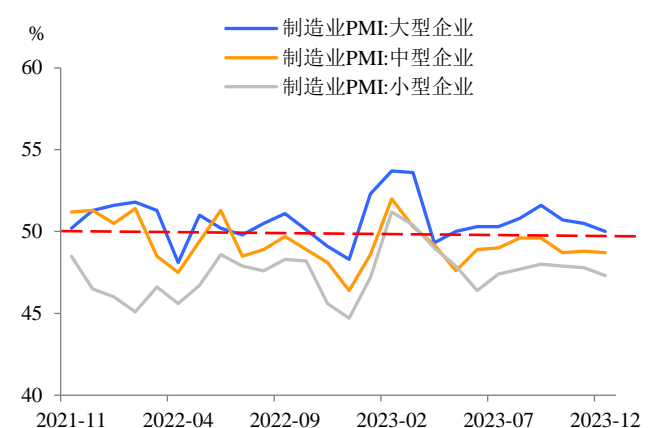
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 12月国有企业利润同比增速高达144.7%



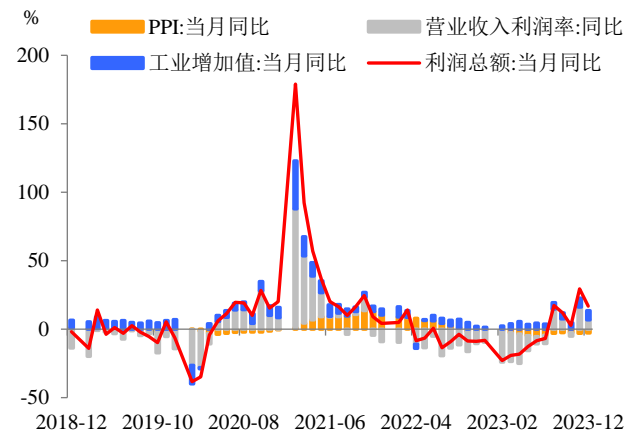
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 12月大型企业PMI高于中小企业PMI



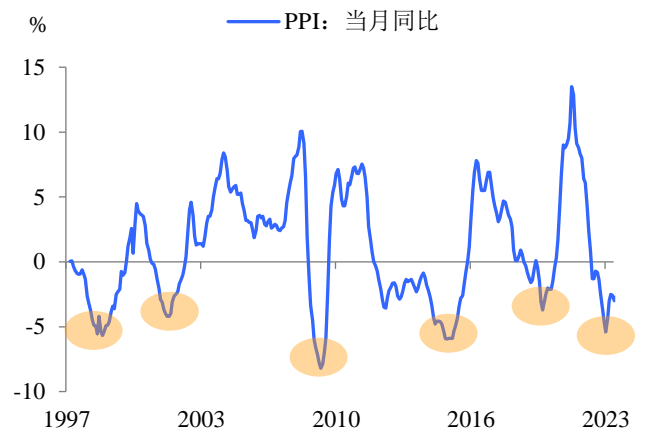
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 12月价格成为工业企业利润的唯一拖累



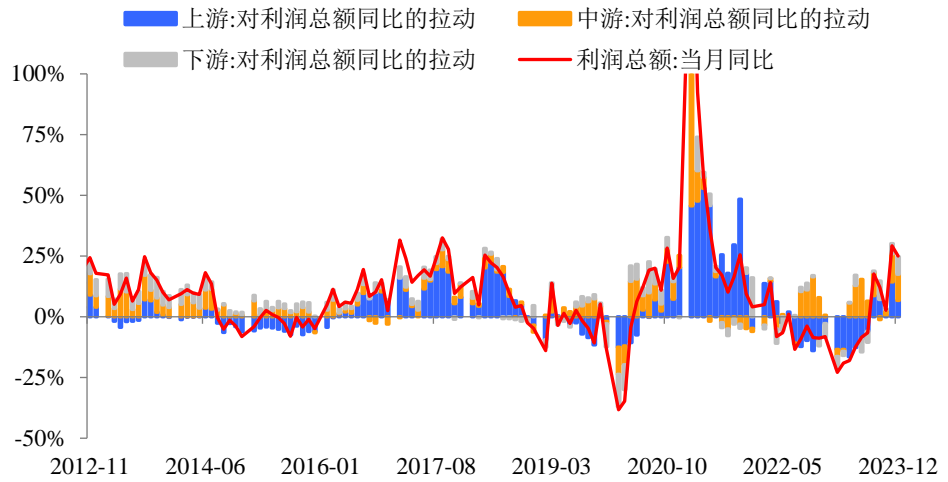
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: “再通胀”仍在路上



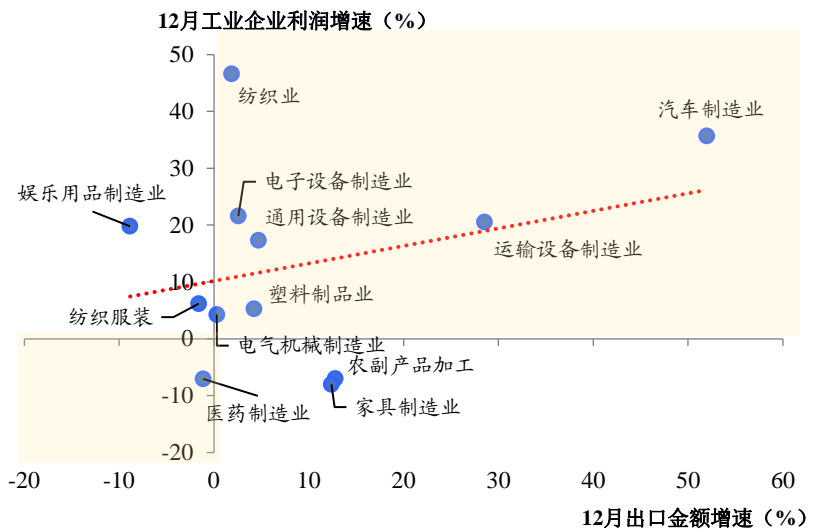
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 12月工业上、中、下游行业全体利润正增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

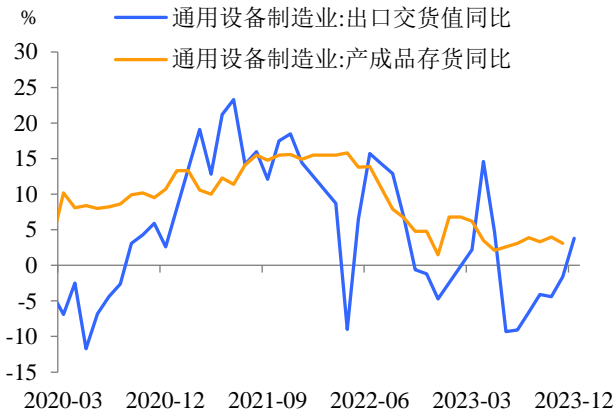
图9: 12月仍有大部分中下游行业利润受出口影响



注: 黄色阴影部分表示受出口影响较大的行业。

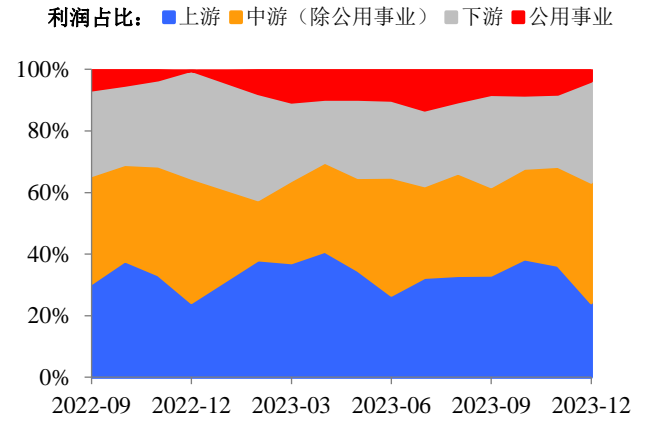
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 通用设备制造业继续推进出口交货进程



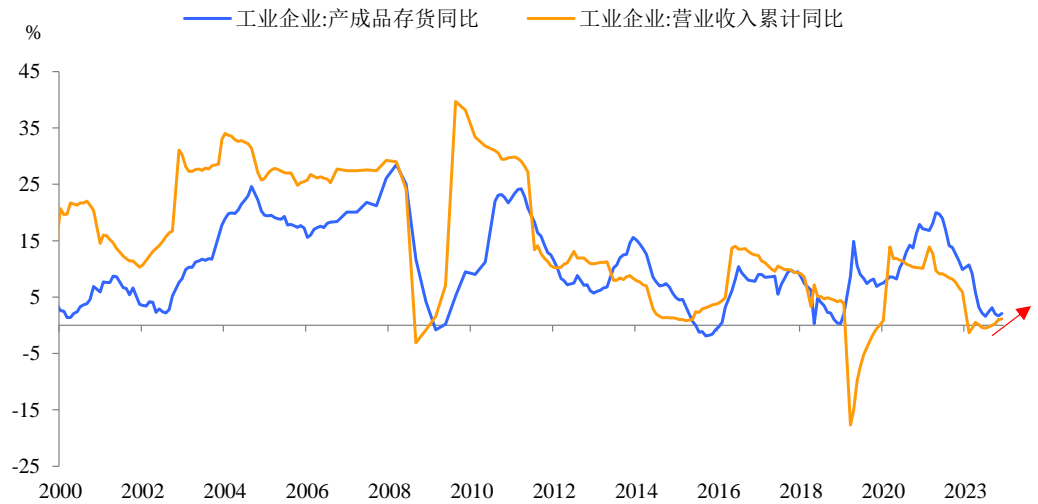
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图11: 12月公用事业板块利润缩减



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 主动补库迹象正在出现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 12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：%）		2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2022-12	2022-11
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-15.80	-17.29	-27.37	-28.36	-27.10	-42.91	11.85	-30.46
	石油和天然气开采业	74.10	-3.88	-4.02	2.99	-6.56	-6.81	-23.30	-22.75
	黑色金属矿采选业	50.03	767.63	93.28	127.46	71.24	-675.74	-42.39	-38.80
	有色金属矿采选业	15.52	35.18	0.05	13.51	19.71	20.51	-7.78	-15.28
	非金属矿采选业	-1.84	20.95	36.59	-3.68	-18.23	-23.98	-25.72	-7.89
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	45.61	-251.81	-203.73	-171.00	-155.43	-112.02	36.11	-124.90
	有色金属冶炼和压延加工业	93.67	329.55	125.73	151.28	134.95	116.68	33.48	-43.35
	非金属矿物制品业	-6.68	-18.68	-24.97	-25.95	-12.68	-43.00	-29.85	-21.13
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-74.47	-189.23	-1001.48	-208.49	-150.19	-132.46	-89.06	-113.78
	化学纤维制造业	303.37	193.58	205.98	62.83	-423.23	222.01	21.64	-68.77
	化学原料和化学制品制造业	79.12	24.46	-3.13	4.59	-16.06	-66.89	-51.15	-34.59
	橡胶和塑料制品业	5.25	14.83	26.72	13.69	29.81	20.44	45.98	8.85
	上游总计	27.69	39.26	1.68	21.03	25.89	-18.54	-11.50	-29.11
中游									
装备制造业	通用设备制造业	17.30	2.92	6.04	-0.23	4.32	-1.18	1.62	31.13
	专用设备制造业	3.93	-20.31	-1.35	-4.13	12.87	-9.57	18.44	28.07
	电气机械和器材制造业	4.24	-4.94	-4.69	-19.08	29.57	64.96	28.74	26.82
	计算机、通信和其他电子设备制造业	21.62	62.61	-14.94	-7.26	9.96	-33.82	61.54	-38.53
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20.54	42.90	-12.39	-7.42	46.39	8.14	34.77	13.10
	仪器仪表制造业	2.30	-3.50	-10.69	-15.87	-1.85	21.64	2.18	26.62
	金属制品、机械和设备修理业	35350.53	8.19	386.55	-81.45	37.96	-68.24	117.21	245.84
公用事业	电力、热力生产和供应业	-197.42	196.26	51.05	28.13	65.37	74.06	48.58	41.99
	燃气生产和供应业	-27.66	124.31	90.45	23.19	4.07	9.19	-5.51	18.72
	水的生产和供应业	-16.64	37.89	34.26	18.81	24.84	-8.63	-18.80	28.96
其他中游制造业	金属制品业	14.11	21.78	17.68	3.47	9.12	19.70	5.58	-6.21
	废弃资源综合利用业	-8.84	45.30	56.09	60.18	-8.66	-201.41	-13.92	-83.77
	其他制造业	10.18	9.19	-20.22	-12.13	-16.35	-64.39	19.25	-1.16
中游总计	25.09	28.94	5.70	-3.42	21.99	14.82	1.35	20.07	
下游									
食品类	食品制造业	21.61	24.75	-15.21	15.79	7.84	-4.74	2.26	9.00
	酒、饮料和精制茶制造业	31.67	4.29	17.30	183.26	-2.68	-1.00	-55.37	10.88
	农副食品加工业	-7.00	19.35	-23.24	103.08	25.25	-28.60	9.84	-53.65
衣物类	纺织服装、服饰业	6.20	11.80	-11.27	-10.09	-10.52	-20.25	12.58	47.51
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	26.88	-8.16	-9.04	-46.30	126.64	-22.53	105.31	105.47
	纺织业	46.63	27.79	24.07	27.32	26.04	0.04	-4.45	-18.87
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	20.47	44.36	14.67	32.82	64.55	10.71	12.55	4.29
	家具制造业	-8.01	30.73	5.32	-32.77	-10.71	-39.16	13.56	10.58
医疗保健	医药制造业	-7.04	-11.07	-3.70	-11.92	-31.62	-12.13	7.60	-13.54
交通通信	印刷和记录媒介复制业	9.33	13.72	43.17	6.20	1.28	-0.20	1.83	-20.15
	汽车制造业	35.67	24.49	3.44	-13.77	11.19	-29.97	-24.79	101.48
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	19.82	-0.39	-3.64	9.89	-10.13	-19.92	10.35	-13.68
	烟草制品业	-25.60	81.70	20.98	47.72	-3.02	-10.43	0.60	0.29
	造纸和纸制品业	10.70	132.56	88.92	58.78	41.89	-65.71	-7.94	-55.75
下游总计	21.98	17.58	1.69	25.71	2.26	-18.44	-15.72	-8.34	

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>